



Spett.le  
Alkemy s.p.a.

Alla c. a. Presidente  
Collegio Sindacale dr. Gabriele Gualeni

## **OGGETTO: Parere in materia di maggiorazione del voto**

### **1. Premessa**

Il presente parere è reso a beneficio del collegio sindacale di Alkemy S.p.A. (“**Alkemy**” o la “**Società**”), destinatario di una richiesta da parte della Consob ai sensi dell’art. 115 del D.lgs. n. 58/98 (il “**TUF**”), al fine di consentire al collegio stesso di valutare il contenuto della risposta da fornire all’Autorità.

### **2. Descrizione degli eventi**

Prima di esaminare il merito della questione, si riepilogano di seguito gli eventi che hanno preceduto la sopracitata richiesta da parte della Consob.

In data 2 ottobre 2024, StarTIP S.r.l. (“**StarTip**”), azionista di Alkemy, ha richiesto l’iscrizione nell’elenco del voto maggiorato per le sue 404.000 azioni. Il diritto di maggiorazione del voto è previsto dall’art. 127-*quinquies* del TUF e dall’art. 14 dello statuto di Alkemy, che consente la maggiorazione nel caso in cui il diritto di voto sia stato detenuto per un periodo continuativo di almeno 24 mesi, includendo il periodo di possesso nel periodo in cui le azioni erano negoziate su AIM Italia.

Alkemy, il 2 ottobre, ha comunicato la variazione dei diritti di voto a seguito di tale richiesta, riconoscendo a StarTIP la maggiorazione per le sue 404.000 azioni. Tuttavia, Retex S.p.A. – Società Benefit (“**Retex**”) ha contestato tale decisione ritenendola illegittima, oltre che lesiva della parità di trattamento tra gli azionisti, anche alla luce delle possibili ricadute che potrebbero influenzare l’OPA in corso.

Dopo una nuova richiesta di chiarimenti da parte di Retex il 6 ottobre, Alkemy ha pubblicato un comunicato stampa il 7 ottobre volto a informare il mercato.

Lo stesso giorno, durante un incontro tra Alkemy e Consob avvenuto prima della pubblicazione del sopracitato comunicato, l’Autorità – stando a quanto riferito in consiglio di amministrazione dagli esponenti e dai legali che a detto incontro hanno partecipato - ha indicato che la controversia tra StarTIP e Retex

dovrebbe eventualmente essere risolta in sede giudiziaria, sottolineando la necessità di trasparenza verso il mercato.

Il consiglio di amministrazione di Alkemy ha discusso le questioni sollevate e ha deciso, all'esito delle riunioni del 7 e del 10 ottobre u.s., di confermare il riconoscimento del voto maggiorato a StarTIP, con il supporto tecnico giuridico degli studi legali Chiomenti e Cleary Gottlieb, approvando (con il voto contrario dell'amministratore delegato che proponeva di sospendere temporaneamente la decisione sulla maggioranza), il testo di una nota, inviata in data 10 ottobre al consiglio di amministrazione di Retex, e, per conoscenza, alla Consob, nella quale l'organo di gestione *"in assenza di precedenti in termini e di univoche indicazioni nella disciplina"* afferma: (i) la propria intenzione di voler attribuire *"prioritaria valenza al tenore letterale dello Statuto e del Regolamento per il Voto Maggiorato"* tenuto anche conto della circostanza che *"la scelta della Società di procedere all'iscrizione nell'Elenco non risulta in alcun modo lesiva della trasparenza e del legittimo affidamento del mercato sulle informazioni pubblicate dalla Società in merito ai propri assetti proprietari"*; (ii) *"di avere adeguatamente informato il mercato in merito alla vicenda in questione"*, avendo Alkemy proceduto in data 7 ottobre 2024, previo coordinamento con Consob, *"alla pubblicazione di un apposito comunicato stampa in cui vengono rappresentate le doglianze manifestate dall'Offerente"*.

Con nota dell'11 ottobre 2024 (prot. 0093935/24, cod. dest. 584138 e 691454) indirizzata al collegio sindacale e al consiglio di amministrazione di Alkemy, la Consob ha richiesto al collegio sindacale, ex art. 115 TUF, di fornire entro 5 giorni lavorativi le proprie considerazioni in merito al riconoscimento della maggioranza del diritto di voto deciso dalla Società nel caso in esame, tenuto conto, fra l'altro, che l'immediato riconoscimento della maggioranza del diritto di voto in favore di StarTip *"non appaiono in linea con quanto ritenuto dalla Consob nella Comunicazione n. 0214548 del 18 aprile 20192"*.

Il collegio sindacale, venuto a conoscenza della citata Comunicazione Consob mai evocata fino ad allora (né da Retex, né dal consiglio di amministrazione di Alkemy) ma che costituisce a tutti gli effetti un *"precedente in termini"* ha ritenuto di effettuare approfondimenti, anche in considerazione della circostanza che la problematica sottesa alla richiesta della Consob è una questione tecnico-giuridica estremamente specialistica su cui il collegio necessita di ausilio.

Alla luce dei fatti illustrati, viene richiesto allo scrivente studio legale se la maggioranza del voto spetti al socio StarTIP. Si noti che dalle informazioni reperibili sul sito *internet* della Società, risulta che anche il socio Francesco Henseberger, titolare di n. 21.250 azioni, ha chiesto e ottenuto la maggioranza lo scorso 11 ottobre, con le stesse modalità di StarTIP.

### **3. Una considerazione preliminare**

La problematica sottesa alla richiesta della Consob coinvolge, in via preliminare, l'attività di controllo cui i sindaci sono tenuti con riferimento all'osservanza della legge dell'atto costitutivo e al rispetto dei principi di corretta amministrazione. Vale premettere che anche nel suddetto contesto, il controllo del collegio sindacale può esprimersi unicamente in una valutazione di fondatezza logica, di congruenza, di serietà dei processi nell'ambito dei quali sono state elaborate, prospettate e decise le scelte compiute da chi ha la

competenza esclusiva della gestione esecutiva (scelte peraltro vagliate dagli amministratori indipendenti e non esecutivi).

In tale quadro generale, sembra esulare dalle competenze del collegio sindacale la risoluzione di questioni interpretative di norme giuridiche, giacché il suo ruolo si esaurisce in quello di «vigilanza» sulla correttezza del processo che all'interno della Società conduce a detta risoluzione.

Ciò significa in concreto volgere l'attenzione soprattutto a due aspetti: che il processo valutativo seguito dal consiglio di amministrazione si sia svolto correttamente quanto all'agire informato dei consiglieri e non sia stato distorto da comportamenti motivati da interessi che dovevano rimanere estranei; che, sia per il modo in cui si è svolto, sia per i suoi esiti, lo si possa ritenere caratterizzato da adeguata diligenza nell'approfondimento della questione.

