

Spett.le CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
via G. B. Martini, 3  
00198 ROMA

**Oggetto: Documento di consultazione Consob su "proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo" del 5 novembre 2014**

---

L'introduzione nell'ordinamento italiano del principio del voto maggiorato, come opzione e alternativa alla canonica regola "*one share- one vote*", esprime e valorizza il principio di libertà di organizzazione dell'impresa e di investimento offrendo agli azionisti la possibilità di adattare al meglio la veste e le caratteristiche della propria società, in relazione agli obiettivi sul mercato e alla natura della società medesima.

Il voto maggiorato, così come previsto dal legislatore (per le società per azioni quotate fino a un massimo di due voti per azione e subordinato al possesso dell'azione da parte di uno stesso soggetto per un periodo non inferiore a 24 mesi) da un lato incentiva l'investimento a lungo termine, dall'altro garantisce una maggiore partecipazione alla *governance* societaria ai soggetti più fedeli al progetto e interessati ai profitti a lungo termine. Con il superamento del principio di proporzionalità e l'introduzione delle *loyalty shares* il baricentro degli equilibri societari si sposta in una nuova, più moderna prospettiva dei rapporti societari stessi, dove la tradizionale contrapposizione tra "azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza" viene meno lasciando spazio al dualismo tra "azionisti di lungo periodo e azionisti di breve periodo"; in quest'ottica il soggetto che crede nel progetto con continuità temporale e partecipa attivamente alla vita societaria sarà premiato con maggiori diritti di voto, al fine di responsabilizzare gli azionisti e pervenire ad una significativa diminuzione della volatilità dei mercati.

Compito degli organismi di vigilanza sarà quello di garantire la necessaria tutela dell'azionariato a fronte di possibili usi distorti dello strumento, cercando di definire le linee-guida di regolamentazione e di prefigurarsi tutti i possibili scenari, in un'ottica di armonizzazione e trasparenza. A questo proposito il documento di consultazione in oggetto proposto dalla Consob delinea le principali modalità di regolamentazione che si intende promuovere, modalità che passeremo brevemente in rassegna e inseriremo all'interno di osservazioni di carattere più generale.

Nel disciplinare la materia, appare chiaro l'intento della Consob di definire in maniera puntuale la struttura generale di questi nuovi strumenti e allo stesso tempo di lasciare "ampi margini di manovra" alle singole società, tramite lo strumento statutario. Il possesso continuativo delle azioni a cui si intende conferire valore di "voto maggiorato" viene conteggiato a decorrere dalla data di iscrizione in un apposito elenco tenuto dalle società. Un tema di grande interesse si è dimostrato proprio quello legato alla natura giuridica di tale elenco. E' condivisibile la proposta della Consob che l'apposito elenco su cui debbano iscriversi i soci che intendano beneficiare del voto maggiorato possa essere considerato "documentazione complementare al libro dei soci", in cui verranno indicati: i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione, le relative partecipazioni e la data di iscrizione. Per assicurare il principio di trasparenza è prevista anche la

pubblicazione nel sito internet della società emittente delle suddette informazioni, sempre ove superino le soglie rilevanti (nuovo art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti)

**Al riguardo si osserva che sarebbe opportuno prevedere la possibilità, in capo a soggetti terzi o ad organismi di vigilanza, di richiedere una sorta di attestazione della situazione relativa alla distribuzione totale delle azioni ad una certa data (in termini di numero di partecipazioni con e senza diritti di voto, numero totale di partecipazioni detenute in capo al singolo azionista e peso in assemblea).**

In forza al regime di dematerializzazione dei titoli azionari, il documento di consultazione in oggetto prevede inoltre che, una volta ottenuto il diritto all'iscrizione nell'elenco e a registrazione avvenuta, venga esibita alla società un'apposita certificazione, conforme alle scritture contabili, rilasciata dall'intermediario e accompagnata da una certificazione al termine del periodo di possesso continuato di 24 mesi. Si ritiene che il coordinamento con gli intermediari presso i quali saranno depositate le azioni sia un momento fondamentale per accertare l'esatto espletamento dei requisiti fissati *ex lege* e in particolare per verificare che il possesso dei titoli azionari sia stato effettivamente continuativo per il periodo indicato dallo Statuto; **è pertanto auspicabile il ricorso ad una comunicazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente (come previsto dall'art. 23 Regolamento sulla gestione accentrata) che avvalori e legittimi l'esercizio del diritto di voto maggiorato.**

Come anticipato, nell'attuazione di queste proposte viene garantita speciale rilevanza all'autonomia statutaria: le società potranno disciplinare all'interno del loro statuto e in maniera dettagliata le regole relative ad una serie di aspetti fondamentali (quali l'iscrizione nell'elenco, le eventuali finestre temporali per la maggiorazione del diritto di voto, il termine entro il quale la richiesta può essere avanzata, la decorrenza degli effetti, il contenuto del diritto e la possibilità di rinuncia, l'eventuale previsione di un intermediario presso cui depositare le azioni), fermo restando che la stessa facoltà di emettere azioni a voto plurimo è demandata ad una decisione statutaria. Il ruolo riconosciuto allo strumento dello statuto societario, nei limiti delle imposizioni di legge, garantisce così la massima flessibilità nella strutturazione del proprio assetto societario, sia in termini di strutturazione del capitale, sia in quelli di delimitazione degli obiettivi a lungo termine nel mercato.

Per quanto concerne l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero di voti esistenti, per le società i cui statuti prevedano la maggiorazione del diritto di voto, il documento di consultazione Consob propone di introdurre l'obbligo in capo all'emittente di comunicare al pubblico l'ammontare complessivo dei diritti di voto e del capitale entro cinque giorni dalla fine di ciascun mese durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci (inoltre, secondo l'art. 125<sup>quater</sup> TUF, le informazioni sul numero e le categorie di azioni sono messe a disposizione sul sito internet della società entro il limite di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea). La soluzione proposta dalla Consob si pone in linea con le normative europee, con l'obbligo di trasparenza anche a fronte di cambiamenti quantitativamente marginali e con l'obbligo di monitoraggio e aggiornamento.

Per quanto riguarda, infine, le disposizioni legislative che introducono le *loyalty shares* appare apprezzabile l'intervento volto ad incentivare la presenza di *long-term shareholders* nell'assetto proprietario degli emittenti quotati, anche al fine di contrastare la patologia dei mercati finanziari consistente nello *short-termism*. Sarebbe tuttavia auspicabile un intervento, naturalmente di natura legislativa, che incentivi una presenza di lungo periodo nell'azionariato delle società quotate anche da parte dei piccoli azionisti. La previsione delle *loyalty shares*, infatti, impattando sul mero piano dei diritti amministrativi rappresenta un incentivo alla detenzione delle azioni per i soli azionisti interessati all'esercizio di tali diritti, e questi generalmente non coincidono con gli investitori *retail* ma con gli investitori qualificati. Per incentivare anche la partecipazione di lungo periodo nell'azionariato delle società quotate anche da parte dei piccoli azionisti

sarebbe proficuo prevedere un incentivo di carattere patrimoniale, oltre che amministrativo. Questa scelta è già attualmente possibile a livello statutario, ma sarebbe innovativo e, in un certo senso, promozionale un esplicito intervento legislativo di natura performativa che valorizzi il ruolo di strategia regolamentare della Consob che quest'ultima potrà realizzare eventualmente anche facendosi portatore presso gli organi legislativi competenti affinché vengano assunte specifiche iniziative regolatorie volte a stimolare incentivi di natura patrimoniale in favore dei piccoli azionisti al fine di garantire condizioni di minore volatilità dei prezzi degli strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati e quindi maggiore stabilità ed efficienza del mercato dei capitali.

Dott.ssa Giorgia Piotto