

Crisi delle Ipo e fuga dalla quotazione: il caso Italia

Prof. Gian Domenico Mosco

RELATORE

Prof. Giorgio Meo

CORRELATORE

Giulia Caponnetto Matr.172743

CANDIDATO

CRISI DELLE IPO E FUGA DALLA QUOTAZIONE: IL CASO ITALIA

INTRODUZIONE: RAGIONI E OBIETTIVI DELLA RICERCA

CAPITOLO I

LA CRISI DELLA QUOTAZIONE IN ITALIA

1. I modelli di mercato di Borsa Italiana S.p.A.

- 1.1. I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione
- 1.2. Il modello Euronext Milan e il segmento Star
- 1.3. Il modello Euronext Growth Milan

2. L'andamento e le dinamiche della quotazione delle società

- 2.1. L'evoluzione delle società quotate: dalla modernizzazione alla contrazione
- 2.2. L'andamento delle IPO e i *delisting* delle società quotate

3. Le cause della crisi della quotazione

- 3.1. Le cause interne: la struttura del capitalismo italiano
 - 3.1.1. Il modello di capitalismo familiare e gli assetti proprietari concentrati
 - 3.1.2. La sfiducia verso il mercato e la preferenza per l'autofinanziamento e per il finanziamento bancario
 - 3.1.3. L'iper-regolamentazione del mercato e i costi di compliance
- 3.2. Le cause esterne: la debolezza strutturale del mercato mobiliare italiano nel contesto europeo e globale
 - 3.2.1. La ridotta capitalizzazione della Borsa Italiana e la scarsa liquidità
 - 3.2.2. Il divario rispetto ai mercati extraeuropei e la centralità di Wall Street
 - 3.2.3. Le cause esogene della crisi della quotazione.

4. Il Quadro normativo e le politiche di riforma

- 4.1. Il Decreto legislativo n.58 del 1998 (TUF)
- 4.2. La riforma del 2003
- 4.3. Il ruolo di ESMA e delle normative europee
- 4.4. Il "Libro Verde" sulla competitività dei mercati finanziari
- 4.5. La legge Capitali del 5 marzo 2024, n.21
- 4.6. La delega per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e il processo di riforma in corso

CAPITOLO II

IL FENOMENO DEL DELISTING

1. Il fenomeno del delisting

- 1.1. La rilevanza del delisting nel contesto finanziario contemporaneo
- 1.2. Le ragioni alla base del delisting
- 1.3. Le forme di delisting
 - 1.3.1. Il delisting involontario o imposto
 - 1.3.2. Il delisting volontario indiretto

2. L'OPA finalizzata al delisting

- 2.1. L'obbligo e il diritto di acquisto
- 2.2. La tutela dei soci di minoranza

3. Il fenomeno del delisting *puro*

- 3.1. La natura giuridica del delisting *puro*
- 3.2. Il delisting e la tutela delle minoranze: il diritto di recesso ex art.2437 *quinquies* c.c.
 - 3.2.1. La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso
 - 3.2.2. Il termine per l'esercizio del diritto di recesso
 - 3.2.3. Il procedimento per l'esercizio del diritto di recesso

4. Il delisting nei sistemi giuridici esteri

- 4.1. Il delisting nel sistema britannico
- 4.2. Il delisting nel sistema francese
 - 4.2.1. Il modello italiano a confronto con quello francese e inglese

5. Un altro delisting annunciato: il caso Mediobanca

CAPITOLO III

IL TRASFERIMENTO DELLA SEDE LEGALE ALL'ESTERO: DALLA RIDUZIONE DELLE SOCIETA' QUOTATE ITALIANE AL RISCHIO DI ABBANDONO DEL LISTINO

1. Il fenomeno: i dati, le ragioni e l'evoluzione

2. La libertà di stabilimento e mobilità societaria in Europa

- 2.1.** Gli Articoli 49 e 54 TFUE
- 2.2.** La giurisprudenza della Corte di Giustizia
- 2.3.** L'evoluzione normativa europea: dalla Direttiva (UE) 2017/1132 alla Direttiva (UE) 2019/2121

