

2. Il Quesito

2.1 Il sig. [...x...] e [...società B...], soggetti che agiscono di concerto ai sensi dell'art. 101- bis, comma 4-bis, lett. b) del Tuf, in virtù del controllo esercitato dal Sig. [...X...] su [...società B...], detenevano congiuntamente, prima della Maggiorazione [...omissis...], n. [...omissis...] azioni [...della società A...], pari al 42,27% del capitale sociale. Attualmente, a seguito della Maggiorazione¹, detengono n. [...omissis...] diritti di voto, pari al 47,85% dei diritti di voto complessivi dell'Emittente, dunque, con un incremento dei medesimi diritti di voto superiore al 5% (5,57%).

2.2 Al riguardo, codesto Studio Legale ha chiesto che la Commissione si pronunci in merito alle seguenti questioni (il “**Quesito**”):

1) considerata la situazione peculiare in cui si trovano il Sig. [...X...] e [...società B...] - che li vede obbligati, al fine di usufruire dell'esenzione ex art. 49, comma 1, lett. e) del Regolamento Emittenti (c.d. esenzione da operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo), a cedere (o a rinunciare a) diritti di voto per una percentuale attualmente pari allo 0,57% entro il [...omissis...], arrivando in ogni caso a detenere più del 45% dei diritti di voto per effetto della maggiorazione -, se gli stessi siano comunque tenuti alla cessione (o alla rinuncia) dello 0,57% dei diritti di voto entro il [...omissis...] e non sia invece possibile considerare rispettato il disposto della norma citata con la semplice astensione dal voto per i diritti in eccesso per il periodo di 12 mesi senza che si proceda ad alcuna cessione o rinuncia, potendo gli stessi, decorsi dodici mesi dalla Maggiorazione, incrementare nuovamente la propria partecipazione;

2) se lo Statuto o il regolamento disciplinante la maggiorazione del diritto di voto di una società quotata possano far decorrere gli effetti della maggiorazione, anche ai fini delle soglie relative all'obbligo di offerta pubblica di acquisto, dal momento in cui il soggetto avente diritto alla maggiorazione ne richiede l'attribuzione, purché detta data sia successiva alla data di maturazione del diritto a ottenere la maggiorazione.

2.3 Con riferimento al primo dei suddetti quesiti, codesto Studio Legale, al fine di corroborare la tesi secondo cui sarebbe sufficiente ottemperare al solo impegno di non esercizio dei diritti di voto in eccedenza per il periodo di dodici mesi (e non anche, dunque, a quello di cessione dei titoli o rinuncia ai diritti di voto nel medesimo periodo), ha, tra l'altro, osservato come nella specie il superamento della soglia del 5%, avverrebbe per effetto della maggiorazione del diritto di voto e non per acquisto di ulteriori strumenti finanziari con diritto di voto sul mercato, sicché “[q]uei diritti di voto ... esistono solo nella misura in cui competano al signor [...X...] e/o [...società B...] e non sarebbero altrimenti disponibili ad alcun socio e non appare coerente con la ratio della norma ... che debbano essere ceduti per poi essere acquistati poco dopo ...”.

¹ Con riferimento alla Maggiorazione, si ricorda che in data [...omissis...] ha chiesto la cancellazione dal Registro Speciale per il voto maggiorato di n. 1.000.000 di azioni che avevano già maturato, alla data del [...omissis...], il diritto di voto raddoppiato.

Con riferimento, invece, al secondo quesito, codesto Studio Legale, al fine di avvalorare la tesi per cui sarebbe possibile rimettere in capo al socio la decisione in ordine al momento dal quale far decorrere l'attivazione della maggiorazione dei diritti di voto (purché di data successiva ai ventiquattro mesi di iscrizione nell'elenco speciale), ha richiamato, tra l'altro, le previsioni di cui all'art. 127-*quinquies*, comma 2, del Tuf, che rimette all'autonomia statutaria la possibilità di stabilire *“le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco”*, nonché le relative previsioni contenute nel Regolamento adottato da [...società A...] al momento dell'introduzione in Statuto del voto maggiorato². Nello stesso senso, poi, secondo lo Studio Legale, deporrebbe la Comunicazione Consob n. 0080574 del 15 ottobre 2015, segnatamente laddove si afferma che la maggiorazione del diritto di voto è *“una fattispecie a formazione progressiva”*, che esplica i propri effetti soltanto al termine del periodo di detenzione richiesto dallo Statuto per l'attribuzione ai soci iscritti nell'elenco tenuto dall'emittente – che ne facciano richiesta – della maggiorazione del diritto di voto.