#### **4. Analisi della questione giuridica**

Si tratta di questione di non immediata soluzione in base al tenore letterale della normativa primaria e secondaria e non disciplinata espressamente dallo statuto di Alkemy. Né la questione risulta mai affrontata dalla giurisprudenza o analizzata in contributi di dottrina. Come si dirà, la Consob ha fornito una propria interpretazione solo in una comunicazione, cioè in un atto non regolamentare la cui cogenza è tutt'oggi oggetto di dibattito.

Ad avviso di chi scrive la soluzione deve dunque ricercarsi attraverso una puntuale individuazione dell'intenzione del legislatore secondo i canoni ermeneutici sanciti dagli artt. 12 e 14 delle Preleggi.

Va dunque immediatamente rilevato che l'istituto della maggiorazione del voto rappresenta un'eccezione al principio generale secondo cui le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti (art. 2348 c.c.). Per le società quotate vale inoltre il principio di parità di trattamento (art. 92, co. 1 TUF). La natura eccezionale della disposizione richiede attenzione a non estendere la sua applicazione oltre i casi considerati.

È fondamentale dunque tenere presente che l'introduzione dell'art. 127-*quinquies* del TUF ad opera del d.l. 91/214 (c.d. 'decreto competitività') si colloca *"in un contesto di misure volte a favorire la quotazione delle imprese. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio 'one share-one vote' può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento"* (così la Circolare Assonime n. 10/2015). Del resto, nella stessa relazione governativa al decreto legge si afferma che *"il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio 'one share-one vote' può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento"*.

A tale principale ragione se ne affianca una seconda. Come osserva la già citata Circolare Assonime *“lo strumento della maggioranza del voto premia in modo particolare la fedeltà dell’azionista che detiene la partecipazione stabilmente sempre nell’ottica di favorire investimenti di lungo termine”*.

Se quelli enunciati – e non altri - sono gli interessi meritevoli di tutela che l’istituto intende soddisfare, è nel loro solco che vanno interpretate le disposizioni rilevanti.

Non solo: nell’assecondare tali interessi meritevoli vanno comunque tenute presenti altre consolidate esigenze su cui si basa l’intera legislazione dei mercati finanziari.

Si fa innanzitutto riferimento alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali (art. 91 TUF). Tale trasparenza riguarda, come è noto, gli assetti proprietari (art. 120 TUF). In parole povere, il mercato ha necessità di essere sempre informato sulle partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che attribuiscono diritti di voto al di sopra di determinate percentuali<sup>1</sup>.

Nel contesto di un’OPA va inoltre tenuta presente la regola generale secondo cui *“Salvo autorizzazione dell’assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane quotate i cui titoli sono oggetto dell’offerta si astengono dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta”* (art. 104, co. 1, TUF). Tale regola (c.d. *‘passivity rule’*) vale anche per l’attuazione di decisioni prese prima della comunicazione al pubblico della decisione di promuovere un’offerta pubblica di acquisto (art. 104, co. 1-bis, TUF).

All’interno di tale cornice normativa va inquadrata la disciplina del tempo per la maturazione e l’esercizio del diritto del socio alla maggioranza del voto.

L’analisi deve muovere dal primo comma dell’art. 127-*quinquies* TUF laddove si fissa la regola principale dettata in generale per le società già quotate secondo cui il voto maggiorato viene attribuito al soggetto che detenga l’azione *“per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dall’iscrizione nell’elenco previsto dal comma 4”*.

Il comma 4 demanda alla Consob le disposizioni di attuazione *“al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l’osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II della presente parte”* [del TUF]. In tale prospettiva, particolare rilevanza assume l’art. 143-*quater*, co. 5, del Regolamento Consob n. 11971/1999, in base al quale *“le società rendono noti, mediante pubblicazione sul proprio sito internet, i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l’iscrizione nell’elenco, con indicazione delle relative partecipazioni”*. Il mercato deve cioè conoscere gli azionisti che potenzialmente disporranno della maggioranza di voto già all’atto della richiesta di iscrizione nell’elenco.

---

<sup>1</sup> E’ particolarmente significativo in tal senso notare come una modifica del Tuf del 2017 abbia ritenuto addirittura di introdurre (all’art. 120, comma 4-bis) l’obbligo, in capo a chi acquisti una partecipazione in una società quotata pari o superiore al 10 per cento, di dichiarare all’emittente e alla Consob gli «obiettivi» che intende perseguire nei **sei mesi successivi**. Ancora. è previsto un obbligo di aggiornare la dichiarazione effettuata *“se nel termine di sei mesi [dalla comunicazione] intervengono cambiamenti delle intenzioni”*.

Tale regola generale necessaria ad assicurare la trasparenza viene temperata nel caso disciplinato dall'art. 127-*quinquies*, co. 9, TUF che recita: *“Qualora le deliberazioni di modifica dello statuto di cui al comma 8 siano adottate nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dai commi 1 e 2 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 4.”*

Si tratta di disposizione speciale volta a favorire il processo di quotazione e dunque da ritenere strettamente collegata al realizzarsi di tale quotazione. I possessori di azioni ante quotazione (tipicamente i soci di riferimento) possono giovare anche del periodo precedente alla quotazione per godere della maggiorazione. Senza tale disposizione, l'incentivazione alla quotazione (che come si è detto rappresenta la *ratio* dell'istituto) potrebbe risultare vanificata in quanto nei due anni immediatamente successivi alla quotazione stessa non opererebbe la protezione voluta dalla legge. Scopo della norma è di attribuire la maggiorazione subito al momento della quotazione, se il possesso di due anni è già maturato, ovvero di sommare il possesso già decorso a quello che, con iscrizione nell'elenco, il socio matura *post* quotazione.

Come evidenzia Assonime nella citata Circolare *“scopo della previsione in esame che è una norma di favore per consentire l'operatività immediata del voto maggiorato subito dopo l'avvenuta quotazione. Se così è, la quotazione deve essere considerata alla stregua di una condizione sospensiva legale. La clausola di modifica diviene quindi efficace solo se e al momento in cui la Borsa Italiana delibera in senso positivo l'ammissione a negoziazione”*.

Al di fuori di tale *favor* per l'operatività immediata, difficile individuare ragioni per cui il socio di una società che abbia introdotto la clausola nel corso del processo di quotazione, debba nel corso degli anni successivi godere di una disciplina diversa da quella valida per un socio di una ordinaria società che abbia introdotto la clausola dopo la quotazione.