3. I vantaggi fiscali e regolatori

- 3.1.** Analisi dei principali ordinamenti di destinazione: il mercato olandese
- 3.2.** Le implicazioni sulla governance e sulla tutela degli azionisti
- 3.3.** Il trasferimento della sede come scelta strategica di pianificazione societaria

4. Il quadro italiano: i limiti e le prospettive di riforma

- 4.1.** Le difficoltà del sistema normativo nazionale
- 4.2.** Le proposte di armonizzazione europea e il futuro della mobilità societaria

5. I Profili giuridici e pratici del trasferimento della sede legale

- 5.1.** La continuità della personalità giuridica e la disciplina applicabile
- 5.2.** Gli effetti sullo statuto, sulla governance e sui rapporti contrattuali
- 5.3.** La tutela delle minoranze
- 5.4.** Il ruolo degli organi sociali nel processo di trasferimento

CONCLUSIONI

INTRODUZIONE: RAGIONI E OBIETTIVI DELLA RICERCA

La progressiva riduzione del numero delle società quotate nel mercato dei capitali italiano impone una riflessione che travalica le singole operazioni di uscita e investe il ruolo stesso della quotazione nel modello di sviluppo dell'impresa.

Se, infatti, l'accesso al mercato regolamentato è stato tradizionalmente interpretato come una fase fisiologica e tendenzialmente irreversibile del ciclo di crescita societaria, le dinamiche più recenti ne mettono in discussione la funzione, evidenziandone il carattere sempre più reversibile.

Per comprendere le ragioni di tale mutamento, l'analisi prende le mosse dall'osservazione del mercato dei capitali nella sua configurazione concreta. In tale prospettiva assume rilievo la distinzione tra i suoi diversi segmenti, le cui divergenze evolutive riflettono una differente capacità di attrazione nei confronti delle imprese.

In questo contesto, i dati relativi alle società quotate nel periodo più recente evidenziano una riduzione del numero complessivo delle imprese presenti sul mercato regolamentato, accompagnata da un rallentamento delle nuove ammissioni e da un incremento delle operazioni di revoca dalla quotazione.

Infatti, il saldo tra IPO e delisting è risultato negativo a partire dal 2024, confermando una dinamica che non può essere attribuita a fattori contingenti, ma riflette trasformazioni strutturali del rapporto tra impresa, mercato e sistema normativo di riferimento.

La ricorrenza di queste operazioni pone un problema che precede le singole vicende societarie e investe il ruolo stesso della quotazione nel modello di sviluppo dell'impresa. Se l'accesso al mercato regolamentato non rappresenta più un passaggio stabile e tendenzialmente irreversibile nella vita delle imprese, ma una fase reversibile e talvolta transitoria, occorre interrogarsi sulle funzioni che la quotazione è ancora in grado di svolgere nel contesto attuale e, soprattutto, sulle ragioni che spingono le imprese ad abbandonarla.

Le cause di questa crisi si articolano su due piani distinti ma convergenti. Sul piano interno, esse affondano le radici nel modello di capitalismo familiare che caratterizza il tessuto imprenditoriale italiano: assetti proprietari concentrati, diffidenza verso l'apertura del capitale, preferenza storica per il finanziamento bancario rispetto al ricorso al mercato azionario. Sul piano esterno, emergono le debolezze strutturali del sistema: la ridotta capitalizzazione della Borsa italiana rispetto al prodotto interno lordo, la scarsa liquidità del listino principale, il divario rispetto ai mercati anglosassoni e la crescente centralità di Wall Street come riferimento per gli investitori istituzionali internazionali.

A questi elementi si aggiunge il peso di una regolamentazione percepita come eccessivamente onerosa, che nel tempo ha ampliato il costo della permanenza sul mercato senza un corrispondente aumento dei benefici per le imprese di medie dimensioni.

