

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2022

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

L'esperienza del voto maggiorato nelle società quotate italiane (*)

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Gli effetti della maggiorazione del voto. – 3. Una panoramica sulla maggiorazione del voto nelle società quotate italiane. – 4. Gli assetti azionari delle società con voto maggiorato. – 5. Prime conclusioni.

1. Introduzione

Trascorsi alcuni anni dall'entrata in vigore delle disposizioni che consentono di prevedere statutariamente il "voto maggiorato" nelle società quotate (art 127-*quinquies* del TUF, inserito dal D.L. n. 94 del 2014), si prospetta l'opportunità di uno studio empirico sull'applicazione del nuovo istituto, per contribuire a valutare le implicazioni di questa innovazione normativa.

A più riprese negli anni recenti, a partire dalla riforma del 2003, il legislatore italiano si è avventurato in iniziative innovative del diritto societario, con l'intento, spesso esplicitato, di favorire lo sviluppo economico, plausibilmente sull'influsso delle dottrine *legal origins* e della "concorrenza tra ordinamenti".

Pur collocandosi nel più ampio novero delle "deviazioni" dall'assunto della proporzionalità tra entità della partecipazione azionaria e spettanza dei diritti di voto, le disposizioni che prevedono una maggiorazione dei diritti di voto in funzione della durata del possesso azionario operano in modo significativamente differente rispetto ai meccanismi di modulazione di voto "per categoria", già radicati nell'esperienza giuridica nazionale e ampliati con la riforma del 2003.

La maggiorazione del voto è, infatti, caratterizzata da un profilo dinamico: sia in senso temporale, stante che consegue al decorso di un termine minimo di possesso azionario, determinando pertanto potenziali variazioni degli assetti a scadenze differite; sia in senso relazionale, nella misura in cui l'effetto di maggiorazione, per una data partecipazione, dipende dalle maggiorazioni di cui eventualmente godono le altre partecipazioni azionarie.

(*) Lo scritto è destinato agli Studi in onore di Paolo Montalenti

Questa peculiarità del voto maggiorato rende più complesso apprezzarne l'effettivo impatto, e rende cruciale l'accesso ad un quadro informativo completo ed aggiornato: a tal fine la legge ha demandato alla Consob l'emanazione di apposita normativa secondaria, introdotta con l'attuale art. 143-*quater* e con una serie di ulteriori interpolazioni del Regolamento Emittenti.

La presente indagine, basata sui dati reperibili sul sito internet della Consob e sui siti delle singole società interessate al 31 ottobre 2021, consentirà anche di verificare l'adeguatezza e la funzionalità di tale sistema informativo.

Si ritiene sin da ora utile segnalare come il nuovo istituto imponga, tra l'altro, una riflessione relativa all'usuale terminologia in uso relativamente alle soglie di partecipazione "rilevanti": mettendo in discussione l'abituale metafora che fa del "capitale" il denominatore cui rapportare i diritti dei soci. Terminologia già meritevole di revisione, nella misura in cui diverse categorie di azioni in cui si "suddivide" il capitale possono essere più o meno dotate di diritti di voto; comunque discutibile in quanto legata al *medium* concettuale del valore nominale delle azioni, da reputarsi ormai quale vestigio storico privo di valenza precettiva; terminologia oggi ancora più incongrua, nella misura in cui ad un "capitale fisso" si correlino "diritti di voto variabili" in conseguenza della maggiorazione.

Sicché la formulazione dell'art. 120 del TUF, per cui «nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto [...] per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto», appare come un tentativo disperato di mantenere in uso il lessico tradizionale. Meno forzata la tecnica redazionale dell'art. 85-*bis* del Regolamento Emittenti, che richiede la comunicazione della variazione dei diritti di voto come informazione *aggiuntiva* rispetto a quelle relative alle modifiche del capitale sociale.

Sul punto peraltro converrà tornare in sede di conclusioni, con il proposito di suggerire possibili miglioramenti del quadro regolamentare e delle prassi attuative connesse.

2. *Gli effetti della maggiorazione del voto*

La maggiorazione del voto, quale "premieria" per il possesso azionario prolungato, comporta una variazione contestuale del

numeratore dei voti assegnati all'azionista (fino a due voti per ogni azione) e del denominatore dei diritti di voto complessivamente esercitabili. Pertanto è ovvio che l'effetto, in termini strettamente aritmetici, è tanto più accentuato quanto minore sia il numero delle azioni che godono della maggiorazione, fino ad azzerarsi nell'ipotesi in cui tutte le azioni abbiano maturato la maggiorazione.

La tabella che segue illustra tale effetto, esemplificando la situazione che si verifica in una società che abbia emesso 1.000.000 azioni, con possibilità di ottenere la maggiorazione in ragione di 2 voti per azione.

% azioni a voto doppio sul totale	voti spettanti alle azioni a voto doppio (in migliaia)	voti spettanti alle azioni a voto singolo (in migliaia)	Totale voti esercitabili (in migliaia)	% voti doppi sul totale	Coefficiente di maggiorazione
1%	20	990	1010	1,98%	1,98
5%	100	950	1050	9,52%	1,90
10%	200	900	1100	18,18%	1,82
15%	300	850	1150	26,09%	1,74
20%	400	800	1200	33,33%	1,67
30%	600	700	1300	46,15%	1,54
40%	800	600	1400	57,14%	1,43
50%	1000	500	1500	66,67%	1,33
60%	1200	400	1600	75,00%	1,25
70%	1400	300	1700	82,35%	1,18
80%	1600	200	1800	88,89%	1,11
90%	1800	100	1900	94,74%	1,05
100%	2000	0	2000	100,00%	1,00

Tab. 1 – L'effetto della maggiorazione decresce al crescere della percentuale delle azioni beneficiarie

Il beneficio di maggiorazione è massimo, sfiorando il raddoppio del "peso" proporzionale dell'azionista titolare, quando a godere sono

solo partecipazioni di minima entità. Il beneficio decresce poi significativamente all'aumentare dell'entità delle azioni beneficiate: quando la maggiorazione interessa il 30% delle azioni, essa si traduce in un incremento pari a poco più del 150%; quando la maggiorazione è conseguita dalla metà delle azioni, l'incremento del "peso" del voto risulta di circa un terzo; come già accennato, nessuna maggiorazione nel caso limite in cui tutte le azioni raddoppiano i diritti di voto spettanti.