3. Considerazioni sul Quesito

3.1 L'analisi del Quesito esige una preliminare disamina del sistema di regole alla stregua del quale dev'essere affermata la sussistenza (o meno) dell'obbligo di Opa da consolidamento, di cui al combinato disposto degli articoli 106, comma 3, lett. b), del Tuf e 46, del Regolamento Emittenti, segnatamente in caso di maggiorazione del diritto di voto, di cui all'art. 127-*quinquies*, del Tuf, nonché dell'esenzione da tale obbligo di Opa in caso di operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo.

L'art. 127-*quinquies* del Tuf³ prevede che gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione dell'azionista in un *“apposito elenco”* che deve essere istituito e tenuto dalla società. Lo statuto può prevedere che il socio al quale spetta il diritto di voto maggiorato possa irrevocabilmente, in tutto o in parte, rinunciare al medesimo.

² Il riferimento, in particolare, è all'art. 8, laddove è disposto che *“il diritto al riconoscimento del voto maggiorato con riferimento alle azioni iscritte nell'Elenco Speciale, matura alla scadenza di un periodo di ventiquattro mesi dalla data di iscrizione del titolare del diritto di voto nell'Elenco Speciale”* e, ai fini del riconoscimento della maggiorazione del voto, che *“la sussistenza del predetto requisito deve essere dimostrata mediante una Comunicazione ai sensi dell'art. 23 bis del [Provvedimento Post-Trading] inviata da parte dell'Intermediario, su richiesta del soggetto iscritto nell'Elenco Speciale”*. In tal senso, nel Quesito si richiamano altresì le istruzioni operative per i flussi informativi tra intermediari ed emittenti relativi alle azioni a voto maggiorato, predisposte da ABI, Assosim e Assonime, che prevedono che il voto maggiorato può essere attribuito dalla società emittente in due modi: i) *“di iniziativa dell'Emittente, alla scadenza del termine statutario di ininterrotta iscrizione nell'Elenco necessario per ottenere la maggiorazione”*, ii) *“su espressa seconda richiesta da parte del soggetto iscritto nell'Elenco presentata all'Ultimo Intermediario, laddove prevista dallo statuto dell'Emittente”*, opzione, quest'ultima, *“individuata dal Regolamento [...società A...].”*

³ Articolo inserito nel Tuf dall'articolo 20 del d.l. legge 24 giugno 2014, n. 91 (il “Decreto Competitività”), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116.

Ai fini di coordinamento della citata disciplina del voto maggiorato, tra l'altro, con quella relativa all'Opa obbligatoria, sono state apportate talune modifiche agli articoli 106, commi 1 e 3, lett. b) e 109 del Tuf, prevedendo il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica totalitaria in capo a chi superi la soglia rilevanti del 30%⁴ o effettui acquisti incrementali superiori al 5% ("Opa da consolidamento")⁵ per effetto della maggiorazione del diritto di voto, oltre che per effetto di acquisti.

La norma regolamentare concernente la disciplina dell'Opa da consolidamento (art. 46 del Regolamento Emittenti) è stata, poi, anch'essa modificata nei seguenti termini: "*L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera b), del Testo unico consegue alla maggiorazione, ovvero all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del 5 per cento del numero complessivo dei diritti di voto ovvero del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico nell'arco di dodici mesi*".

