

DSU - Policy Brief

CNR - Dipartimento Scienze Umane e Sociali Patrimonio Culturale

# Strumenti legali per l'incentivazione della stabilità aziendale e degli investimenti a lungo termine: un'analisi comparata del voto maggiorato in Francia

Salvatore **Capasso**

Riccardo **Fava**

Andrea **Filippetti**

Antonio **Zinilli**

**CNR**

DSU

Dipartimento scienze umane e sociali, patrimonio culturale DSU  
Collana Policy brief  
ISSN 3034-9656

Comitato di redazione

Rosanna Amato, Antonella Emina, Lorenzo Nannipieri, Fabrizio Pecoraro, Claudia Soria.

Comitato scientifico

Daniele Archibugi, Maria Eugenia Cadeddu, Monica Monachini, Fabio Paglieri, Ginevra Peruginelli, Carla Sfameni.

Contatti

CNR-DSU. Piazzale Aldo Moro, 7 – 00185 Roma. Tel +39 06 49933328 Fax +39 06 49932673;  
[policybrief.dsu@cnr.it](mailto:policybrief.dsu@cnr.it)

Per i contenuti: [andrea.filippetti@cnr.it](mailto:andrea.filippetti@cnr.it)

Copertina: progetto grafico di Angela Petrillo.

Doi: 10.36134/PBDSU-2025-13



aprile 2025

# Strumenti legali per l'incentivazione della stabilità aziendale e degli investimenti a lungo termine: un'analisi comparata del voto maggiorato in Francia

Salvatore Capasso<sup>a</sup>, Riccardo Fava<sup>b</sup>, Andrea Filippetti<sup>b</sup>, Antonio Zinilli<sup>c</sup>

<sup>a</sup>CNR-DSU, Consiglio Nazionale delle Ricerche – Dipartimento di Scienze Umane e Sociali, Patrimonio Culturale

<sup>b</sup> CNR-ISSIRFA, Consiglio Nazionale delle Ricerche – Istituto di studi sui sistemi regionali federali e sulle autonomie “Massimo Severo Giannini”

<sup>c</sup> CNR-IRCrES, Consiglio Nazionale delle Ricerche – Istituto di Ricerca sulla Crescita Economica Sostenibile

contatto: [andrea.filippetti@cnr.it](mailto:andrea.filippetti@cnr.it)

## SINTESI

Il policy brief esamina il voto maggiorato, introdotto in Francia nel 2014 con la Legge Florange e successivamente in Italia, come strumento per incentivare la stabilità aziendale e promuovere investimenti a lungo termine. In Francia, il voto maggiorato è stato reso automatico, a meno che le imprese decidessero di rinunciarvi. Tuttavia, le analisi sulle cento principali aziende francesi hanno mostrato che questa legge non ha avuto un impatto significativo sulle loro performance economiche, come redditività o valore di mercato. In Italia, il voto maggiorato è stato introdotto nel 2014 e rafforzato nel 2024, con l'obiettivo di facilitare la quotazione delle imprese italiane in borsa senza perdere il controllo gestionale. A differenza della Francia, in Italia il voto maggiorato è applicato solo se deciso dall'assemblea degli azionisti. L'esperienza francese suggerisce che, da solo, il voto maggiorato non garantisce effetti positivi. Per renderlo più efficace in Italia, si raccomanda di affiancarlo a incentivi per gli investitori, monitorare attentamente i risultati della normativa e introdurre misure che migliorino la governance aziendale e attraggano nuovi capitali, creando un ambiente favorevole alla crescita sostenibile delle imprese.

## Introduzione

Negli ultimi anni, il contesto normativo europeo ha sperimentato una serie di cambiamenti significativi nel tentativo di promuovere la competitività delle imprese nei mercati regolamentati. Uno degli strumenti introdotti per raggiungere questo obiettivo è rappresentato dal cosiddetto voto maggiorato. Si tratta di un meccanismo che consente agli azionisti più fedeli – cioè, coloro che detengono le proprie azioni per un periodo prolungato – di ricevere diritti di voto superiori rispetto alla quantità di azioni possedute. In pratica, un'azione che normalmente attribuisce un voto può arrivare a conferirne due o più, incentivando così gli investitori a sostenere la crescita e la stabilità aziendale nel lungo periodo (Alvaro et al., 2014).