Naturalmente il beneficio della maggiorazione sarà di fatto trascurabile fintanto che la partecipazione interessata rimanga di modesta entità: operativamente è assai probabile che non faccia una grande differenza disporre di 10.000 voti su 1.000.000 (1%) o di 20.000 voti su 1.010.000 (1,98%), soprattutto nel contesto italiano caratterizzato da una forte concentrazione degli assetti proprietari.

Sicché, a ben vedere, gli effetti della maggiorazione risultano effettivamente rilevanti solo quando consentano di raggiungere significative soglie di partecipazione, tali da attribuire al titolare un decisivo peso in assemblea: oltre al controllo di diritto, viene in rilievo per le società quotate la soglia di legge dell'OPA obbligatoria, che il più delle volte può considerarsi come indicatore di uno stabile controllo di fatto; e poi, ovviamente, nei diversi contesti, quelle soglie che consentano di esercitare un ruolo nelle decisioni assembleari, non solo in termini di controllo di fatto individuale ma anche come parte determinante di una coalizione di controllo; o quantomeno un ruolo interdittivo rispetto a talune se non a tutte le decisioni della maggioranza assembleare.

Del resto, è appena il caso di rimarcare che lo slogan "una azione un voto" non implica affatto, sul piano operativo, una reale proporzionalità tra partecipazione azionaria e "peso" dell'azionista nel processo decisionale: peso che il più delle volte resta pari a zero per tutte le azioni che non siano determinanti nella formazione della maggioranza, mentre risulta pari al 100% per quelle azioni (metà o meno del totale) che invece quella maggioranza esprimono o consolidano. Solo nel caso in cui quella maggioranza debba ripermersi, i voti già spettanti alle minoranze potranno entrare in gioco, concorrendo a determinare una nuova e diversa maggioranza o a consolidare quella preconstituita. Sul tema converrà tornare, stante il particolare effetto che l'istituto della maggiorazione sviluppa su tali dinamiche.

Per ora conviene invece approfondire gli effetti della maggiorazione con riferimento al raggiungimento, da parte delle azioni che ne beneficiano, delle soglie significative di voti cui si è accennato.

La tabella che segue illustra l'effetto della maggiorazione in relazione al conseguimento e mantenimento da parte dei beneficiari della posizione di controllo di diritto e di controllo di fatto stabile (che nelle società quotate può identificarsi con la soglia dell'OPA obbligatoria), sempre esemplificando una società con 1.000.000 azioni e la maggiorazione del voto in ragione di 2 voti per azione.

% azioni a voto doppio sul totale	voti spettanti alle azioni a voto doppio (migliaia)	voti spettanti alle azioni a voto singolo (migliaia)	totale voti (migliaia)	% voti spettanti alle azioni a voto doppio sul totale	% in azioni a voto doppio, sul totale azioni, per raggiungere il controllo di diritto	% in azioni a voto doppio, sul totale azioni, per raggiungere il 30% dei voti	% in azioni a voto doppio, sul totale azioni, per raggiungere il 25% dei voti
1%	20	990	1010	1,98%			
5%	100	950	1050	9,52%			
10%	200	900	1100	18,18%			
14,29%	286	857	1143	25,02%			14,29%
15%	300	850	1150	26,09%			14,38%
17,65%	353	824	1177	30,00%		17,65%	14,71%
20%	400	800	1200	33,33%		18,00%	15,00%
25%	500	750	1250	40,00%		18,75%	15,63%
30%	600	700	1300	46,15%		19,50%	16,25%
33,33%	667	667	1333	50,00%	33,34%	20,00%	16,67%
40%	800	600	1400	57,14%	35,00%	21,00%	17,50%
50%	1000	500	1500	66,67%	37,50%	22,50%	18,75%
60%	1200	400	1600	75,00%	40,00%	24,00%	20,00%
70%	1400	300	1700	82,35%	42,50%	25,50%	21,25%
80%	1600	200	1800	88,89%	45,00%	27,00%	22,50%
90%	1800	100	1900	94,74%	47,50%	28,50%	23,75%
100%	2000	0	2000	100,00%	50,00%	30,00%	25,00%

Tab. 2 – Maggiorazione del voto e raggiungimento di determinate soglie di voto

Come si vede, nel caso in cui un solo azionista godesse della maggiorazione del voto, gli sarebbe sufficiente una partecipazione superiore al 33,33% per esercitare il controllo di diritto, e una partecipazione del 17,65% o del 14,3% per attestarsi sopra la soglia dell'OPA obbligatoria rispettivamente nelle società PMI e nelle altre società. Tuttavia, in presenza di altri azionisti con voto maggiorato lo scenario muterebbe: il controllo di diritto richiederebbe percentuali azionarie via via più alte, e la soglia OPA si allontanerebbe corrispondentemente.

Quanto sopra illustra la peculiare situazione in cui può trovarsi un azionista che fonda sul voto maggiorato la sua posizione di influenza sulla società: posizione tanto più incerta quanto più alto il numero delle altre azioni che conseguano, nel tempo, la maggiorazione.

3. Una panoramica sulla maggiorazione del voto nelle società quotate italiane

A distanza di sette anni dall'introduzione legislativa del voto maggiorato, si può constatare che l'istituto, dopo una fase iniziale di applicazione piuttosto circoscritta, interessa oggi oltre un quarto delle società quotate: sicuramente una diffusione molto significativa, in confronto ad altre innovazioni proposte da norme più o meno recenti, dalle azioni di risparmio al "modello dualistico".