È dunque da ritenersi ovvio corollario della disciplina speciale prevista nell'art. 127-*quinquies*, co. 9, TUF che la maggiorazione basata anche sul periodo pregresso rappresenti un meccanismo premiale per il socio – per così dire – già 'fedele', a condizione che la maggiorazione venga richiesta subito al momento dell'ammissione a quotazione.

La conclusione appena enunciata, desumibile, ad avviso di chi scrive, già dalla normativa primaria e secondaria sistematicamente interpretata, sembra peraltro confermata, nel caso di Alkemy, da uno spunto letterale contenuto nel 'Regolamento per il Voto Maggiorato' adottato da Alkemy. Recita l'art. 3.4, secondo comma: *“La maggiorazione del voto relativamente alle azioni possedute nel periodo di Vesting AIM si intenderà maturata, subordinatamente all'avvenuta decorrenza dei ventiquattro mesi di cui al precedente paragrafo 3.3, a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni”* (individuato, in base all'art. 1 del medesimo Regolamento, con *“il primo giorno di negoziazione delle azioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana s.p.a.”*).

Si tratta di clausola che chiarisce come il beneficio a favore del socio che ne faccia richiesta sia collegato ad una necessaria tempestività della richiesta medesima. Non sembra, infatti, coerente con la previsione

statutaria che consente di utilizzare, ai fini della maggioranza, il possesso *ante* ammissione, un utilizzo di tale prerogativa in tempi significativamente successivi all'avvio delle negoziazioni (quasi 5 anni, nel caso in esame). Si deduce che la previsione di una sorta di 'decadenza' dall'esercizio del diritto a richiedere la maggioranza potrebbe non essere necessaria, posto che detto esercizio, nella situazione di cui al comma 9, sembra essere naturalmente collegato alla data di quotazione.

Ammettere la possibilità di 'conservare' il beneficio del comma 9 per esercitarlo in un momento successivo non sembra insomma congruente con la finalità della norma, che non può essere quella di consentire al socio di utilizzare il possesso *ante* ammissione a quotazione al fine di moltiplicare di "punto in bianco" i propri voti fruendo della lunga anzianità già maturata.

Valga al riguardo anche un'altra considerazione. Con la recente novella diretta a promuovere la competitività dei capitali (l. n. 21/2024) il legislatore è intervenuto, tra l'altro, sulla disciplina del voto maggiorato nelle società quotate, introducendo la formula del voto "super-maggiorato" (art. 127-quinquies, co. 2 TUF): si tratta di un incremento crescente scandito in segmenti successivi della durata di dodici mesi ciascuno, al maturare di ciascuno dei quali l'azionista aggiunge un ulteriore voto al numero di quelli precedentemente acquisiti per azione. In altri termini, l'azionista che ha maturato la maggioranza chiamiamola "tradizionale", per effetto dell'appartenenza biennale dell'azione, potrà godere della super-maggiorazione progressiva qualora continui a detenere l'azione stessa, maturando i successivi periodi annuali di appartenenza. Il dato significativo in proposito (per restare ai profili che qui interessano) è che nel caso delle società in fase di quotazione ai soci per così dire 'anziani' sarebbe astrattamente consentito di fruire dell'intero periodo di appartenenza antecedente alla quotazione e di maturare così immediatamente, grazie ad esso, l'intero beneficio sino al limite estremo della decuplicazione istantanea del loro voto. Orbene, ragionando in termini generali, se fosse consentito all'azionista di disporre "dalla sera alla mattina" della maggioranza acquisita (grazie ad un'anzianità decennale maturata) per moltiplicare fino a dieci volte i propri voti, le pesanti ricadute negative impatterebbero in maniera decisiva sulla trasparenza del mercato e dell'OPA (e forse interesserebbero anche la disciplina degli abusi di mercato).

Ciò detto, sempre nella prospettiva tecnico giuridica e per completezza, resta da esplorare se il mancato utilizzo del possesso azionario *ante* ammissione alla quotazione per fruire della maturazione "accelerata", possa configurare una forma di rinuncia implicita e irreversibile alla maggioranza *tout court*.

Ad avviso di chi scrive la risposta non può che essere negativa. Richiesta della - e, al suo opposto, rinuncia alla - maggioranza sono infatti correlate ad un atto di impulso del socio e – proprio perché la maggioranza non è una caratteristica dell'azione - non possono mai operare in via presuntiva o automatica. Prova ne sia che la maggioranza si acquisisce unicamente per le azioni oggetto di richiesta di iscrizione nell'elenco speciale e si perde solamente per le azioni per le quali la rinuncia è stata chiesta da parte del socio.

Da ciò discende che il socio che decida di non avvalersi del computo retroattivo del possesso azionario anteriore all'acquisizione dello *status* di quotata in occasione della quotazione mantiene comunque il diritto di iscriversi nell'elenco e maturare la maggioranza con due anni di possesso previa iscrizione nell'elenco. Lo fa assicurando al mercato la conoscenza della propria potenzialità di maggioranza del voto.

Ancora vi è da aggiungere che la richiesta di un azionista che, a distanza di quasi 5 anni dalla ammissione a quotazione, dichiara di voler fruire della “anzianità” maturata *ante* quotazione al fine di avvalersi *ex abrupto* della maggioranza, solleva interrogativi sulla compatibilità di tale comportamento con le regole dell’OPA. In particolare, saremmo di fronte ad una situazione nella quale un azionista decide di rendere operativa “tutta e subito” la maggioranza (trascurata negli anni precedenti) nel pieno corso di un’offerta pubblica non concordata: il che, a ben guardare, sembra contrastare con la *ratio* della disciplina della c.d. *passivity rule* di cui all’art. 104 TUF, a mente del quale gli strumenti che nel loro concreto utilizzo possono risultare in contrasto con il conseguimento degli obiettivi dell’offerta devono essere autorizzati dall’assemblea.

A quanto sin qui argomentato va aggiunto il ragionamento svolto dalla Comunicazione Consob n. 0214548 del 18 aprile 2019 resa in risposta ad un quesito legale relativo proprio alla possibilità di rimettere in capo al socio la decisione in ordine al momento dal quale far decorrere l’attivazione della maggioranza dei diritti di voto. In particolare, secondo la Consob *“gli spazi di azione rimessi all’autonomia statutaria nella definizione della fattispecie sono espressamente individuati”* e non contemplano la possibilità di definire *“i presupposti giuridici e di fatto cui consegue l’attribuzione del voto maggiorato, essendo questi già definiti dal legislatore”*.