La disciplina dell'Opa da consolidamento è stata originariamente introdotta al fine di evitare che soggetti possessori di una partecipazione al capitale sociale superiore al 30% rafforzassero la propria posizione mediante acquisti di partecipazioni di entità superiore al 5% del capitale (originariamente 3%), arrivando a detenere la maggioranza assoluta del capitale (50+1 azione) in un periodo di tempo non sufficientemente diluito; alla base dell'introduzione di tale fattispecie vi era la necessità di tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza, per i quali è ben diverso risultare azionisti di una società controllata di diritto ovvero di fatto, nel primo caso riscontrandosi un azzeramento della contendibilità dell'emittente. La riduzione della contendibilità dell'emittente è, dunque, ammessa a condizione che il consolidamento della partecipazione avvenga in un periodo di tempo tale da non superare il 5% nell'arco di dodici mesi.

3.2 Con riferimento, invece, alle esenzioni dall'obbligo di Opa, si ricorda che l'art. 106, comma 5, del Tuf delega alla Consob il compito di disciplinare con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nei commi 1 (30%), 1-bis (25%) e 1-ter (tra 25% e 40% per le PMI) o nel comma 3, lett. b) (5%), non comporta l'obbligo di offerta ove sia determinato da: "[...] *d) operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo*".

In altri termini, il legislatore, al fine di non ingessare il mercato dei capitali facendo discendere conseguenze onerose come quella dell'Opa obbligatoria da qualsiasi superamento di soglie a tal fine rilevanti (a prescindere dai motivi che lo hanno determinato), ha previsto che incrementi

⁴ Ovvero la diversa soglia compresa tra il 25% e il 40% individuata in via statutaria dalle PMI ai sensi dell'art. 106, comma 1-ter, del Tuf.

⁵ In particolare, l'art. 106, comma 3, lett. b), del Tuf prevede che la Consob disciplini con regolamento, tra l'altro, le ipotesi in cui "*b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% o alla maggiorazione dei diritti di voto in misura superiore al cinque per cento dei medesimi, da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nei commi 1 e 1-ter senza detenere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria*". La disciplina dell'Opa c.d. da consolidamento non si applica, invece, con riferimento alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1-bis, del Tuf (25%); pertanto, eventuali acquisti effettuati da chi detenga più del 25%, anche se inferiori al 5% ma tali da determinare il superamento della soglia del 30% determineranno il sorgere dell'obbligo di Opa in capo al soggetto interessato.

partecipativi transitori non diano luogo all'obbligo di Opa. Infatti, ben potrebbe accadere che un soggetto si trovi a superare le soglie rilevanti ai fini Opa senza che gli acquisti che hanno determinato detto superamento siano volti all'effettivo acquisto/rafforzamento del controllo nell'emittente quotato.

La disciplina attuativa è dettata dall'art. 49 del Regolamento Emittenti che, al comma 1, lett. e), prevede quanto segue: *“L'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 non sussiste se: [...] e) le soglie previste dall'articolo 106, commi 1, 1-bis, 1-ter, e 3, lettera b), del Testo unico, sono superate e il soggetto si impegna a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero ridurre i diritti di voto, in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti [...]”*. Inoltre, il comma 4, lett. b), del medesimo articolo, al fine di tener conto dell'introduzione del meccanismo del voto maggiorato, prevede quanto segue: *“Il soggetto interessato: [...] b) nei casi previsti dalle lettere e) [...], comunica al mercato l'intenzione di avvalersi dell'esenzione e l'impegno a non esercitare i diritti di voto e a ridurre i medesimi, ovvero a cedere i titoli [...] in eccedenza entro i termini ivi previsti. Se non osserva l'obbligo di riduzione, ovvero di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto”*.

* * *

3.3 Tanto premesso in merito alle disposizioni normative di riferimento e alla *ratio* che le ispira, si osserva quanto segue.

3.3.1 Al primo quesito sottoposto all'attenzione della Commissione – ossia se il Sig. [...X...] e [...società B...] siano comunque tenuti alla cessione di titoli (o alla rinuncia dei diritti di voto) detenuti in eccedenza entro il [...omissis...] e non sia invece possibile considerare rispettato il disposto della norma citata con la semplice astensione dal voto nel medesimo periodo, senza che si proceda ad alcuna cessione (o rinuncia) – si ritiene debba essere data risposta negativa.