Peraltro si deve osservare che il voto maggiorato non è adottato da nessuna delle società di maggiore capitalizzazione, sicché, considerandone la diffusione in termini di capitalizzazione delle società interessate, rispetto alla capitalizzazione totale di borsa, si tratta di meno del 10%.

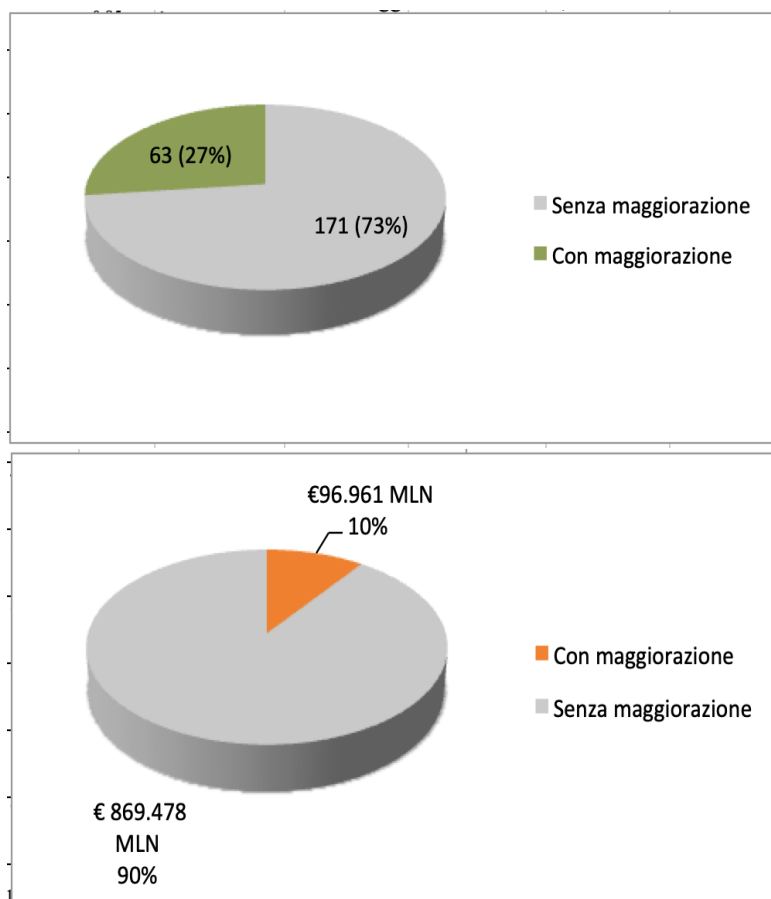


Fig. 1 – Diffusione del voto maggiorato per numero di società e per capitalizzazione

Verificando più specificamente la diffusione della previsione statutaria nei diversi segmenti del mercato borsistico, si nota che essa ricorre in 1/3 delle società del FTSE MID CAP, solo nel 10% di quelle del FTSE MIB, e nel 20% di quelle del FTSE SMALL CAP. Risulta notevolmente diffusa (quasi il 30%) nelle società del segmento STAR, cui appartengono anche le quattro società del FTSE MIB dotate di maggiorazione del voto.

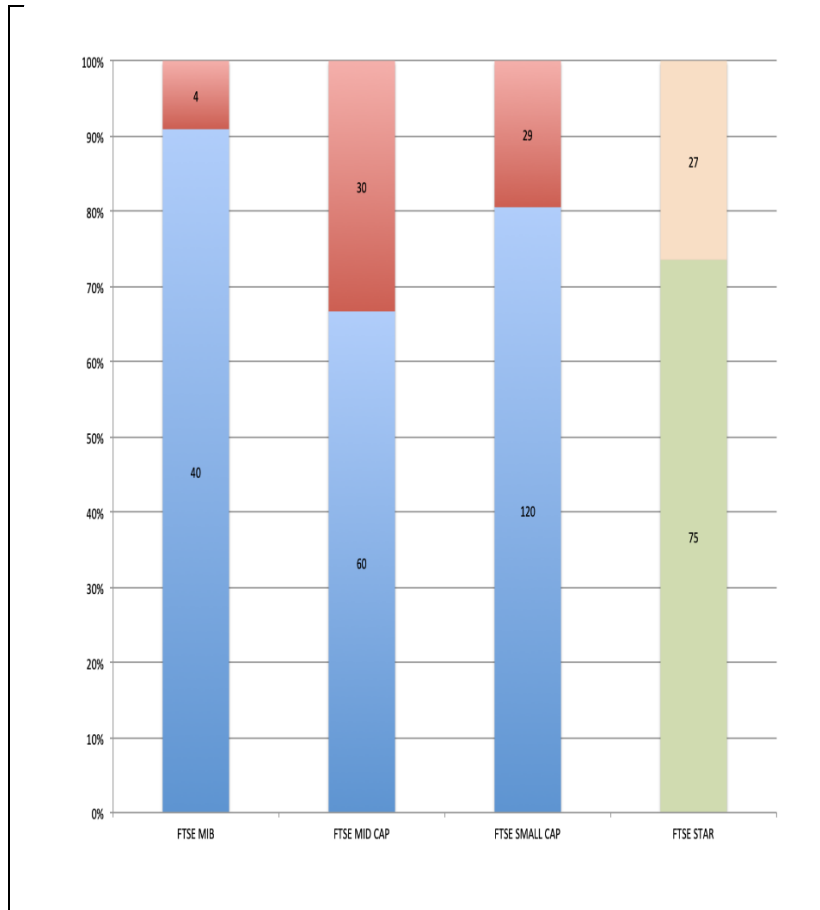


Fig. 2 – Il voto maggiorato nei segmenti del mercato borsistico italiano

È inoltre interessante osservare che circa un sesto delle società con voto maggiorato sono di recente quotazione, essendosi affacciate al mercato dopo il 2015.