La logica alla base del voto maggiorato è semplice: premiare gli azionisti che supportano stabilmente l'azienda e incentivare una gestione orientata alla pianificazione pluriennale piuttosto che a risultati immediati e volatili. Questa misura mira a contrastare il cosiddetto *short-termism*, ovvero la tendenza a focalizzarsi su guadagni rapidi e a breve termine, a discapito di strategie aziendali sostenibili e lungimiranti.

Tra gli esempi più significativi a livello europeo spicca l'esperienza francese con l'introduzione della Legge Florange nel 2014. Tale legge, adottata in seguito alla chiusura di stabilimenti da parte della multinazionale ArcelorMittal, ha introdotto un regime di voto maggiorato *de jure* per le imprese quotate in Francia. In altre parole, il diritto di voto doppio viene applicato automaticamente, a meno che l'assemblea degli azionisti decida di rinunciarvi attraverso una modifica statutaria. Il legislatore francese ha inteso promuovere un azionariato stabile, capace di sostenere le imprese anche in contesti economici difficili, riducendo la volatilità dei corsi azionari e favorendo un'efficiente formazione dei prezzi nei mercati regolamentati (Becht et al., 2020).

In Italia, il voto maggiorato è stato introdotto con il Decreto Legge n. 91 del 2014, successivamente modificato dalla legge sulla competitività dei capitali del 2024, che ha ulteriormente rafforzato le disposizioni in materia. Attualmente, la normativa italiana consente l'attribuzione di voti plurimi fino a un massimo di dieci per azione, con l'obiettivo di favorire la quotazione delle imprese e di sostenere gli azionisti di lungo periodo. Tuttavia, diversamente dal modello francese, in Italia il regime di voto maggiorato si basa su una logica di *opt-in*, ovvero richiede una deliberazione specifica da parte dell'assemblea degli azionisti per essere applicato.

In questo policy brief si analizza l'impatto della Legge Florange sulle principali imprese

francesi quotate in borsa, per capire come questa legge abbia influenzato la redditività e il valore di mercato delle aziende. Le imprese sono state suddivise in due gruppi: quelle che hanno mantenuto il voto maggiorato e quelle che vi hanno rinunciato. I risultati evidenziano che la legge non ha prodotto cambiamenti significativi tra i due gruppi, offrendo spunti utili per riflettere sui limiti e sulle potenzialità di questo strumento. A partire dal caso francese, si proverà inoltre a trarre indicazioni per comprendere come il voto maggiorato possa essere utilizzato nel contesto italiano, dove la normativa adotta un approccio diverso.

## Analisi dell’impatto della Legge Florange sulle imprese francesi

Per esaminare le differenze di performance tra le aziende che hanno mantenuto il voto maggiorato e quelle che vi hanno rinunciato, abbiamo condotto un’analisi approfondita sulle cento principali società quotate nella borsa francese nel periodo 2015-2021. L’analisi si propone di comprendere come il regime del voto maggiorato abbia influenzato le performance economiche di queste aziende, confrontando due gruppi distinti: le società che hanno mantenuto il regime (*stay-in*) e quelle che vi hanno rinunciato (*opt-out*). Per queste ultime, la rinuncia al voto maggiorato è avvenuta attraverso una delibera assembleare straordinaria, evidenziando un orientamento strategico diverso rispetto alle aziende che hanno deciso di mantenere il regime imposto dalla legge.