In tale direzione conduce, anzitutto, l'argomento, di per sé dirimente, di natura letterale, desumibile dal contenuto della specifica disposizione normativa applicabile alla fattispecie.

E infatti, l'art. 49 del Regolamento Emittenti utilizza la congiunzione “e” con riferimento agli impegni che devono essere assunti e, conseguentemente, ottemperati, al fine di potersi avvalere dell'esenzione in parola: cessione dei titoli (o riduzione dei diritti di voto) in eccedenza rispetto alle soglie Opa rilevanti entro 12 mesi, “e”, per l'appunto, non esercizio dei medesimi diritti in tale periodo.

La conclusione cui si perviene sulla base di una interpretazione letterale del testo normativo risulta, peraltro, coerente con le richiamate finalità della disciplina dell'obbligo di Opa da consolidamento e dell'esenzione dall'obbligo di Opa per operazioni ovvero superamenti di carattere temporaneo, come detto, applicabile alla stessa soglia d'Opa da consolidamento.

Più in particolare, la citata esenzione dall'obbligo di Opa di cui all'art. 49, comma 1, lett. e), del Regolamento Emittenti risponde all'esigenza di concedere un tempo adeguato a quei soggetti che, per effetto di acquisti o di maggiorazione, abbiano incidentalmente superato una soglia rilevante ai

fini della promozione dell'OPA e, non intendendo acquisire il controllo della società, optino per il ripristino della partecipazione nei limiti di tale soglia.

Ebbene, in tale prospettiva, il contestuale impegno a cedere i titoli (o a rinunciare alla maggiorazione) in eccedenza e a non esercitare i corrispondenti diritti di voto nel periodo di 12 mesi ha proprio il fine di assicurare che l'incremento della partecipazione superiore al 30% da parte di un soggetto non sia volto ad essere utilizzato per un successivo rafforzamento della medesima partecipazione, sicché solo la successiva ottemperanza ad entrambi i predetti impegni confermerebbe l'effettivo intento di realizzare un acquisto/maggiorazione di carattere temporaneo.

Né potrebbe valere in senso contrario l'argomentazione, enfatizzata da codesto Studio Legale nel Quesito, secondo cui il superamento della soglia del 5%, nella specie, *“avverrebbe per effetto della maggiorazione del diritto di voto ... e non per acquisto di ulteriori strumenti finanziari con diritto di voto sul mercato”*, sicché *“[q]uei diritti di voto ... esistono solo nella misura in cui competano al signor [...X...] e/o [...società B...] e non sarebbero altrimenti disponibili ad alcun socio e non appare coerente con la ratio della norma ... che debbano essere ceduti per poi essere acquistati poco dopo ...”*.

Basti osservare, in proposito, che a seguito dell'introduzione della disciplina del voto maggiorato, il legislatore ha previsto disposizioni volte al coordinamento di tale disciplina, tra l'altro, con quella dell'Opa obbligatoria, in particolare, ritenendo perfettamente equiparabili, ai fini del sorgere dell'obbligo di Opa, anche da consolidamento⁶, l'acquisto di titoli e la maggiorazione del voto.

Detto altrimenti, se il legislatore ha equiparato, ai fini del sorgere dell'obbligo di Opa, gli acquisti dei titoli alla maggiorazione dei diritti di voto, deve ritenersi che la medesima equiparazione operi a livello di esenzione da tale obbligo, sicché, per quel che qui rileva, le condizioni per l'operatività dell'esenzione per superamenti di carattere temporaneo, ovvero sia la cessione dei titoli per l'eccedenza (o la rinuncia dei diritti) e la sospensione dei diritti di voto, operano indifferentemente sia in caso di superamento di soglie Opa a seguito di acquisti, sia di superamento di soglie Opa a seguito di maggiorazione dei diritti di voto.

Conclusivamente, nel caso di specie, entro dodici mesi dalla maturazione, in data [...omissis...], della maggiorazione dei diritti di voto, che ha determinato il superamento della soglia del 5% dei diritti di voto, i Soci dovranno cedere azioni [...della società A...] (o rinunciare ai diritti di voto) in misura (almeno) pari allo 0,57% dei diritti di voto, oltre a non aver esercitato, per tutti i dodici mesi, i medesimi diritti, sì da ricondurre la partecipazione congiuntamente detenuta dagli stessi al 47,28%.