Quanto alla formulazione della clausola statutaria e al relativo regolamento, si riscontra, nelle diverse società interessate, una sostanziale omogeneità: la maggiorazione è sempre prevista con l'attribuzione di due voti per ogni azione, e il tempo richiesto per maturarla è quasi sempre di due anni, tranne che in due casi: una società, neoquotata, che ha fissato in tre anni il requisito di possesso

continuativo; e un'altra, che avendo originariamente previsto una durata biennale, ha successivamente modificato lo statuto portando il termine a quattro anni.

4. *Gli assetti azionari delle società con voto maggiorato*

Con riferimento alla struttura dell'azionariato si ritiene opportuno, sulla scorta di una metodologia applicata in precedenti studi empirici, suddividere le società che hanno introdotto nello statuto il voto maggiorato in tre gruppi: (a) società sottoposte a controllo di diritto; (b) società per le quali si può presumere un controllo di fatto stabile, con il primo azionista titolare di una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, ancorché inferiore al 50%; (c) società in cui il primo azionista non risulta titolare di una partecipazione sufficiente ad assicurare l'esercizio stabile di una influenza dominante: controllo instabile dunque, o controllo "condiviso" da una coalizione, formalizzata o meno in un patto parasociale.

Si precisa che la suddivisione in gruppi è stata effettuata sulla base dell'entità delle partecipazioni, senza tener conto degli effetti della maggiorazione del voto, che saranno, invece, esaminati di seguito analiticamente per ogni gruppo.

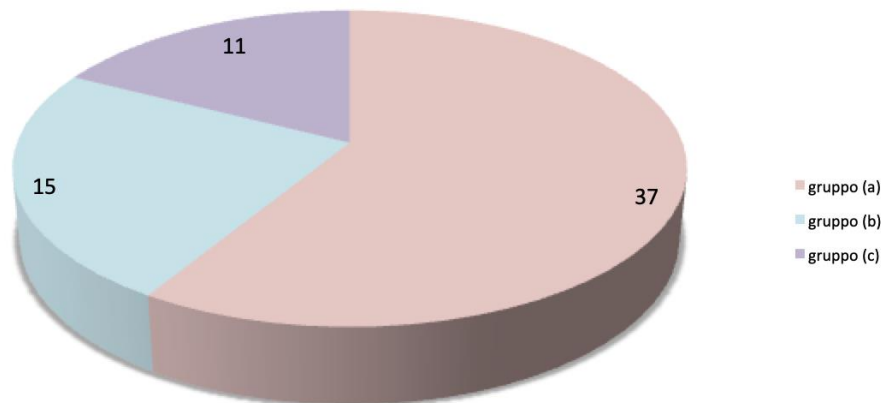


Fig. 3 – Struttura dell’azionariato delle società con voto maggiorato

(a) La gran parte delle società con voto maggiorato appartiene al primo gruppo: il primo azionista detiene una partecipazione superiore al 50%, a prescindere dalla maggiorazione. Tale situazione, nella quasi totalità dei casi, preesisteva all’introduzione del voto maggiorato ed è ovviamente destinata a persistere per effetto della maggiorazione, stante che, come ci si poteva attendere, in quasi tutte le società considerate il maggiore azionista si è iscritto al registro per ottenere la maggiorazione. Si segnala un unico caso in cui la maggiorazione, già conseguita, è stata oggetto di rinuncia, (con l’intento dichiarato di aumentare il flottante per accedere al segmento STAR), nonché un caso in cui l’azionista di maggioranza risulta iscritto solo per una piccola parte delle azioni possedute; in entrambi i casi resta fermo il controllo di diritto in capo al primo azionista.

Pertanto per le società di questo primo gruppo la maggiorazione del voto risulta, allo stato dei fatti, ininfluyente: non attribuisce infatti un beneficio concreto all’azionista di controllo, né consente agli altri azionisti di conseguire nel tempo, tramite la maggiorazione, un peso più significativo: ciò accadrebbe solo nel caso, puramente scolastico, in cui il socio di maggioranza omettesse di richiedere la maggiorazione o vi rinunciassero, mentre altri soci, titolari di una partecipazione (che dovrebbe essere quantomeno superiore al 33%), la ottenessero, surclassando così nei voti il primo azionista. Al proposito, si segnala che l’iscrizione all’elenco speciale per ottenere la maggiorazione da parte di azionisti diversi dal primo, in questo gruppo, è piuttosto infrequente, ed operativamente trascurabile in più dell’ 80% delle società. Tra le poche società in cui soci diversi dal primo azionista hanno richiesto la maggiorazione, spiccano quelle in cui il socio di maggioranza condivide il governo della società attraverso un patto parasociale, ed è ovvio pertanto che anche gli altri soci sindacati chiedano la maggiorazione. Nelle restanti, il socio in controllo di diritto risulta essere, se non il solo iscritto, l’unico evidenziato dalle comunicazioni inviate ai sensi dell’art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti.

Cionondimeno, si deve osservare che in un numero considerevole di società in controllo di diritto (oltre un terzo) l’azionista di controllo

risulta aver dismesso una parte delle azioni di cui era precedentemente titolare; sicché si può ipotizzare che, in futuro, ulteriori cessioni possano condurre l'azionista sotto la soglia del 50% di partecipazione, pur mantenendo il controllo di diritto per effetto della maggiorazione.

In considerazione dell'entità delle partecipazioni per le quali è richiesta la maggiorazione, il relativo coefficiente, che misura il peso della maggiorazione, varia in questo gruppo per il socio di maggioranza da un minimo di 1,05 (maggiorazione di trascurabile entità) ad un massimo di 1,3 (quando il primo azionista è l'unico iscritto con una partecipazione di poco superiore al 50%). Nell'unico caso in cui il socio in controllo di diritto non è iscritto all'elenco speciale, avendo rinunciato alla maggiorazione, questa opera a favore dei pochi soci di minoranza iscritti con il ragguardevole coefficiente di 1,98: senza che peraltro si abbia alcuna influenza sugli equilibri di *governance* (la minoranza iscritta con la maggiorazione non raggiunge l' 1,5%).