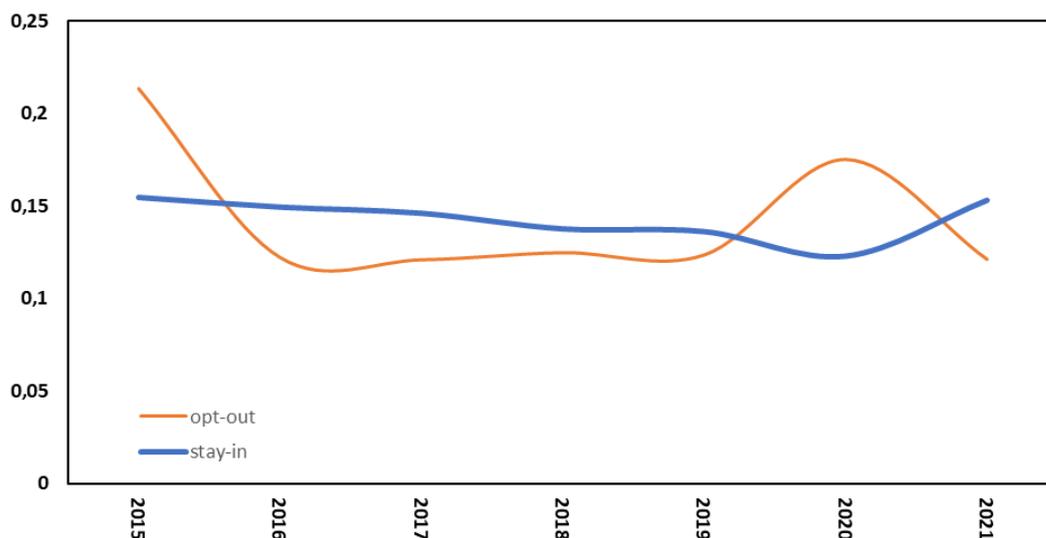
L’anno 2017 è stato identificato come spartiacque per valutare l’impatto della legge. La normativa, infatti, non si applicava retroattivamente alle società che già prevedevano il diritto di voto doppio condizionato a un periodo di detenzione superiore a due anni. Per le altre imprese, si presentavano tre scenari principali: (i) l’applicazione automatica del voto maggiorato a partire dal 3 aprile 2016, (ii) la modifica degli statuti aziendali per conformarsi alle nuove disposizioni, oppure (iii) l’adozione di una delibera per rifiutare il voto maggiorato.

L’analisi si è concentrata su due indicatori chiave per valutare le performance economiche:

1. Il *Return on Assets* (ROA) è una misura della redditività calcolata come il rapporto tra reddito netto e totale degli attivi dell'azienda, espresso in percentuale (Becht et al., 2020). Questo indicatore consente di valutare l'efficienza con cui un'azienda utilizza le proprie risorse per generare profitto, riducendo l'impatto di eventuali distorsioni dovute a componenti straordinarie o differenze nei regimi fiscali.
2. La capitalizzazione di mercato è il valore totale delle azioni in circolazione, rappresentativo della valutazione complessiva dell'impresa da parte degli investitori.

Il Grafico 1 confronta l'andamento del *Return on Assets* (ROA) tra i due gruppi di società e permette di verificare i trend nel periodo preso in considerazione (2015-2021).

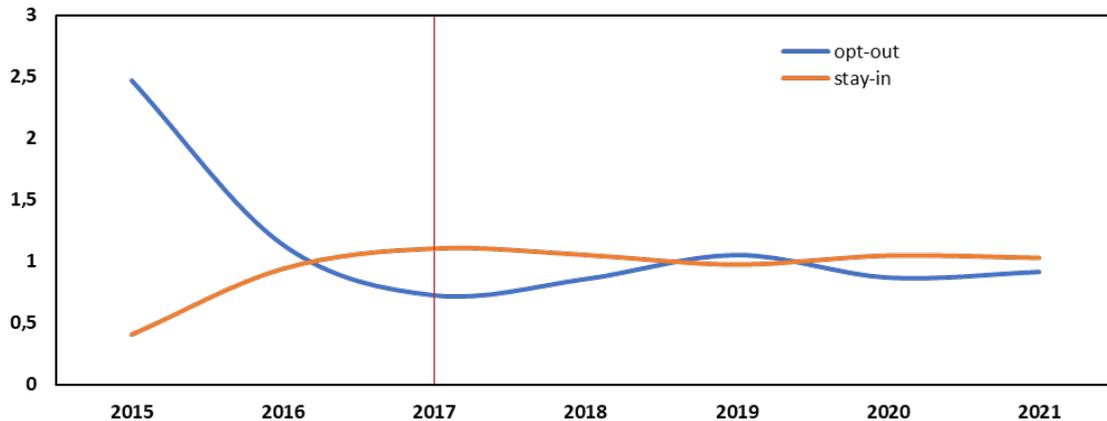
Grafico 1: media di *Return on Asset* per anno