Ciò detto, a far data dal giorno successivo a quello in cui avrà luogo tale cessione (o rinuncia), il Sig. [...X...] e [...società B...], disponendo ormai del 45% dei diritti di voto dell'Emittente, saranno liberi di acquistare titoli o maggiorare i diritti di voto in misura anche superiore al 5%, trovando applicazione l'orientamento espresso dalla Consob in materia di Opa da consolidamento con le Comunicazioni n.

⁶ Con la sola eccezione del caso di superamento della soglia del 25% nelle società diverse dalle PMI.

DEM/2042919 del 14 giugno 2002 e n. DEM/11016918 del 4 marzo 2011, richiamato nel medesimo Quesito⁷.

3.3.2 Anche al secondo quesito prospettato dallo Studio Legale – ossia se sia possibile far decorrere gli effetti della maggiorazione solo dal momento in cui il soggetto avente diritto alla maggiorazione ne richiede l'attribuzione purché successivamente alla maturazione del voto maggiorato ex art. 127-*quinquies* del Tuf – si ritiene di dover dare risposta negativa.

A tale conclusione conducono, in particolare, l'analisi della disposizione primaria che disciplina l'istituto della maggiorazione del diritto di voto e una lettura coerente con essa delle previsioni regolamentari adottate dalla Consob in materia.

Come rappresentato nel Quesito da Codesto Studio Legale, l'art. 127-*quinquies* del TUF “*sembrerebbe ... suggerire un incremento automatico delle percentuali di voto per effetto della maggiorazione allo scadere del periodo di ventiquattro mesi, lasciando come unica alternativa all'incremento, la rinuncia irrevocabile alla maggiorazione, ove tale facoltà sia prevista dallo statuto della società in oggetto*”.

Tale lettura della norma primaria – che si ritiene di condividere – risulta in effetti dirimente nella soluzione del quesito e non appare superabile alla luce degli ulteriori argomenti svolti da Codesto Studio Legale al riguardo. Difatti, il comma 1 dell'art. 127-*quinquies* del TUF, nel delineare i presupposti funzionali della fattispecie, prevede che “*Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato*”⁸.

⁷ Con la Comunicazione n. DEM/2042919 del 14 giugno 2002 la Consob ha affermato quanto segue: “*una volta superata la quota del 50% attraverso acquisti effettuati nel rispetto dell'art. 46 del regolamento Emittenti (3% nell'arco dei 12 mesi), l'azionista sarà libero di effettuare ulteriori acquisti azionari anche se ciò comporti che nel medesimo arco temporale detti acquisti risultino complessivamente superiori alla prescritta percentuale del 3%. In altri termini, una volta superata la soglia del 47% (e non avendo effettuato acquisti negli ultimi 12 mesi), il soggetto interessato potrà acquistare, ai sensi dell'art. 46, una percentuale di azioni fino al 3%, che gli consente di ottenere il controllo di diritto della società. Successivamente eventuali ulteriori modifiche alla sua partecipazione non comporteranno alcun obbligo di opa. [...] appare indifferente che l'azionista di riferimento, effettui due separati acquisti nel medesimo arco temporale, il primo volto all'esatto raggiungimento della maggioranza dei diritti di voto in assemblea ordinaria, e il secondo liberamente, in forza della posizione di controllo ormai acquisita, ovvero che detto obiettivo si realizzi [...] attraverso un'unica operazione, giuridicamente inscindibile*”. Tale orientamento è stato, poi, ribadito nella Comunicazione n. DEM/11016918 del 4 marzo 2011, con riferimento alla nuova soglia d'Opa da consolidamento (5%).