Ipotetiche previsioni statutarie non coerenti con la legge sono insomma inammissibili secondo Consob. Qui però, a ben vedere, non vi è un contrasto tra il tenore letterale dello statuto di Alkemy e la legge; semplicemente lo statuto non prevede espressamente – al pari della legge - un termine entro il quale l’azionista debba esercitare il proprio diritto di avvalersi della maggioranza, computando il “Periodo di *Vesting* AIM Italia” (come definito nello statuto). Ciò non significa che il silenzio dello statuto possa condurre a riconoscere una facoltà di esercizio della maggioranza per possesso precedente alla quotazione slegata dalla quotazione stessa. In altri termini lo statuto – ad avviso dello scrivente - va interpretato secondo i medesimi canoni che hanno condotto a ritenere implicito un necessario collegamento tra momento della quotazione e momento della maggioranza.

Anzi – come si è sopra osservato – vi è semmai nel Regolamento per il Voto Maggiorato adottato da Alkemy uno spunto - l’art. 3.4, secondo comma laddove evoca la “Data di Inizio delle Negoziazioni” - che appare coerente con la lettura della normativa primaria e secondaria che non consente al socio di posticipare la propria scelta di esercitare una maggioranza maturata grazie al possesso ante quotazione.

Vanno comunque sottolineate le ragioni teleologiche contro una maggioranza ‘differita’ illustrate dall’Autorità di Vigilanza nella citata Comunicazione del 2019. Ammettere una maggioranza differita rispetto alla quotazione e condizionata ad una scelta discrezionale dell’azionista significherebbe – secondo la Consob – *“creare un clima di incertezza e di instabilità costante sul mercato in merito agli assetti proprietari di un emittente”*. Simile situazione di precarietà *“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”*. La Consob paragona simile facoltà dell’azionista di scegliere se e quando rendere operativa la maggioranza dei diritti di voto ad *“una sorta di strumento derivato, una posizione lunga sulle azioni dell’emittente”* (posizione che notoriamente deve essere comunicata al mercato se supera soglie di rilevanza).

Particolare importanza, viste le attuali vicissitudini di Alkemy, ha poi la seguente conclusiva osservazione della Consob: *"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 ..."*

È noto che sulla portata normativa delle comunicazioni Consob esiste un certo dibattito. Si discute se esse – a differenza di un regolamento emanato dall’Autorità – debbano vincolare un giudice e se, in base al principio di tassatività, la loro disapplicazione possa comportare una sanzione amministrativa.

Certo è, però, che le comunicazioni manifestano in maniera ufficiale l’orientamento che l’Autorità segue nella propria attività di vigilanza. A dispetto della loro natura «più debole», anche le comunicazioni finiscono per fissare i limiti e le regole che accompagnano l’operatività dei soggetti vigilati, pur non avendo, sul piano strettamente formale, la forza coercitiva dei regolamenti (si parla di *soft law* per contrapposizione a quella che viene definita la *hard law*).

Questa tipologia di atti, caratterizzati dal ricorso a formule flessibili, basate sulla tecnica discorsiva della interpretazione e/o della raccomandazione, in ogni caso promana da una pubblica amministrazione dotata di competenza specialistica massimamente qualificata in materia di mercati finanziari.

Pertanto ogni operatore, compreso lo stesso giudice civile eventualmente chiamato ad interpretare la normativa primaria o secondaria (per esempio, nel caso in esame, in occasione di una impugnazione di delibera assembleare in cui il voto maggiorato sia stato esercitato; ovvero in caso di iniziativa di urgenza avverso la delibera consiliare che lo abbia attribuito), deve porre serie considerazioni alternative a motivazione di un eventuale dissenso da Consob.

## 5. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni sopra svolte, lo scrivente è dell’avviso che l’attribuzione ai soci StarTIP e Francesco Henseberger della maggiorazione nelle circostanze date dal caso in esame, sia da valutare con estrema cautela meritando una nuova e più approfondita riflessione, giacché la mera interpretazione letterale delle norme e dello statuto, ad avviso di chi scrive, non riesce per sé sola a superare le molteplici argomentazioni di ordine logico e sistematico che militano in favore della soluzione di segno opposto.

Naturalmente le considerazioni qui svolte non pretendono di essere definitive su una questione che resta complessa. Lo scrivente ritiene dunque che, se anche il collegio sindacale sia persuaso dalle argomentazioni qui illustrate, esse non potrebbero essere imposte alla Società (*rectius* ai suoi organi gestionali) come soluzione necessaria. Come illustrato in premessa il collegio non è l’organo cui è demandata la soluzione di questioni giuridiche. Funzione del parere è piuttosto quella di ausilio nella vigilanza del collegio sindacale sul processo decisionale seguito dal consiglio di amministrazione. Lo scrivente suggerisce pertanto che il collegio sindacale metta il parere a disposizione del consiglio di amministrazione e chiedi allo stesso consiglio di assumere decisioni avendo valutato tutte le opzioni interpretative, ivi incluse quelle sviluppate nel presente

contributo. Ciò in quanto, a dispetto della riconosciuta complessità della fattispecie dal punto di vista tecnico giuridico, al momento non consta - a suffragio delle scelte dell'organo di gestione una valutazione giuridica scritta che ponderi adeguatamente, non solo le disposizioni normative e lo statuto, ma anche l'interpretazione della Consob espressa con la citata Comunicazione n. 0214548 del 18 aprile 2019; interpretazione con la quale, per le considerazioni sopra svolte, le determinazioni della Società non possono non confrontarsi; fermo restando che la responsabilità della decisione resta in capo al consiglio.

Il collegio dovrebbe inoltre invitare il consiglio a valutare se delle complesse, ed eventualmente difformi, opinioni giuridiche sul tema non debba essere data informazione al mercato.

Roma 17.10.2024

Avv. Renzo Ristuccia  


# MARCHETTI

PROF. PIERGAETANO MARCHETTI  
DOTT. RENATA MARIELLA – NOTAIO  
PROF. CARLO MARCHETTI – NOTAIO  
DOTT. CARLOTTA MARCHETTI - NOTAIO  
DOTT. ANDREA DE COSTA - NOTAIO

[www.marchettilex.it](http://www.marchettilex.it)

0272021846

---

AVV. MATTEO SANT'AMBROGIO  
AVV. LUDOVICA MAZZOLA  
AVV. GIULIA TERRANOVA  
AVV. MARIA CHIARA LICENZIATO  
AVV. KARIN DI LIDDO  
DOTT. MARZIA TOMAELLO  
DOTT. MARTA DUZZI  
DOTT. GIULIA PELÀ  
DOTT. PIETRO BOSCO  
DOTT. STEFANO SPADA  
DOTT. CECILIA BRERO