Il confronto tra i due gruppi evidenzia differenze significative nelle dinamiche di redditività. Le società *opt-out* hanno mostrato maggiore volatilità nel ROA, con oscillazioni marcate nel periodo 2015-2021. Dopo un calo iniziale nel 2015-2016, il ROA medio di queste imprese è leggermente aumentato nel 2017, mantenendosi stabile fino al 2019, per poi subire una notevole crescita nel 2020 e una successiva riduzione nel 2021. Al contrario, le società *stay-in* registrano una maggiore stabilità nel tempo nel ROA, con un leggero calo nel 2020 seguito da un aumento significativo nel 2021. Questo suggerisce che il mantenimento del voto maggiorato potrebbe aver contribuito a una gestione più equilibrata delle risorse aziendali, anche durante periodi di incertezza economica.

Il grafico 2 fornisce la media della variabile Capitalizzazione di Mercato per i due gruppi di società nei singoli anni dal 2015 al 2021 e mostra che le società *opt-out* hanno una capitalizzazione di mercato mediamente inferiore a quella delle società *stay-in*.

Grafico 2: media della Capitalizzazione di Mercato per anno



La capitalizzazione di mercato mostra andamenti divergenti tra i due gruppi fino a un certo punto, per poi stabilizzarsi. Le società *stay-in* registrano un livello più elevato di capitalizzazione di mercato nel 2017 e 2018, ma subiscono una frenata nel 2019, per poi tornare ai livelli precedenti. Al contrario, le società *opt-out* seguono inizialmente un trend decrescente, riducendo progressivamente la distanza rispetto alle *stay-in* nel 2019. A partire da quell'anno, le due serie convergono, con differenze minime tra i due gruppi. Questo suggerisce che, nel lungo periodo, la capitalizzazione di mercato tende a uniformarsi, indipendentemente dalla scelta di mantenere o rinunciare al voto maggiorato.

In sintesi, un'analisi descrittiva preliminare delle due variabili di performance delle imprese non evidenzia divergenze significative nelle dinamiche dei tre indicatori tra i due gruppi di società. Inoltre, l'analisi statistico-econometrica del modello di valutazione (non riportato qui per ragioni di spazio) conferma che le differenze tra i due gruppi di imprese nelle due variabili di performance, a seguito dell'introduzione della Legge Florange, sono marginali e statisticamente non significative.

Per stimare l'effetto della normativa sul voto maggiorato sulle performance aziendali, è stato applicato il metodo *Difference-in-Differences* (DID). L'effetto medio del trattamento sul gruppo trattato (ATET) è stato stimato tramite un modello di regressione lineare, considerando *Return on Assets* (ROA) e *Market Capitalization*, con variabili di controllo strutturali e finanziarie per garantire una stima robusta. Per validare i risultati, il *parallel-trends test* ha confermato l'assenza di differenze significative nei

trend pretrattamento tra i due gruppi, garantendo la validità del modello. Inoltre, il test di Granger non ha rilevato segnali di anticipazione strategica da parte delle imprese prima dell'entrata in vigore della normativa. In conclusione, la legge ha avuto un impatto neutrale rispetto alla performance delle cento maggiori imprese quotate nella borsa francese.

Questo risultato, relativo all'esperienza francese con la Legge Florange, solleva interrogativi sull'efficacia del voto maggiorato come strumento di governance aziendale. Pur essendo stato concepito per incentivare la stabilità e gli investimenti a lungo termine, il suo impatto neutrale sulle performance delle imprese suggerisce la necessità di considerare politiche complementari per sostenere la stabilità e la competitività delle imprese nei mercati regolamentati in Francia.

## L'esperienza italiana e le prospettive sul voto maggiorato

Il contesto normativo italiano ha subito significative trasformazioni con l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato, strumenti volti a incentivare la quotazione delle imprese e a promuovere la stabilità gestionale. A partire dal Decreto Legge n. 91/2014, convertito in Legge n. 116/2014, e con il rafforzamento della Legge n. 21/2024 sulla competitività dei capitali, il legislatore ha introdotto un quadro normativo che consente l'attribuzione di voti plurimi fino a un massimo di dieci per azione, incentivando investimenti di lungo termine.