⁸ Anche la Relazione Illustrativa che accompagnava il D.L. n. 91 del 24.6.2014 con cui è stata introdotta la norma primaria in esame è chiara nel ribadire che la possibilità di attribuire un voto maggiorato opera solo “*per tutte le azioni detenute da uno stesso azionista per un periodo consecutivo indicato nello statuto ... dall'iscrizione in un apposito elenco, la cui tenuta è disciplinata dallo statuto*”. Inoltre, viene specificato che allo

Dalla lettura della norma primaria, gli spazi di azione rimessi all'autonomia statutaria nella definizione della fattispecie sono espressamente individuati. In particolare, lo statuto può:

- (i) prevedere che a un periodo continuativo di detenzione delle azioni societarie consegua l'attribuzione di un voto maggiorato (l'attivazione della fattispecie);
- (ii) definire la misura della maggiorazione fino a un massimo di due voti per ciascuna azione;
- (iii) definire il periodo di detenzione continuativo dell'azione allo scadere del quale viene attribuita la maggiorazione del voto, in ogni caso non inferiore a 24 mesi;
- (iv) prevedere che l'attribuzione automatica del voto maggiorato non operi in caso di irrevocabile rinuncia, anche parziale, al beneficio maturato;
- (v) stabilire *“le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco”*;
- (vi) prevedere che - diversamente da quanto indicato dal legislatore con norma dispositiva (c.d. “casi di *opt-out*”) – la maggiorazione del voto non trovi applicazione nei casi di successione *mortis causa*, fusioni o scissioni del titolare delle azioni, aumenti di capitale gratuiti o a pagamento, o che di tale maggiorazione non si tenga conto per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale.

Pertanto, una volta che sia stata prevista la fattispecie nello statuto, non è attribuita alcuna discrezionalità all'autonomia statutaria nella definizione dei presupposti giuridici e di fatto cui consegue l'attribuzione del voto maggiorato, essendo questi già definiti dal legislatore e limitati alle circostanze che le azioni della società: *a)* siano state iscritte in un apposito elenco e *b)* siano appartenute al medesimo soggetto per un periodo continuativo (non inferiore a ventiquattro mesi) a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco.

Al fine di consentire di disattivare i meccanismi legali della maggiorazione, all'autonomia statutaria è lasciata solo la possibilità di prevedere che l'azionista possa - *ex post* - rinunciare all'attribuzione (automatica) del voto maggiorato. Tuttavia anche tale margine di autonomia statutaria è limitato, in quanto l'eventuale rinuncia è, per espressa previsione di legge, irrevocabile una volta effettuata. Di tal che, il vincolo dell'irrevocabilità della eventuale facoltà di rinuncia introdotta statutariamente rappresenta ulteriore indice di indisponibilità della posizione che fa capo al beneficiario della maggiorazione dei diritti di voto intervenuta a norma dell'art. 127-*quinquies* del TUF.

Inoltre, rientrando nella potestà dell'autonomia statutaria stabilire *“le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti”* (art. 127-*quinquies*, comma 2), le ulteriori indicazioni o condizioni eventualmente previste nelle disposizioni statutarie con riguardo

statuto è rimesso il compito di individuare solo *“le modalità per l'accertamento dei presupposti per l'attribuzione del voto maggiorato”*.

all'attribuzione o all'esercizio del voto maggiorato possono essere intese solo come delle “modalità” con le quali la società procede ad accertare il beneficio del voto maggiorato, ma non come degli elementi costitutivi della fattispecie al pari dei presupposti giuridici già indicati dal legislatore.

Ciò rappresentato, deve dunque escludersi che previsioni [...*omissis*...] che leghino l'attribuzione del voto maggiorato, al termine del periodo minimo di detenzione, a un'espressa richiesta in tal senso dell'azionista all'intermediario depositario, possano avere l'effetto di condizionare (e eventualmente ritardare) l'efficacia costitutiva del beneficio ad una scelta dell'azionista (fare o non fare la richiesta), pur essendosi già verificati tutti i presupposti previsti dal legislatore sopra richiamati (iscrizione delle azioni nell'elenco speciale; detenzione minima continuata).