(b) Sono circa un quarto del totale le società con voto maggiorato che appartengono al secondo gruppo, cioè con un azionista titolare di una partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, che pertanto, a prescindere dalla maggiorazione, può reputarsi in posizione di "controllo di fatto stabile", anche in virtù della protezione offerta dalla disciplina delle offerte pubbliche.

Il più delle volte, la maggiorazione del voto, conseguita dal primo azionista, lo conduce ad ottenere la maggioranza assoluta dei diritti di voto e dunque una situazione di controllo di diritto. Si osservi tuttavia che tale *status* può essere caratterizzato da una instabilità, più o meno marcata, in funzione dell'entità delle quote di altri azionisti che, nel tempo, potrebbero conseguire anche essi la maggiorazione, ripristinando la situazione di "controllo di fatto".

È appena il caso di osservare che l'azionista di maggioranza si trova comunque in una posizione di vantaggio rispetto a tale evenienza, potendo avere un accesso privilegiato alle informazioni relative all'iscrizione nel registro di altri soci intenzionati ad ottenere la maggiorazione, e disponendo di un lasso di tempo almeno biennale per adottare opportune contromisure: tra queste potrebbe annoverarsi la modifica statutaria diretta a prolungare il tempo intercorrente dall'iscrizione all'elenco al conseguimento della maggiorazione, cui si è assistito, come già accennato, in un caso. Inoltre il socio di maggioranza, nelle società di questo gruppo, detenendo in partenza una

partecipazione superiore alla soglia dell'OPA obbligatoria, non solo può contare sull'effetto anti-scalata di tale normativa, ma potrebbe anche determinare, con la rinuncia anche parziale alla maggiorazione, un superamento “passivo” della soglia da parte dell'*insurgent*.

Si segnala peraltro che in diversi casi, nell'ambito di questo gruppo, l'azionista di maggioranza ha richiesto la maggiorazione solo per una parte delle azioni possedute.

Conviene sottolineare poi che, in più della metà delle società di questo gruppo, la maggiorazione è stata richiesta, oltre che dal primo azionista, anche da altri soci titolari di quote rilevanti, in genere non legati da patti parasociali: quasi sempre con il risultato di neutralizzare significativamente l'effetto della maggiorazione per il primo azionista, impedendogli cioè di conseguire il controllo di diritto.

È interessante poi notare che quasi la metà delle società ascritte al secondo gruppo provengono da situazioni di controllo di diritto antecedenti alla maggiorazione: il primo azionista ha ridotto la sua partecipazione, ma grazie alla maggiorazione quasi sempre mantiene la maggioranza assoluta dei voti.

In generale, in oltre 4/5 delle società di questo gruppo il primo azionista, in concomitanza o con la maggiorazione del voto, o in un periodo comunque successivo all'introduzione della clausola di maggiorazione, risulta aver ceduto una parte più o meno consistente delle azioni inizialmente possedute. Questo dato appare significativo di una forte correlazione tra maggiorazione del voto e dismissione parziale della partecipazione sociale (correlazione che, per inciso, depotenzia l'incidenza dell'OPA obbligatoria da consolidamento che conseguirebbe alla maggiorazione).

L'effetto della maggiorazione, in questo gruppo, è generalmente più marcato, stante che la percentuale di azioni che ne beneficiano è minore. Salvi i casi in cui il socio di maggioranza ha iscritto solo una parte delle sue azioni, il coefficiente di maggiorazione va da un minimo di 1,1 ad un massimo di 1,5, ma spesso, come si è detto, ne beneficiano, oltre al primo azionista, anche altri.

(c) Infine il terzo gruppo, a cui sono ascritte le società in cui il primo azionista non raggiunge la soglia dell'OPA obbligatoria (considerata a prescindere dalle maggiorazioni), e pertanto potrebbe in principio esercitare un controllo di fatto relativamente instabile perché facilmente

contendibile; situazione in cui è frequente che si attesti un controllo condiviso da una coalizione di azionisti.

In queste situazioni potrebbe sembrare più probabile che la maggiorazione del voto abbia un effetto significativo, stante la contendibilità del controllo e le diverse possibili configurazioni di una maggioranza di coalizione. Tuttavia, la rilevanza della maggiorazione del voto ai fini del superamento della soglia per l'OPA obbligatoria costituisce indubbiamente un disincentivo ad utilizzare la maggiorazione per conseguire o rafforzare un controllo di fatto individuale.

In tre delle società di questo gruppo, in effetti, il futuro conseguimento della maggiorazione del voto porterebbe il primo azionista (oggi iscritto al registro speciale, in attesa del decorso del termine), a disporre di oltre il 30% dei diritti di voto, passando così ad un "controllo di fatto stabile", ma contestualmente imponendogli di procedere all'offerta pubblica di acquisto totalitaria (salva, beninteso, la possibilità di rinunciare alla maggiorazione).

Negli altri casi l'iscrizione al registro per la maggiorazione di altri azionisti titolari di partecipazioni rilevanti impedisce, comunque, in concreto, il superamento della soglia OPA da parte del primo azionista per mezzo della maggiorazione. Peraltro qualora in futuro, a seguito di cessione delle partecipazioni o di rinuncia alla maggiorazione da parte di taluno degli azionisti, si dovesse verificare un superamento "passivo" della soglia, non ne conseguirebbe l'obbligo di OPA, stante l'esenzione prevista dal Regolamento Emittenti (art. 49 comma 1 lettera d-*bis*): disposizione che sembra dar luogo ad un ingiustificato disallineamento tra la situazione del socio che supera la soglia direttamente per effetto della maggiorazione e quella – *ceteribus paribus* – di chi, con la medesima maggiorazione, non la supera immediatamente, stante la presenza di altri azionisti con voto maggiorato, ma solo in un secondo tempo, a seguito della perdita della maggiorazione da parte di questi ultimi.