A differenza del voto plurimo, le azioni a voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale, ma premiano gli azionisti in funzione della durata del possesso, con l'obiettivo di incoraggiare la stabilità degli investimenti e ridurre la volatilità del mercato. L'esperienza francese con la Legge Florange, che ha introdotto il voto maggiorato *de jure*, offre spunti di riflessione utili per valutare le potenziali implicazioni della normativa italiana.

L'analisi sulle società francesi quotate tra il 2015 e il 2021 ha evidenziato un impatto neutrale della Legge Florange sulla redditività (ROA) e sulla capitalizzazione di mercato. Questo suggerisce che il voto maggiorato, da solo, potrebbe non produrre effetti significativi sulla competitività e stabilità aziendale. Considerando le somiglianze tra i

mercati azionari italiano e francese, si potrebbe ipotizzare un esito analogo per l'Italia, pur con le sue peculiarità normative. Tuttavia, a differenza del modello francese, il sistema italiano *opt-in*, che richiede una deliberazione assembleare, introduce una maggiore flessibilità.

In definitiva, l'esperienza francese sottolinea l'importanza di affiancare il voto maggiorato con politiche complementari, come incentivi fiscali o misure di sostegno agli investimenti, per renderlo più efficace. Il successo della normativa italiana dipenderà dalla capacità di creare un ecosistema favorevole che integri stabilità gestionale, trasparenza e competitività nei mercati regolamentati.

## Raccomandazioni di policy

L'esperienza francese con la Legge Florange ha mostrato che il voto maggiorato, da solo, non garantisce miglioramenti significativi nelle performance economiche delle imprese. Per il contesto italiano è fondamentale adottare un approccio integrato che preveda:

1. Politiche complementari: incentivi fiscali e misure per migliorare la trasparenza e la governance aziendale, e per massimizzare i benefici del voto maggiorato.
2. Monitoraggio continuo: valutazioni periodiche sull'impatto della normativa per identificare eventuali correttivi necessari.
3. Accesso facilitato ai mercati: garantire che il voto maggiorato non rappresenti un ostacolo per le PMI, ma favorisca la crescita e la competitività delle imprese.
4. Bilanciamento tra stabilità e apertura: integrare il voto maggiorato con politiche che attraggano nuovi investitori, senza limitarsi a proteggere il controllo degli azionisti di riferimento.

Il sistema italiano *opt-in* offre un'importante flessibilità, ma deve essere affiancato da strumenti che incentivino una gestione aziendale sostenibile e trasparente. Solo un approccio strategico e coordinato può trasformare il voto maggiorato in un volano per la competitività delle imprese italiane.

## Riferimenti bibliografici

- Alvaro, S., Ciavarella, A., D'Eramo, D., & Linciano, N. (2014). La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo. *Quaderni giuridici*, 5.
- Becht, M., Kamisarenka, Y., & Pajuste, A. (2020). Loyalty shares with tenure voting: Does the default rule matter? Evidence from the Loi Florange experiment. *The Journal of Law and Economics*, 63(3), pp. 473-499.

## Informazioni sugli autori

**Salvatore Capasso** Professore ordinario di Politica economica (settore secs P/02) presso l'Università degli Studi di Napoli Parthenope. Dal 1° aprile 2023 è direttore del dipartimento scienze umane e sociali, patrimonio culturale del CNR. La sua carriera, che include ruoli come *Research Fellow* e la direzione di istituti presso il Consiglio Nazionale delle Ricerche (CNR), si è concentrata su tematiche legate all'economia e allo sviluppo nel contesto mediterraneo.

**Riccardo Fava** Ricercatore del CNR-ISSIRFA e professore a contratto di Diritto delle società quotate presso l'Università degli studi di Macerata, si occupa di diritto dell'economia e regolamentazione della sostenibilità dell'attività d'impresa privata e pubblica.

**Andrea Filippetti** Dirigente di ricerca del CNR-ISSIRFA e professore di *Managerial economics* all'Università Luiss, si occupa di economia e politica della scienza, geografia economica, decentramento e istituzioni.

**Antonio Zinilli** Ricercatore presso il CNR-IRCrES. Insegna *Network Science* ed è membro della scuola di dottorato in Psicologia Sociale presso la Sapienza Università di Roma. La sua ricerca si concentra sulle reti di conoscenza e innovazione, utilizzando metodologie avanzate di analisi delle reti e *machine learning*.