

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.

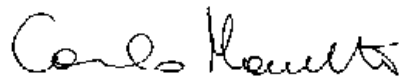
4.4. Ma in ogni caso, vi è da dire che la Comunicazione Consob si riferisce al caso ordinario di maggiorazione, e segnala i rischi connessi al fatto che un socio di una società quotata faccia partire (pubblicamente) il processo chiedendo l'iscrizione nell'Elenco, e poi, pur a processo concluso, decida 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.



*Carlo Marchetti*