**ALKEMY S.P.A.**

c.a. Gli amministratori indipendenti

Milano, 4 novembre 2024

**OGGETTO:** parere concernente l'attribuzione ad un socio del voto maggiorato

## PARERE

### 1. IL QUESITO E LE CONCLUSIONI DEL PARERE

**1.1.** Alkemy S.p.A. ("**Alkemy**") mi ha sottoposto, chiedendomi di rendere parere *pro veritate*, una questione concernente l'attribuzione al socio StarTIP S.r.l. ("**StarTIP**") del voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies* TUF e dell'art. 14 dello statuto sociale (lo "**Statuto**"). Mi è stato in particolare riferito di una diversità di vedute sorta in relazione alla legittimità di tale attribuzione ad opera del Consiglio di Amministrazione di Alkemy. Facendo seguito alla sintesi delle conclusioni già resa in precedenza, riporto

di seguito le ragioni per le quali, a mio parere - pur con la dovuta cautela trattandosi di questione di non immediata soluzione ed in assenza di precedenti anche giurisprudenziali a cui fare riferimento – la scelta del Consiglio di Amministrazione di riconoscere la maggiorazione del voto a StarTIP appare ragionevole e coerente sia con la disciplina statutaria di Alkemy sia con i principi ricavabili dalla disciplina di legge e regolamentare in tema di maggiorazione del voto. Ribadendo comunque sin da ora che, come anticipato in sede di esposizione di sintesi, l'argomentazione primaria della mia opinione risiede nel fatto che né lo statuto né la ulteriore disciplina applicabile avrebbe consentito e consentono al Consiglio di imporre un termine di decadenza per la richiesta di assegnazione della maggiorazione.

## **2. LO STATUTO DI ALKEMY, LA SINTESI DEI FATTI E L'ORIGINE DEL DUBBIO INTERPRETATIVO**

**2.1.** L'articolo 14 dello Statuto di Alkemy prevede e disciplina l'assegnazione del voto maggiorato al socio (o titolare di altro diritto reale legittimante) che abbia conservato la titolarità delle azioni per 24 mesi ininterrotti. La disciplina statutaria prevede peraltro la possibilità di tenere conto, come consentito dalla disciplina applicabile, anche del possesso continuativo delle azioni intercorrente tra la data di inizio delle negoziazioni delle azioni presso il mercato (allora denominato) AIM e la data di iscrizione nell'Elenco previsto dall'art. 14.1.2. dello Statuto.

**2.2.** L'articolo 14 dello Statuto, infatti, prevede che *"ai sensi dell'articolo 127-quinquies del TUF...ciascuna azione dà diritto a voto doppio (e dunque a due voti per ogni azione) ove ...il diritto di voto sia spettato al medesimo soggetto, in virtù di un diritto reale legittimante l'esercizio del diritto di voto (piena proprietà con diritto di voto o nuda proprietà con diritto di voto o usufrutto con diritto di voto, il "Diritto Reale Legittimante") per un periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi, (il "Periodo Rilevante"), fermo restando che ai fini del calcolo*

del Periodo Rilevante si computa altresì il periodo di possesso continuativo delle azioni intercorrente tra la data di inizio delle negoziazioni delle azioni ordinarie della Società su AIM Italia / Mercato Alternativo del Capitale, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (i.e., il 5 dicembre 2017) e la data di iscrizione nell'Elenco (come infra definito) (il "Periodo di Vesting AIM Italia")".

**2.3.** La disciplina statutaria è poi completata:

(i) dalle disposizioni in tema di decorrenza della maggiorazione, laddove si precisa (all'art. 14.3) che "l'iscrizione nell'apposita sezione dell'Elenco relativa a coloro che hanno conseguito il diritto alla maggiorazione del voto [avviene] successivamente al decorso del termine di 24 (ventiquattro) mesi dall'iscrizione nell'Elenco stesso ovvero successivamente al decorso del periodo inferiore necessario per la maturazione del diritto per i soggetti che siano titolari di un Diritto Reale Legittimante (con il relativo diritto di voto) prima della data di iscrizione nell'Elenco e che intendano avvalersi del Periodo di Vesting AIM Italia";

(ii) dalla procedura per la acquisizione del voto maggiorato, che consiste, per il caso di possesso azionario successivo alle negoziazioni all'AIM ma anteriore alla iscrizione nell'Elenco, nella apposita richiesta del socio (corredata dalla documentazione rilevante) e nella contestuale iscrizione nell'Elenco dei soggetti in possesso del voto maggiorato con efficacia (e dunque con acquisizione del voto doppio) *immediata* (art. 14.14), previo controllo dei presupposti di statuto.

**2.4.** Nel contesto di questo quadro regolamentare, in data 2 ottobre 2024, StarTIP, azionista di Alkemy, ha richiesto l'iscrizione nell'elenco dei soggetti in possesso del voto maggiorato per le proprie azioni con efficacia *immediata*, ponendo a fondamento della propria richiesta la volontà di beneficiare del Periodo di Vesting AIM Italia. L'emittente ha dato seguito alla richiesta. Anche alla luce di alcune contestazioni ricevute, l'emittente ha peraltro dato corso ad alcuni ulteriori approfondimenti ed il punto principale su cui è sorta una divergenza di opinioni consiste nel fatto che la

richiesta di StarTIP è avvenuta solo dopo un certo periodo di tempo dalla maturazione dei presupposti per l'assegnazione del voto doppio.

2.5. Ebbene, come anticipato, *a me pare debba segnalarsi come nulla, nella disciplina di legge e regolamentare applicabile, consenta di operare una correzione forzosa ed esterna al dettato statutario volta ad imporre un termine di decadenza per la richiesta di assegnazione del voto doppio.*

### **3. L'ASSENZA DI UN TERMINE DI DECADENZA E LE (INACCETTABILI) CONSEGUENZE DELL'EVENTUALE INTRODUZIONE DI UN TERMINE "IMPLICITO"**

3.1. Il TUF ed il relativo Regolamento Consob, come noto, disciplinano i presupposti per la maturazione del voto doppio e contengono una serie di prescrizioni procedurali. Per quanto qui interessa, il comma 9 dell'art. 127-*quinquies* TUF consente agli statuti di società che stiano per quotarsi di riconoscere ai soci il diritto di godere della maggiorazione del voto anche quando il possesso azionario biennale sia maturato, in tutto o in parte, precedentemente alla iscrizione nell'elenco previsto dalla legge. Lo Statuto di Alkemy, come si diceva, esercita tale facoltà.