Si osservi peraltro che in quasi tutte le società di questo gruppo ricorre un patto parasociale, che lega tutti o parte dei soci con voto maggiorato. Il dato non sorprende, stante che in assenza di una maggioranza precostituita è normale che si configuri un controllo condiviso. In questo contesto si può osservare che la maggiorazione del voto rafforza il peso complessivo della coalizione di controllo, sebbene

in alcuni casi la maggiorazione sia stata richiesta anche da azionisti estranei al patto. D'altra parte, si può osservare che la maggiorazione del voto, quale "premio di fedeltà", è funzionalmente coerente con quei patti di sindacato che comportano un coinvolgimento degli azionisti nel governo della società a fronte dell'impegno a non cedere le proprie azioni.

In generale si può constatare che nelle società di questo gruppo la maggiorazione del voto non comporta significativi mutamenti negli equilibri interni all'azionariato. Piuttosto, come già osservato per le società del gruppo (b), essa si accompagna spesso a parziali dismissioni di partecipazioni da parte degli azionisti di riferimento: più che incrementare i diritti di voto mantenendo la stessa partecipazione, si tende molto spesso a mantenere gli stessi diritto di voto o comunque lo stesso ruolo nella *governance* societaria, con una partecipazione ridotta. Cessioni di azioni si registrano per diversi azionisti di riferimento in più della metà delle società del gruppo (c), considerando anche una società neoquotata che entra in borsa con una maggiorazione già operativa, con contestuale cessione di azioni da parte dei fondatori.

La figura che segue illustra, per il complesso delle società con voto maggiorato e per ognuno dei tre gruppi considerati, le scelte attuate degli azionisti di riferimento, beneficiari della maggiorazione, con riguardo al mantenimento o alla parziale cessione della loro partecipazione azionaria.

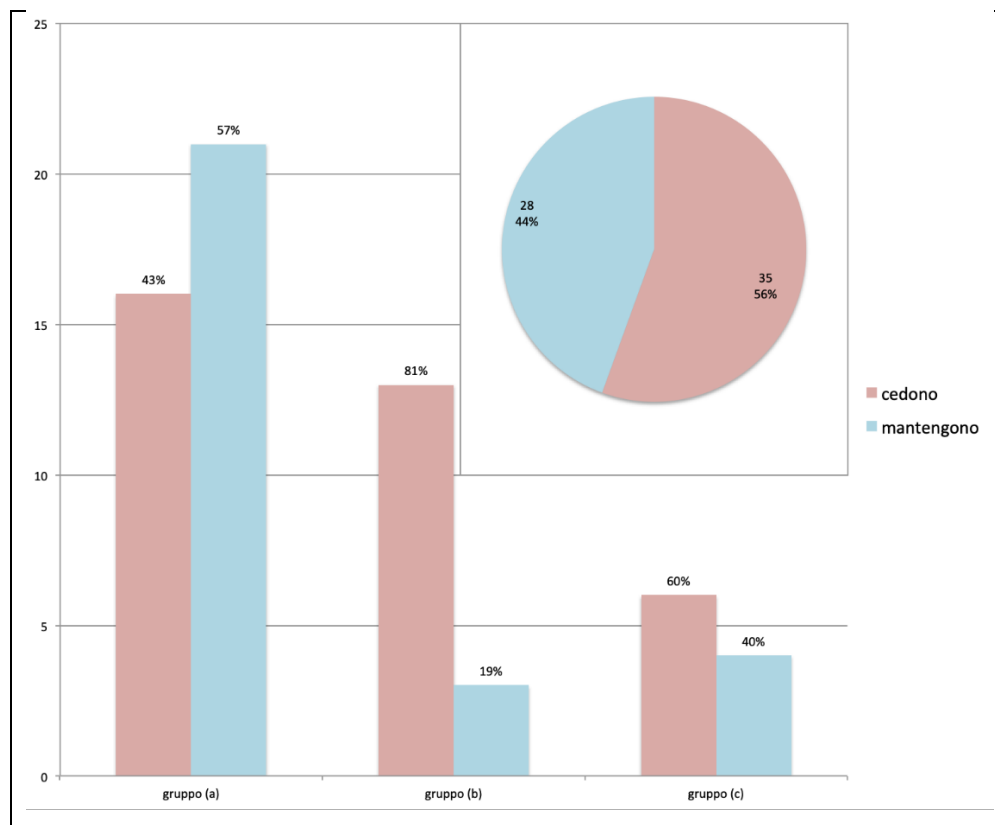


Fig. 4 – Dismissione di partecipazioni maggiorate

5. Prime conclusioni

Nell'esperienza applicativa il voto maggiorato non sembra aver portato a rilevanti variazioni degli assetti di controllo delle società interessate. Nelle società soggette a controllo di diritto, scarso e sostanzialmente irrilevante è stato l'interesse per la maggiorazione da parte degli azionisti esterni. Ma anche nelle società con assetti proprietari meno concentrati risultano sostanzialmente confermati, in esito alla maggiorazione, gli equilibri preesistenti.

Il dato più significativo che emerge dall'analisi svolta è indubbiamente la correlazione tra maggiorazione del voto e parziale dismissione della partecipazione degli azionisti di controllo. Si è visto, infatti, che la maggiorazione del voto è molto spesso utilizzata dal socio

di maggioranza per conservare l'influenza che già in precedenza esercitava sulla società, pur cedendo una parte anche rilevante delle azioni possedute.