Oltre all'argomento derivante dall'interpretazione letterale della norma primaria, va anche considerato *a contrario* che l'eventuale adesione alla tesi sostenuta da Codesto Studio Legale – e quindi ammettere la possibilità che l'attribuzione della maggiorazione dei diritti di voto sia differita e condizionata ad una scelta discrezionale dell'azionista – avrebbe l'effetto di creare un clima di incertezza e di instabilità costante sul mercato in merito agli assetti proprietari di un emittente, potendo gli stessi subire modifiche in ogni momento a seconda delle scelte degli azionisti di richiedere o meno l'attribuzione del voto maggiorato. Tale incertezza, inoltre, non riguarderebbe solo la misura dei diritti di voto dell'azionista che, avendo maturato la maggiorazione, sia legittimato a richiederne o meno l'attribuzione ma anche la misura dei diritti di voto di tutti gli altri azionisti, compresi coloro che non abbiano iscritto le proprie azioni nell'elenco speciale: ciò in ragione del fatto che l'attribuzione del voto maggiorato, come noto, comporta sempre un effetto diluitivo sugli azionisti che non ne beneficiano, proporzionale all'incremento dei diritti di voto degli azionisti che maturano la maggiorazione.

Va evidenziato che una simile situazione di precarietà degli assetti proprietari quale quella sopra prefigurata – come confermato anche dalla citata previsione della irrevocabilità della rinuncia alla maggiorazione eventualmente introdotta statutariamente – produrrebbe proprio l'effetto opposto a quello che il legislatore si è proposto con l'introduzione dell'art. 127-*quinquies* del TUF, ossia migliorare la stabilità degli assetti proprietari favorendo gli investitori di lungo periodo tramite l'attribuzione trasparente e a condizioni predefinite di maggiori diritti di *governance*. Al contrario, ipotizzare che al termine del periodo minimo di detenzione sia l'azionista a scegliere se e quando rendere operativa la maggiorazione dei diritti di voto sulle azioni iscritte nell'elenco speciale equivarrebbe ad assegnare allo stesso azionista una sorta di strumento derivato, una “posizione lunga” sulle azioni dell'emittente (che, inoltre, se esercitata, genererebbe un inevitabile decremento della posizione di altri azionisti) la cui data di esercizio non sarebbe conoscibile dal mercato (a differenza del regime di trasparenza vigente nel caso di detenzione di veri e propri strumenti finanziari derivati ai sensi dell'art. 120, comma 1, lett. *d-ter*), del TUF e dell'art. 44-*ter* del Regolamento Emittenti). In particolare, l'azionista che avesse maturato il diritto al voto maggiorato al termine del periodo minimo di detenzione potrebbe rimanere parzialmente “nascosto” al mercato semplicemente evitando di richiedere l'attribuzione della maggiorazione fino al momento in cui tale maggiorazione dovesse rivelarsi utile (ad esempio, in presenza di potenziali scalatori della società

o in occasione di un'assemblea straordinaria per la quale sia incerto il raggiungimento del *quorum* deliberativo ovvero decorsi i dodici mesi da precedenti acquisti superati i quali non sarebbe più applicabile la disciplina dell'Opa da consolidamento).

Né a diverse conclusioni, come già detto, possono portare alcune indicazioni presenti nell'autoregolamentazione e nel Provvedimento unico Consob/Banca d'Italia sul *post-trading* (le modifiche al Provvedimento in materia di maggiorazione del voto sono state adottate con Atto Banca d'Italia-Consob del 24 febbraio 2015) che, si limitano a descrivere gli adempimenti operativi in capo agli intermediari e agli emittenti funzionali al mero accertamento della maggiorazione del voto.

4. Conclusioni

Tutto ciò posto, si rappresenta che: a) ai fini del rispetto dell'art. 49, comma 1, lett. e), del Regolamento Emittenti, il Sig. [...X...] e [...società B...], entro la scadenza dei dodici mesi dall'acquisto che ha fatto superare la soglia del 5%, dovranno cedere azioni [...della società A...] (o rinunciare ai diritti di voto) per l'eccedenza risultante a tale data; b) si ritiene incompatibile con il quadro normativo che disciplina l'istituto del voto maggiorato la possibilità che sia l'azionista, a seconda del momento in cui richieda espressamente l'attribuzione del voto maggiorato, a determinare in tal modo la data in cui la maggiorazione del diritto di voto assume rilevanza anche ai fini del calcolo delle soglie Opa.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona