

Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo: un primo bilancio

Febbraio 2016

La maggiorazione del diritto di voto e le azioni a voto plurimo sono state introdotte nel 2014 dal *Decreto Competitività*. La normativa ha superato il principio *one share-one vote* e reso possibili strumenti flessibili che consentono agli azionisti di maggioranza di collocare sul mercato un maggior numero di azioni, incrementando in tal modo la liquidità del titolo, pur mantenendo il controllo dell'emittente

Maggiorazione del diritto di voto

Le caratteristiche principali

La maggiorazione del diritto di voto:

- può essere introdotta da società quotate o in fase di quotazione;
- attribuisce fino a 2 voti per azione;
- attribuisce il diritto di voto maggiorato decorso un periodo di 24 mesi di detenzione minima continuativa (attestata mediante iscrizione in un apposito registro istituito dalla società);
- non comporta la creazione di una categoria speciale di azioni a voto maggiorato diverse dalle azioni ordinarie (la maggiorazione spetta a ciascun azionista che rispetti i requisiti di detenzione minima continuativa);
- decade se le azioni sono cedute o se cambia il controllo dell'azionista a cui spetta la maggiorazione.

Paul Alexander

Local Partner, Milan

T +39 02 00688 334

paul.alexander@whitecase.com

Iacopo Canino

Partner, Milan

T +39 02 00688 340

iacopo.canino@whitecase.com

Ferigo Foscari

Partner, Milan

T +39 02 00688 320

ferigo.foscari@whitecase.com

Leonardo Graffi

Local Partner

T +39 02 00688 370

leonardo.graffi@whitecase.com

Michael Immordino

Partner, London, Milan

T +44 20 7532 1399

+39 020 068 8310

michael.immordino@whitecase.com

Nicholas Lasagna

Local Partner

T +39 02 00688 330

nicholas.lasagna@whitecase.com

Paola Leocani

Partner

T +39 02 00688 350

paola.leocani@whitecase.com

Quali società possono utilizzare la maggioranza del diritto di voto

La maggioranza del diritto di voto è rilevante al fine del calcolo delle soglie di partecipazione che determinano il sorgere dell'obbligo di *disclosure* e, soprattutto, dell'obbligo di promuovere l'OPA (inclusa la c.d. OPA da consolidamento).¹

Conseguentemente, le potenzialità della maggioranza possono essere sfruttate al meglio:

- dalle società già quotate, nei casi in cui sia presente un azionista di riferimento che già detenga il 50% + 1 dei diritti di voto² e sia interessato a cedere parte delle proprie azioni a terzi, anche tramite collocamento sul mercato;
- dalle società che intendono quotarsi³, nei casi in cui l'azionista di riferimento intenda mantenere più del 50% dei diritti di voto e allo stesso tempo collocare sul mercato contestualmente alla quotazione un maggior numero di azioni. In tal caso, infatti, al fine del possesso continuativo minimo di 24 mesi potrà essere considerato anche il periodo di possesso anteriore all'iscrizione nell'apposito elenco.

In entrambi i casi, l'azionista di riferimento potrà contemporaneamente (i) mantenere il controllo dell'emittente o comunque continuare ad esprimere il medesimo numero di voti, (ii) ridurre la propria partecipazione attraverso il disinvestimento e (iii) aumentare la liquidità delle azioni.

Come personalizzare la maggioranza del diritto di voto

La normativa delega all'autonomia statutaria la definizione concreta del funzionamento del diritto di voto maggiorato, consentendo agli emittenti di personalizzare la propria *governance*.

È possibile, infatti:

- definire il perimetro di operatività della maggioranza, limitandola a specifiche categorie di decisioni (es. nomina amministratori, operazioni straordinarie, etc.);
- definire l'entità della maggioranza, entro il limite massimo di 2 voti per azione (es. 1,5);
- prevedere una durata continuativa del possesso eccedente il minimo di 24 mesi;
- introdurre la possibilità di rinunciare irrevocabilmente, in tutto o in parte, alla maggioranza al verificarsi di specifici eventi;
- prevedere che la maggioranza del voto decada in caso di successione per causa di morte, fusione, scissione del titolare delle azioni;
- estendere la maggioranza in caso di fusione o scissione alle azioni spettanti in cambio di quelle che a cui è attribuito il voto maggiorato;
- estendere la maggioranza del voto alle azioni emesse in caso di aumenti di capitale eseguiti mediante nuovi conferimenti e in caso di aumenti di capitale gratuiti;
- disciplinare la sorte della maggioranza in caso di pegno, usufrutto e sequestro;
- definire la periodicità con la quale gli azionisti possono chiedere alla società l'iscrizione nell'elenco da questa istituito e, nel caso in cui la società non sia ancora quotata, computare ai fini del calcolo della durata continuativa del possesso anche il periodo pregresso.

¹ Sono previste esenzioni in caso di superamenti temporanei per l'azionista che "si impegna a cedere a parti non correlate i titoli, ovvero a ridurre i diritti di voto, in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i medesimi diritti", nonché per i cosiddetti superamenti passivi (caso in cui un azionista si trovi a detenere una quota percentuale di diritti di voto superiore alla soglia OPA per effetto della riduzione del numero complessivo dei diritti di voto conseguente alla perdita o rinuncia dei diritti di voto spettanti agli altri azionisti).

² Oppure il 45% + 1 dei diritti di voto, in considerazione delle Comunicazioni di Consob in tema di OPA da consolidamento.

³ Nello statuto che è previsto entri in vigore alla data di avvio delle negoziazioni potranno essere inserite le modifiche concernenti la maggioranza del voto.

La maggiorazione del diritto di voto nel mercato italiano

La maggior parte degli emittenti che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto⁴ operano in settori industriali e vedono, generalmente, la presenza di un socio di riferimento che già deteneva il controllo di diritto prima della maggiorazione⁵.

La prassi applicativa seguita dal mercato è sostanzialmente univoca e prevede:

- l'assegnazione di 2 voti per azione;
- una durata del possesso continuativo di 24 mesi;
- la conservazione della maggiorazione in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni⁶;
- l'estensione della maggiorazione del voto alle azioni di nuova emissione assegnate in caso di aumento di capitale gratuito; e
- la possibilità di rinuncia (in assenza, i soci rischierebbero conseguenze onerose in caso di superamento delle soglie OPA).

Il mercato, invece, non è uniforme nel prevedere la periodicità per l'iscrizione all'elenco speciale da parte degli azionisti che ne facciano richiesta. Le soluzioni accolte prevedono una periodicità mensile, trimestrale ovvero semestrale.

Infine, non tutti gli statuti prevedono la sorte della maggiorazione in caso di pegno, usufrutto o sequestro⁷. Laddove ciò è specificato, si prevede la conservazione del beneficio del voto maggiorato, qualora il diritto di voto rimanga in capo all'azionista.⁸

Azioni a voto plurimo

Le caratteristiche principali

Le azioni a voto plurimo:

- possono essere introdotte solo da società non quotate e mantengono le proprie caratteristiche successivamente alla quotazione;
- attribuiscono fino a 3 voti per azione;
- sono una categoria speciale di azioni non fungibili con le azioni ordinarie (il voto plurimo spetta solo agli azionisti che detengono azioni della categoria speciale) e per tale ragione generalmente non sono quotate, salva la possibilità di convertirle in azioni ordinarie quotate;
- attribuiscono il diritto di voto plurimo immediatamente a seguito della loro previsione in statuto, senza necessità del decorso di un periodo di tempo minimo;

⁴ Astaldi S.p.A., Hera S.p.A., Amplifon S.p.A., Davide Campari – Milano S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Dea Capital S.p.A., Exprivia S.p.A., Intek Group S.p.A., Gruppo Waste Italia S.p.A., Zignago Vetro S.p.A., Nice S.p.A., Saes Getters S.p.A., Openjobmetis S.p.A., Poligrafica S. Faustino S.p.A., Cofide – Gruppo De Benedetti S.p.A., Centrale del Latte d'Italia S.p.A., TerniEnergia S.p.A., Class Editori S.p.A., Landi Renzo S.p.A.

⁵ Astaldi S.p.A., Amplifon S.p.A., Davide Campari – Milano S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Dea Capital S.p.A., Exprivia S.p.A., Intek Group S.p.A., Zignago Vetro S.p.A., Nice S.p.A., Saes Getters S.p.A., Cofide – Gruppo De Benedetti S.p.A., Centrale del Latte d'Italia S.p.A., TerniEnergia S.p.A., Class Editori S.p.A., Landi Renzo S.p.A.

⁶ Contrariamente, Poligrafica S. Faustino S.p.A. prevede che "nel caso in cui la proprietà sia trasferita per effetto di fusione o scissione di un ente che sia iscritto nell'Elenco Speciale, l'ente avente causa perde il diritto al voto doppio".

⁷ Gli interlocutori della Consob, i cui pareri sono raccolti nel documento sugli esiti della consultazione avviata sul mercato al fine dell'approvazione del regolamento, ritengono che il sequestro non possa ritenersi per sé solo un provvedimento idoneo ad interrompere il termine biennale imposto ai fini della maggiorazione del diritto di voto.

⁸ D'altronde ciò sembra essere in linea con la *ratio* del voto maggiorato, quale privilegio attribuito all'azionista di lungo periodo, piuttosto che caratteristica intrinseca e genetica del titolo.

-
- non perdono il voto plurimo se sono cedute o se cambia il controllo della società che le detiene (salvo ove diversamente previsto) né se le azioni ordinarie diventano quotate.

Quali società possono utilizzare le azioni a voto plurimo

Le azioni a voto plurimo sono state previste principalmente per un utilizzo da parte di società non quotate. Tuttavia, poiché tali azioni mantengono le proprie caratteristiche anche successivamente alla quotazione, esse possono essere utilizzate dalle società che intendono quotarsi per creare una struttura del capitale paragonabile a quella *dual class* del sistema statunitense. Alcune società americane (Google, LinkedIn, News Corporation, Hyatt, Facebook) hanno adottato infatti tale struttura al fine di valorizzare la presenza nel proprio capitale del socio fondatore o della famiglia di riferimento.

La struttura di capitale *dual class* consente infatti ai fondatori e agli azionisti di riferimento di mantenere il controllo della società tramite la categoria di azioni a voto plurimo e allo stesso tempo di collocare sul mercato un numero di azioni ordinarie maggiore rispetto a quello che sarebbe possibile sia rispetto ad una struttura *one-vote one-share* sia rispetto a una struttura con maggioranza del diritto di voto.

In Italia, una simile struttura di capitale è stata adottata da Fila S.p.A.

Come personalizzare le azioni a voto plurimo

Anche nel caso delle azioni a voto plurimo, la normativa consente ampi margini di manovra per personalizzare la propria *governance*.

In particolare, il diritto di voto plurimo può essere limitato a specifiche categorie di decisioni (es. nomina amministratori, operazioni straordinarie, etc.) o essere subordinato al verificarsi di particolari condizioni, purché non meramente potestative.

Può inoltre essere prevista una specifica clausola statutaria che preveda la conversione automatica delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie in caso di trasferimenti di azioni che comportino il cambio di controllo sulla società. Tale clausola (c.d. clausola di *sunset*) sembra particolarmente richiesta dal mercato per evitare che azionisti di minoranza e investitori istituzionali siano penalizzati dalla struttura *dual class* in caso di trasferimento del pacchetto di maggioranza.

Conclusioni

Sia la maggioranza del diritto voto che le azioni a voto plurimo consentono all'azionista di riferimento di collocare sul mercato un maggior numero di azioni, mantenendo il controllo dell'emittente. A fronte della non contendibilità del controllo, aumenta la liquidità del titolo (a beneficio degli azionisti di minoranza e investitori istituzionali).

White & Case LLP
Piazza Diaz 2
20123 Milan
Italy

T +39 02 00688 300

In this publication, White & Case means the international legal practice comprising White & Case LLP, a New York State registered limited liability partnership, White & Case LLP, a limited liability partnership incorporated under English law and all other affiliated partnerships, companies and entities.

This publication is prepared for the general information of our clients and other interested persons. It is not, and does not attempt to be, comprehensive in nature. Due to the general nature of its content, it should not be regarded as legal advice.