3.2. In via preliminare, si deve osservare che, come la dottrina ha correttamente sottolineato, il legislatore nell'introdurre l'istituto qui in esame si è ispirato al principio dell'autonomia privata, prevedendo solo alcune regole inderogabili e lasciando all'autonomia statutaria la maggior parte dei profili inerenti alla disciplina della maggiorazione del voto<sup>1</sup>. La disposizione in effetti prevede in via inderogabile – solo – (i) il numero massimo di voti attribuibili, che equivale a due o a dieci, in forza di quanto precisato dal secondo comma, di recente introduzione, e (ii) il periodo minimo durante il quale le azioni devono essere possedute dal medesimo

---

<sup>1</sup> P. Marchetti, Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, in Riv. soc., 2015, p. 448 e ss. E. Barcellona, Commento sub art. 127-*quinquies* TUF, in Le società per azioni, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, Milano, 2016, p. 3961.

soggetto. Le disposizioni inderogabili sono poi completate dal Regolamento Emittenti Consob che non smentisce l'impostazione legislativa, limitandosi a precisare, all'art. 143-*quater*, il contenuto dell'elenco nel quale inserire i nominativi dei soci con voto maggiorato, così come previsto dal quarto comma dell'art. 127-*quinquies* TUF.

**3.3.** Se si esaminano invece i profili lasciati all'autonomia statutaria (talvolta con la tecnica dell'*opt-in*, talvolta con la tecnica dell'*opt-out*), si può agevolmente notare come essi siano ben più numerosi, riguardando infatti:

- a) la scelta a monte dell'attribuzione o meno del voto maggiorato;
- b) il *quantum* della maggiorazione (seppur nel limite massimo di due, ovvero di dieci voti, secondo quanto già precisato) (art. 127-*quinquies*, primo comma);
- c) il periodo di tempo necessario per poter ottenere la maggiorazione (pur con il *floor* di ventiquattro mesi) (art. 127-*quinquies*, primo comma);
- d) la rinunciabilità del beneficio (art. 127-*quinquies*, primo comma);
- e) la determinazione delle modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti (art. 127-*quinquies*, quarto comma);
- f) la conservazione o la perdita della maggiorazione in caso di successione per causa di morte (art. 127-*quinquies*, quinto comma);
- g) la conservazione o la perdita del beneficio per casi di fusione o scissione del titolare delle azioni (art. 127-*quinquies*, quinto comma);
- h) l'estensione o meno del beneficio in caso di aumento del capitale gratuito art. 127-*quinquies*, quinto comma);
- i) l'estensione o meno del beneficio in caso di aumento di capitale a pagamento (art. 127-*quinquies*, sesto comma);
- l) l'estensione o meno del beneficio in caso di fusione o scissione della società con azioni con voto maggiorato (art. 127-*quinquies*, sesto comma);
- m) la retroattività o meno del *loyalty period* in caso di società quotanda (art. 127-*quinquies*, nono comma);
- n) la rilevanza o meno della maggiorazione del voto ai fini dei *quorum* deliberativi e costitutivi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale (art. 127-*quinquies*, decimo comma).

**3.4.** Alla luce di questa rapida elencazione, è evidente come lo spazio lasciato all'autonomia statutaria superi di gran lunga le disposizioni

inderogabili: si può senz'altro condividere l'osservazione di quella dottrina che ha sottolineato come l'autonomia privata sia il vero e proprio *leitmotiv* ispiratore della disciplina dettata in materia di maggiorazione del diritto di voto<sup>2</sup>.

3.5. Ora, in un quadro di massima flessibilità come quella appena delineato, non può non sottolinearsi come da nessuna parte, né nella legge, né nel Regolamento Consob, né nello Statuto, viene imposto un termine di decadenza entro il quale questo diritto, e quindi l'assegnazione del voto doppio sulla base (anche) del possesso anteriore alla quotazione, debba essere fatto valere. Certo, non vi è dubbio che gli statuti possano provvedere in tal senso. Ma quando non lo fanno, come è il caso di Alkemy, non è possibile, a mio giudizio, individuare alcuna ragione giuridica per consentire al Consiglio di Amministrazione una sorta di integrazione coattiva della disciplina di legge e statutaria volta ad imporre una decadenza che, di fatto, finirebbe con l'amputazione arbitraria del diritto soggettivo del socio a beneficiare del voto doppio.

3.6. Credo sia importante subito sgombrare il campo da un equivoco, segnalando come la questione, a mio giudizio, non è affatto una questione di *interpretazione* propriamente detta. Non si tratta qui di indagare sul significato giuridico di una parola, di una frase, di prescrizioni di legge o statutarie scritte più o meno bene. Qui non c'è proprio nulla di oscuro da rendere chiaro per il tramite del processo interpretativo: semplicemente, la legge e lo statuto assegnano a un certo socio un diritto soggettivo (ad avere il doppio voto), subordinando l'assegnazione a tutta una serie di condizioni. Tra di esse, *non c'è* l'esercizio del diritto entro un determinato termine. Imporlo dall'alto non vuole dire "interpretare" alcunché: vorrebbe piuttosto dire scrivere d'imperio nella legge o nello statuto qualcosa che

---

<sup>2</sup> Abriani, Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi, in Giust. civ., 2014, p. 17, E. Barcellona, Commento sub art. 127-quinquies TUF, in Le società per azioni, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, Milano, 2016, p. 3962;

nella legge (e nello statuto) *non c'è*. Ma questo, a mio giudizio, non è consentito da nessuna regola o da nessun principio dell'ordinamento.

3.7. L'opposta ricostruzione volta a scorgere, pur nell'assoluto silenzio della legge e dello statuto, un termine di decadenza entro il quale il diritto, e quindi l'assegnazione del voto doppio, debba essere fatto valere, è a mio giudizio non accettabile per ulteriori (sia pure connesse a quelle appena discusse) ragioni.

3.8. Anzitutto, l'idea di una autoestinzione del diritto acquisito implicherebbe il sacrificio tombale di qualsiasi principio di affidamento dei soci sulle prerogative loro riconosciute dalla legge e dallo statuto. I soci di una società per azioni – tanto più se quotata – devono fare e fanno affidamento sui documenti pubblici in cui i loro diritti vengono stabiliti. Questa d'altronde è la ragione per cui gli statuti sono pubblici. E questa è anche e soprattutto la ragione per la quale la giurisprudenza insegna ed impone (e non da oggi) di interpretare gli statuti secondo criteri oggettivi, senza che possa avere rilevanza (almeno nella generalità dei casi) l'analisi, ad esempio, delle originarie intenzioni dei redattori delle clausole statutarie<sup>3</sup>. A prescindere dal fatto che la vicenda qui discussa riguardi un socio piuttosto che un altro, non può ignorarsi che il socio (*qualsiasi* socio) di Alkemy doveva e deve poter fare affidamento su quanto oggettivamente emergeva ed emerge dalla disciplina statutaria, a sua volta peraltro allineata con quella legale. La "scoperta" di un termine di decadenza prima ignoto perché non previsto da nessuna parte causerebbe una frustrazione a mio parere del tutto ingiustificata del fondamentale principio dell'affidamento.

3.9. La tesi della (a mio avviso non consentita) etero-imposizione di un termine "implicito" di decadenza, dovrebbe poi farsi carico di chiarire

---

<sup>3</sup> Cass., 10 dicembre 1996, n. 10970, in *Foro it.*, 1998, I, 212 e ss. Più recentemente: Cass. civ., Sez. I, 3 giugno 2014, n. 12370, in *CED Cassazione*, 2014 ed in *Società*, 2015, 5, p. 543, con nota di S. Serafini.

secondo quali criteri tale termine dovrebbe essere definito. Nel caso di Alkemy, come noto, la maggiorazione è stata introdotta *“con decorrenza dalla data di inizio delle negoziazioni delle azioni ordinarie Alkemy S.p.A. sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.”*, circostanza poi verificatasi il 17 dicembre 2019. Secondo la prassi per operazioni di questo tipo, l'emittente ebbe a suo tempo ad emettere (i) un comunicato stampa in data 16 dicembre 2019 per comunicare *“che in data 13 dicembre 2019 Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”) ha disposto, con proprio avviso, l’inizio delle negoziazioni delle azioni ordinarie di Alkemy sul Segmento STAR del Mercato Telematico Azionario (“MTA”) organizzato e gestito da Borsa Italiana a partire dal 17 dicembre 2019”* e (ii) un comunicato stampa in data 18 dicembre 2019 (*“Inizio negoziazione delle azioni ordinarie di Alkemy S.p.A. su MTA – Segmento STAR”*) per comunicare che *“a 24 mesi dalla quotazione su AIM Italia di Borsa Italiana avvenuta il 5 dicembre 2017, e come da impegno preso in quella fase, le azioni di Alkemy S.p.A., società specializzata nell’evoluzione del modello di business di grandi e medie aziende, sono negoziate dal 17 dicembre 2019 sul Mercato Telematico Azionario (“MTA”), Segmento STAR di Borsa Italiana (ticker: ALK)”*.

**3.10.** Ora, la tesi qui non accolta della esistenza di un termine non detto sembra sostenere che la richiesta di maggiorazione avrebbe dovuto essere formulata al più tardi nello stesso giorno dell’inizio della negoziazione delle azioni. Questa idea pone evidentemente più di un problema pratico: ci si potrebbe chiedere, ad esempio, perché un ipotetico socio di minoranza che abbia maturato la dovuta fedeltà debba for forza rimanere aggiornato giorno per giorno sulla quotazione della società, e dover cogliere in uno specifico giorno l’attimo fuggente – poi destinato a sparire per sempre - del diritto alla maggiorazione. Ma anche a prescindere da considerazioni di natura pratica, a mio avviso non risulta facilmente comprensibile perché il termine che indebitamente si volesse scrivere nonostante il silenzio delle regole dovrebbe coincidere con il giorno preciso della quotazione, e non, ad esempio, con due giorni, o con un mese o con un anno dopo tale evento.

Da un lato, la maggiorazione del voto è ovviamente un diritto e un interesse disponibile da parte del socio (sul punto torneremo a breve), e quindi non si capisce perché egli nel silenzio delle regole dovrebbe essere obbligato ad esercitarlo il giorno preciso della quotazione. Dall'altro lato, nemmeno è chiaro perché si dovrebbe riconoscere un interesse "del sistema" ad imporre al socio una scelta secca il giorno di inizio della quotazione.

**3.11.** Credo che su quest'ultimo punto valga la pena soffermarsi ancora qualche istante. La tesi qui non condivisa sostanzialmente individua la finalità della disposizione che consente di tenere conto, per la maggiorazione, del possesso azionario pregresso nella volontà di ulteriormente *incentivare* la scelta di quotarsi, offrendo al socio cui è rimessa la scelta di quotarsi (e cioè tipicamente il socio di controllo) un particolare *beneficio*; che consiste, appunto, nel... "non farlo aspettare troppo", una volta iniziata la quotazione.

**3.12.** Ora, sulla portata e soprattutto sugli effetti di tale osservazione credo tuttavia che debbano essere svolte le considerazioni che seguono:

(i) sul piano generale, non vi è dubbio che le finalità delle regole contano ai fini della loro interpretazione (art. 12 delle preleggi). Ma come già si diceva, qui ci si colloca in un territorio che va aldilà della attività ermeneutica propriamente intesa. Qui il dubbio è se sopprimere o meno un diritto soggettivo in forza del reperimento di un termine di decadenza non scritto nella legge e non voluto dalle parti (statuto). E, come si è già osservato, a me non pare che, specie nel diritto societario, in nome di una "interpretazione" orientata alla finalità della norma si possano aggiungere norme, clausole, termini, decadenze di diritti ove non siano scritte da alcuno;

(ii) vi è per vero un qualche indirizzo giurisprudenziale, criticatissimo dalla pressoché unanime dottrina, che in alcuni specifici casi ha messo in dubbio la possibilità per un soggetto di esercitare un diritto discrezionale attribuitogli contrattualmente. Però: (a) si tratta comunque di vicende

contrattuali, e non societarie, in cui come si è detto vige un principio di affidamento oggettivo, (b) si tratta di contratti in cui quella giurisprudenza ha scorso una ipotesi di significativo squilibrio di forza tra le due controparti, (c) si tratta comunque di ipotesi in cui al più si discutono profili di natura risarcitoria;

**(iii)** in termini di processo decisionale e regime di responsabilità, pare poi davvero arduo pretendere che il compito di integrare (a mio avviso arbitrariamente) il dettato di legge e di statuto sulla base della sua finalità sia attribuito ad un organo – il Consiglio di Amministrazione – che riveste una posizione fiduciaria nei confronti di tutti i soci; se scorgesse un termine di decadenza non scritto da nessuna parte, un organo terzo (il Consiglio) estinguerebbe d’imperio, per presunta sua decadenza, un diritto soggettivo spettante ad un soggetto (un socio) suo fiduciante. Il che aprirebbe a mio giudizio profili di rischio non secondari;

**(iv)** ma anche volendo parlare della finalità della norma, occorre ricordare che la possibilità di godere del possesso anteriore alla quotazione non è riservata solo al socio di controllo, ma a qualunque socio, quale che sia la partecipazione posseduta. Il diritto, pertanto, spetta anche a chi non ha nessun potere determinante nella scelta di quotare la società partecipata: nei suoi confronti, conseguentemente, non opera alcun incentivo alla quotazione;

**(v)** e poi, a mio giudizio non è chiaro perché la finalità della norma dovrebbe per forza essere quella di attribuire il voto maggiorato *immediatamente* (cioè il giorno della quotazione). La buona riuscita dell’effetto incentivante alla quotazione non dipende dal fatto che essa venga accordata necessariamente al momento dell’avvio della quotazione medesima. E comunque, l’obiettivo – specie per i soci di minoranza che non siano determinanti nella scelta di quotarsi - è in definitiva quella di premiare, in vista della quotazione, la fedeltà anche pregressa dei soci. Ma così come il diritto societario non obbliga nessun socio, tanto meno di

minoranza, a presentarsi in assemblea *post* quotazione ed esercitare il diritto di voto; così come il diritto societario non obbliga nessun socio nemmeno a “portare in assemblea” tutte le azioni possedute (a prescindere dalla maggiorazione); allo stesso modo, non è chiaro perché il diritto societario – che sul punto nulla prescrive – debba leggersi come comprensivo di obbligo di beneficiare del voto doppio immediatamente dopo l’avvenuta quotazione.

**3.13.** Ancora qualche considerazione connessa al rilievo da ultimo formulato. Si diceva che il diritto alla maggiorazione è un diritto disponibile. Ciò è confermato anche dalla disciplina di legge (si veda l’attuale articolo 127-*quinquies*, comma 3, TUF), che prevede espressamente la possibilità che gli statuti consentano al socio di rinunciare al voto maggiorato. Tale possibilità è esercitata dallo Statuto di Alkemy all’art. 14.12, che riconosce al socio che sia già titolare del voto doppio il diritto di rinunciare ad esso, restando ferma la facoltà di iniziare nuovamente il periodo possesso continuato per eventualmente riacquisire dopo due anni la maggiorazione.

**3.14.** Ma allora, se il socio può decidere di rinunciare al voto doppio che sia già stato acquisito in forza dell’iscrizione nell’Elenco, e se dopo aver rinunciato rimane libero di iniziare un nuovo possesso, se al socio viene riconosciuta questa libertà e se questo testimonia – come indubbiamente testimonia – la disponibilità del diritto alla maggiorazione, allora non si vede per quale motivo, nel caso di diritto acquisito per il possesso anteriore, non debba essergli riconosciuta la facoltà di attendere un certo periodo di tempo per chiedere ed ottenere l’attribuzione del voto maggiorato.

**3.15.** E come pure si è poc’anzi osservato, la disponibilità del diritto è confermata anche dalla (ovvia) constatazione per cui il socio che pure sia titolare della maggiorazione non è affatto obbligato poi ad esercitarlo. Ma se il socio titolare del voto doppio può benissimo volta a volta partecipare all’assemblea portando solo la metà delle azioni possedute, egli potrà anche

attendere, nei limiti delle decadenze *di legge*, per “targare” le proprie azioni con la maggiorazione.

#### **4. ADDUCERE INCONVENTIES: I RISCHI DI INCERTEZZA DEL MERCATO ANCHE ALLA LUCE DELLA COMUNICAZIONE CONSOB N. 0214548 DEL 18-4-2019**

4.1 In tema di decorrenza degli effetti della maggiorazione del voto, esiste peraltro posizione assunta da Consob nella Comunicazione n. 0214548 del 18-4-2019. In tale comunicazione, l’Autorità di Vigilanza, a fronte del quesito *“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”*, fornisce risposta negativa, con le seguenti motivazioni: *“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)”.*

**4.2.** Ora, le considerazioni espresse da Consob nella Comunicazione a mio giudizio non possono giustificare un approdo alla questione qui in esame diverso da quello che sto sostenendo.

**4.3.** La Comunicazione, anzitutto, è volta ad esprimere un parere sulla legittimità di una ipotizzata clausola statutaria. Senonché, come ripetutamente osservato, qui una clausola statutaria esiste, e non prevede alcun termine, al pari di quanto accade nella disciplina primaria e

secondaria. Ed allora, *un conto* è esprimere una valutazione su di una ipotetica clausola statutaria *non approvata*, *un altro conto* è autorizzare un organo fiduciario come il Consiglio a cancellare un diritto soggettivo di un socio previsto, *senza termini di decadenza*, dalla legge e dallo statuto. Pertanto, a mio avviso le considerazioni della Autorità di Vigilanza non possono autorizzare il Consiglio di Amministrazione ad etero-integrare la disciplina di legge e statutaria vigente. Sotto il profilo tecnico societario, questa, lo ripeto ancora una volta, è una considerazione che io ritengo determinante.

4.4. Ma in ogni caso, vi è da dire che la Comunicazione Consob si riferisce al caso ordinario di maggiorazione, e segnala i rischi connessi al fatto che un socio di una società quotata faccia partire (pubblicamente) il processo chiedendo l'iscrizione nell'Elenco, e poi, pur a processo concluso, decida di procrastinare l'acquisizione del voto. Il caso del possesso anteriore, però, è un caso diverso e speciale rispetto a quello ordinaria, con logica diversa. La quotazione *già nasce* con un soggetto *titolare del diritto alla maggiorazione*, e la legge non richiede l'avvio di alcun processo: chi ne ha diritto, può chiedere e ottenere *immediatamente* il voto doppio. Nessuna norma richiede un "preavviso", nessuna norma impone un termine inferiore alla decadenza prevista per legge.

4.5. E d'altra parte, di tutto ciò il mercato era comunque già informato al momento della quotazione, perché nel prospetto di quotazione il possesso azionario del socio StarTip era chiaramente indicato, così come era indicato il potenziale effetto diluitivo che si sarebbe prodotto se i soci titolari di partecipazioni rilevanti – StarTip incluso – avessero esercitato – nel rispetto di quelle norme statutarie che per il possesso anteriore *non* prescrivono un termine di decadenza. E dal giorno della quotazione, nessuna comunicazione concernente l'uscita dalla compagine del socio StarTip è avvenuta. Ciò che si vuole dire è dunque che, anche mettendosi nell'ottica sostanzialistica dell'affidamento sugli assetti sociali, il mercato era

informato della circostanza che un socio aveva maturato, in forza del possesso anteriore alla quotazione, il diritto alla maggiorazione.

## 5. CONCLUSIONI

Tutto quanto sopra considerato, confermo la conclusione anticipata, e dunque l'opinione per cui né lo statuto né la ulteriore disciplina applicabile avrebbe consentito e consentono al Consiglio di Alkemy di imporre un termine di decadenza per la richiesta di assegnazione della maggiorazione formulata dal socio StarTip.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Carlo Marchetti".

*Carlo Marchetti*