In questo senso, ancorché presentato come premialità per i *loyal shareholders*, il voto maggiorato beneficia soprattutto una ben calibrata “infedeltà” dell'*incumbent* che intenda ridurre la sua partecipazione: la diminuzione del numero delle azioni possedute viene compensata dalla maggiorazione del voto per le rimanenti azioni detenute.

L'indagine empirica conferma dunque come il voto maggiorato giochi sistematicamente a favore dell'*incumbent*¹. Non solo e non tanto per il rafforzamento del controllo, quanto per la possibilità, effettivamente sfruttata dagli azionisti di maggioranza (e, talvolta, dagli azionisti membri di una coalizione di controllo) di ridurre il proprio investimento senza perdere l'influenza dominante sulla società.

Si può pertanto convenire che l'istituto della maggiorazione ha offerto un incentivo alla cessione di azioni da parte di chi già deteneva una maggioranza e dunque un controllo più o meno stabile sulla società, ovvero, per meglio dire, ha neutralizzato il disincentivo della perdita del controllo, che altrimenti condizionerebbe pesantemente un *going public*²: in ultima analisi, la riforma può dirsi aver avuto successo nel favorire la diffusione dell'azionariato.

Peraltro, la posizione di controllo del primo azionista che riduca la sua partecipazione, mantenendo però, grazie alla maggiorazione, un controllo di diritto o comunque rimanendo, in termini di diritti di voto, al di sopra della soglia dell'OPA obbligatoria, potrebbe apparire meno stabile; si prospetta infatti la possibilità che altri azionisti, maturando la maggiorazione del voto, possa contendergli il controllo.

Tuttavia l'ipotesi che taluno, attraverso la maggiorazione del voto, possa compiere una “scalata paziente”, raggiungendo e surclassando il socio di controllo, non è solo implausibile, in considerazione dei tempi di maturazione della maggiorazione (tempi che sono di fatto nella disponibilità del socio di maggioranza, potendosi prolungare il termine con semplice modificazione statutaria)³. Soprattutto, è la disposizione che prevede l'OPA obbligatoria anche nel caso in cui le relative soglie

¹ Così P. MONTALENTI, in *Giur. comm.*, 2015, I, 223.

² P. MONTALENTI, *loc. cit.*; C. ANGELICI, *ibid.*, 215.

³ Il rilievo è di P. MONTALENTI, *loc. cit.*

siano superate per effetto di maggiorazione, a mettere l'azionista titolare di "controllo da maggiorazione" al riparo da una scalata che non comporti l'obbligo dell'offerta pubblica.

Questo non significa che un controllo "da maggiorazione" abbia invariabilmente la stessa stabilità del controllo che deriva dal possesso azionario senza voto maggiorato. Nulla osterebbe, infatti, all'iniziativa di più azionisti di minoranza, che, ottenendo la maggiorazione del voto, pur restando ampiamente sotto le soglie OPA e dunque senza surclassare individualmente l'azionista di controllo, ne compromettano la saldezza: al maturare della maggiorazione in capo ad altri soci, il socio di maggioranza vedrebbe ridursi il beneficio delle proprie azioni, rischiando anche di scendere sotto la soglia del controllo di diritto o dell'OPA obbligatoria.

Infatti se è vero che la maggiorazione, ove conseguita dal solo primo azionista, consente di mantenere oltre il 30% dei diritti di voto anche, ad esempio, avendo ridotto la propria partecipazione al 20%, tuttavia non appena altri azionisti, supponiamo titolari complessivamente del 10%, conseguissero la maggiorazione, il primo azionista scenderebbe sotto il 30% dei voti complessivamente disponibili e dunque perderebbe la protezione anti-scalata derivante dall'obbligo di OPA. Con riguardo alla soglia OPA per le società medio-grandi, si consideri una partecipazione del 15% con maggiorazione, sufficiente a mantenere il 25% dei voti, solo fintanto che le azioni a voto maggiorato non superino il 20% del totale.

Facendo riferimento alla Tab. 2 riportata sopra, si può considerare una partecipazione del 24% con maggiorazione del voto quale situazione relativamente stabile, capace di garantire il 30% dei diritti di voto fintanto che le azioni a voto maggiorato non superino complessivamente il 60% del totale. Allo stesso modo, una partecipazione con voto maggiorato del 20% garantisce voti per il 25% del totale finché le azioni a voto maggiorato non siano più del 60% del totale. Ancora, il controllo di diritto "da maggiorazione" è garantito fino a quando le azioni a voto maggiorato non superino il 60% del totale, purché la partecipazione detenuta non sia inferiore al 40%.

È evidente peraltro che il rischio di destabilizzazione del controllo, a seguito dell'incremento del numero delle azioni a voto maggiorato, potrà essere facilmente gestito dal socio di maggioranza, semplicemente monitorando il registro delle azioni per le quali è stata

richiesta la maggiorazione: potendo facilmente adottare adeguate contromisure di consolidamento, in un orizzonte temporale di due anni.

Non è difficile constatare che l'introduzione del voto maggiorato ha rappresentato per gli attuali azionisti di maggioranza una sorta di beneficio *una tantum*, consentendo di usufruire di nuovi margini entro i quali poter disinvestire senza perdere il controllo; laddove la maggiorazione, in assenza di un controllo preconstituito, non consente di conseguirlo senza soggiacere all'obbligo dell'OPA.

L'istituto pertanto risulta del tutto coerente, negli obiettivi e nella portata, con la disposizione, introdotta dallo stesso d.l. n. 94 del 2014, che riduce al 25% la soglia dell'OPA obbligatoria per le società quotate non PMI: infatti anche in questo caso, lungi dal favorire nuove e favorevoli occasioni di *exit* agli azionisti di minoranza, la nuova norma offre un'opportunità agli azionisti di maggioranza, e in particolare a chi già disponeva di un controllo di fatto stabile, con una partecipazione superiore al 30%: che potrà ora permettersi di scendere fino al 25% senza perdere il controllo, e rimanendo al riparo da una scalata che non avvenga con le modalità (e con gli oneri) dell'offerta pubblica.

* * * *

Chiudo con alcune considerazioni sull'accessibilità delle informazioni essenziali per monitorare la dinamica innescata dal nuovo istituto. La Consob ha in qualche misura integrato la sezione Emittenti del sito, inserendo i riferimenti alla maggiorazione del voto. Tuttavia il link "Maggiorazione del voto", presente sulle schede delle società che lo hanno introdotto, non conduce a informazioni specifiche per quell'emittente, ma solo ad un elenco, peraltro non aggiornato, delle società i cui statuti prevedono il voto maggiorato o il voto plurimo. Quanto alla scheda "capitale sociale" delle singole società, essa riporta le informazioni relative al numero delle azioni e al numero dei diritti di voto complessivamente spettanti in modo non uniforme: in taluni casi le azioni a voto maggiorato sono descritte come "azioni a voto plurimo"; spesso dei voti maggiorati non vi è traccia, e quasi mai i dati riportati coincidono con quelli rinvenibili sui siti internet delle società, emergendo a volte anche delle incongruenze rispetto a quanto riportato nella scheda "Azionariato".

La scelta di demandare ai siti societari un compito informativo così delicato non sempre si è rivelata felice: vuoi perché le società non mettono in evidenza l'URL dal quale reperire le informazioni, vuoi perché le informazioni non sono organizzate secondo uno standard omogeneo, anzi spesso non sono affatto organizzate, limitandosi ad affastellare in modo frammentario le varie comunicazioni inviate alla Consob in ottemperanza alla normativa vigente.

Come si è visto, il voto maggiorato comporta nel tempo variazioni sia del denominatore sia del numeratore della frazione che esprime il "peso" dell'azionista nelle deliberazioni assembleare, ed è pertanto importante per gli azionisti esterni, e in genere per il mercato, non solo poter conoscere con esattezza la situazione attuale, ma anche elaborare una proiezione delle variazioni che si verificheranno con la maturazione della maggiorazione per altre azioni già iscritte o simulare gli scenari che potrebbero darsi con eventuali rinunce o cessione di pacchetti azionari.

Sicuramente, quindi, non è privo di interesse conoscere l'entità cumulativa delle partecipazioni, ancorché inferiori alla soglia di comunicazione, che beneficiano o beneficeranno della maggiorazione, e quantomeno il semestre in cui maturerà il beneficio.

Peraltro l'aver riportato nella scheda "Azionariato" non già la percentuale di partecipazione sociale bensì la percentuale di voti, rende difficile se non impossibile paragonare le situazioni nel tempo, né comprendere se la percentuale oggi riferibile ad un dato azionista è frutto della maggiorazione o se invece è suscettibile di crescere ulteriormente con il maturare del beneficio. La scorciatoia adottata con la formula "*per capitale sociale si intende il numero complessivo dei diritti di voto*" non è solo formalmente inesatta, ma finisce dunque per rendere l'informazione opaca.

Un quadro informativo minimo dovrebbe allora comprendere, per ogni società, in quella che attualmente è la scheda "capitale", le seguenti informazioni (analiticamente per ogni categoria di azioni se sussistono), in formato omogeneo: (i) numero delle azioni complessivamente emesse; (ii) numero dei diritti di voto complessivamente esercitabili tenendo conto delle maggiorazioni già maturate; (iii) numero dei diritti di voto complessivamente esercitabili considerando anche le maggiorazioni richieste ma non ancora maturate. In tutto questo, evidentemente, il riferimento al "capitale" è solo un

ossequio alla tradizione, stante che nessuno dei suddetti dati da indicare è collegato all'importo del capitale sociale.

L'aggiornamento tempestivo della scheda "Capitale" in seguito alla maturazione, rinuncia o perdita della maggiorazione è di fondamentale importanza, perché in ogni momento il numero dei voti complessivamente esercitabili è il denominatore con cui il singolo azionista – maggiorato o meno – rappresenterà il suo pacchetto azionario verificando l'eventuale superamento delle soglie dell'art. 120 comma 2 del TUF. Sebbene sarebbe preferibile mantenere l'obbligo di comunicazione e la conseguente trasparenza anche per le partecipazioni comunque superiori al 3% indipendentemente dagli effetti delle maggiorazioni, oltre che per quelle che superano effettivamente la soglia tenendo conto delle maggiorazioni.

Nella scheda "Azionariato" dovrebbero dunque essere riportate, per ognuno dei "dichiaranti": la percentuale delle azioni possedute rispetto a quelle complessivamente emesse; la percentuale dei voti spettanti rispetto ai voti complessivamente esercitabili; la percentuale dei voti che spetteranno alla maturazione delle richieste di maggiorazione ancora in corso: i tre numeratori sono in possesso dell'azionista (quante azioni ho oggi; di quanti voti dispongo oggi; quanti voti avrò in seguito alla maturazione della maggiorazione richiesta); mentre i tre denominatori (azioni emesse; totale voti esercitabili oggi; totale voti a maturazione delle maggiorazioni in corso) si dovrebbero trovare sulla scheda "Capitale", oltre che sul sito della società.

Volendo offrire un quadro di vera trasparenza, nella scheda "Capitale" per ogni società dovrebbe essere indicato anche il numero delle azioni proprie possedute, riducendo conseguentemente i diritti di voto complessivamente esercitabili, e pertanto anche le percentuali di possesso degli azionisti di riferimento dovrebbero essere calcolate tenendo conto che le azioni proprie non votano: molto opportunamente la Consob adotta questo criterio nel determinare la soglia dell'OPA obbligatoria, ma allora coerentemente le azioni proprie dovrebbero scomputarsi anche ai fini delle altre soglie rilevanti.

Quanto sopra potrebbe ridurre l'asimmetria informativa e la conseguente imprevedibilità delle dinamiche derivanti dalla maggiorazione del voto, a beneficio di tutti.