All'interno di questo quadro, il delisting assume un significato che va oltre la singola operazione societaria. Quando la quotazione perde progressivamente la propria funzione naturale di canale privilegiato per la raccolta di capitale di rischio e di strumento di disciplina della gestione, l'uscita dal mercato non è più un evento eccezionale o patologico: diventa una scelta razionale, strutturalmente prevista e giuridicamente disciplinata dall'ordinamento stesso.

Il diritto dei mercati finanziari non tenta di impedire il delisting; ne regola le modalità, costruendo un insieme di strumenti - offerte pubbliche di acquisto e riconoscimento del diritto di recesso - volti a rendere l'uscita giuridicamente possibile e ordinata, garantendo al contempo forme di tutela agli azionisti di minoranza che si trovano a subire la perdita della liquidità del proprio investimento.

L'esame di questi strumenti consente di valutare in che misura la protezione offerta dall'ordinamento sia effettivamente idonea a compensare gli effetti dell'uscita dalla quotazione e se il sistema di tutele predisposto risponda a una logica conservativa, cioè orientata a preservare la permanenza sul mercato, oppure meramente compensativa, cioè limitata a regolare le condizioni dell'uscita accettandone l'inevitabilità.

Il delisting segna l'uscita della società dal mercato regolamentato nazionale, determinando un mutamento del regime normativo applicabile; un mutamento che – seppur differente e parziale – viene determinato anche nel caso del trasferimento all'estero della sede con permanenza nel nostro mercato di borsa, in conseguenza del quale la società rimane comunque sottoposta alla disciplina del mercato regolamentato italiano (*securities law*) ma non più alle regole nazionali di diritto societario (*company law*). Sempre che non decida di spostare all'estero - subito o successivamente - anche la piazza principale di quotazione.

L'evoluzione della giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea in materia di libertà di stabilimento - da Daily Mail a Polbud - e il recente quadro normativo introdotto dalla Direttiva (UE) 2019/2121 e dal d.lgs. 19/2023 hanno reso questo passaggio giuridicamente accessibile, consentendo alle imprese di trasferire la propria sede in altri ordinamenti senza soluzione di continuità nella propria identità giuridica.

Il “caso olandese” - con le migrazioni di Campari, Stellantis, Mediaset e numerose altre società italiane verso i Paesi Bassi - mostra come questa mobilità sia spesso guidata non da ragioni operative, ma dalla ricerca di un ordinamento più flessibile in materia di governance e di meccanismi di controllo societario.

Si tratta, in altri termini, di un fenomeno di concorrenza tra ordinamenti fondato sul piano della competitività normativa, che è talvolta accompagnato o seguito dal delisting, come nel noto “caso Exor”.

Il presente lavoro di ricerca si propone di analizzare il fenomeno della fuga dalla quotazione verificando quali siano le cause - fattuali, economiche e normative - che spingono le imprese italiane ad abbandonare il mercato dei capitali nazionale, indagando come l'ordinamento italiano disciplina l'uscita dal mercato ovvero il mutamento della *lex societatis*.

Individuare i nodi irrisolti è il presupposto per valutare quali condizioni - in una prospettiva *de iure condendo* - dovrebbero essere soddisfatte perché il mercato dei capitali italiano possa recuperare una centralità che appare sempre più difficile dare per scontata. Serve chiedersi se può il diritto contribuire a ricostruire un clima di fiducia nel mercato dei capitali nazionale.

I CAPITOLO

LA CRISI DELLA QUOTAZIONE IN ITALIA: CONTESTO E PROBLEMATICHE GENERALI

1. I modelli di mercato di Borsa Italiana s.p.a.

I termini “*borsa*” e “*mercato*” sono utilizzati tradizionalmente per individuare l’istituzione che realizza permanentemente la riunione degli uomini d’affari e dei mediatori al fine di realizzare contrattazioni, le quali avvengono nel pieno rispetto di determinati principi e senza che gli oggetti siano presenti nel luogo o nell’edificio dove si svolgono queste contrattazioni¹.

La questione di un lessico differente tra “*borsa*” e “*mercato*” con specifico riferimento agli strumenti finanziari assume oggi un rilievo prevalentemente nominalistico. Ciò è dovuto anche all’attuale disciplina, che ha superato la concezione tradizionale di “*borsa*” – inteso come sistema pubblico di scambi operante in regime di monopolio – introducendo il più ampio concetto di mercati regolamentati².

¹ R.SEPE, *La nuova regolazione dei mercati finanziari*, Padova, 2016. Cfr. M. COSTI – M. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Bologna; F. ANNUNZIATA, *Diritto dei mercati finanziari*, Torino; N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998; V. BUONOCORE (a cura di) *Manuale di diritto commerciale*, a cura di, Torino, 1997, spec. P.844: “Si potrebbe affermare, dunque, che i termini “*borsa*” e “*mercato*” siano equivalenti, in quanto individuano il sistema organizzato di strutture, regole ed istituzioni, volto a favorire l’incontro tra la domanda e l’offerta – quindi lo scambio – di beni e servizi, attraverso la prestazione di servizi diretti a ridurre i costi di transazione che si incontrano durante le negoziazioni dei beni e servizi stessi”; N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Roma-bari, 1998, p.12 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, p.270 ss. R.SEPE, *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001, p.7; V.BUONOCORE, *Mercato mobiliare e disciplina delle società quotate*, Torino, 1993. VV. Art. 2 comma 1 lett. a-bis) del regolamento Consob n.11971 del 14 maggio 1999 fornisce una definizione specifica del termine borsa, intesa come “i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti o segmenti, nei quali l’ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001\34\CE, relativa all’ammissione dei valori mobiliari alla quotazione ufficiale e all’informativa da pubblicare su di essi”. Taluni invece hanno rinvenuto una specificità nel termine “borsa” rispetto al termine “mercato”, caratterizzandosi la prima sia per la sufficiente disponibilità dei beni trattati, sia per la professionalità degli operatori e anche per la presenza di speciali regole circa le modalità di contrattazione, la stipulazione dei contratti e la loro esecuzione

² F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, Torino, 2023, p.266, “Negli anni 80’ si avvia un processo di progressiva “privatizzazione” dei mercati nei Paesi aderenti al modello pubblicistico; d’altro canto, il modello privatistico viene superato attraverso l’introduzione di forme di controllo pubblico. Anche l’Italia è interessata dal fenomeno, che prendeva avvio nel 1996, dopo il recepimento della Dir. 93\22\CEE. Il processo si realizza attraverso la trasformazione della Borsa in una società per azioni, con abbandono della forma dell’ente pubblico. Le società di gestione dei mercati regolamentati sono, sì società per azioni, partecipate gestite dai privati, ma sono anche

In tale contesto, il termine “*borsa*” identifica oggi uno dei possibili soggetti gestori di tali mercati, come ad esempio Borsa Italia S.p.A.³.

Le prime borse, infatti, sono nate come luoghi destinati allo scambio di merci (borse merci), operanti secondo un sistema d’asta diffuso in fiere e piazze, volto a favorire l’incontro tra domanda e offerta e a consentire la formazione di listini mercuriali con la consegna materiale dei beni trattati⁴.

A livello internazionale, grazie alla evoluzione della prassi⁵, si sono sviluppate le borse merci, nelle quali lo scambio non implica la consegna materiale dei beni, ma si realizza tramite strumenti finanziari che li rappresentano oppure mediante il pagamento di un differenziale di prezzo basato sul valore in un determinato periodo prestabilito (contratti a termine)⁶.

Parallelamente alle borse merci si sono sviluppate anche le borse valori, quali strumenti per lo scambio di valori come cambiali, certificati di debito e successivamente, titoli rappresentativi della partecipazione al rischio d’impresa⁷.

sottoposte a controlli pubblici, giustificati in base all’interesse generale, costituzionalmente protetto, della tutela del risparmio”.

³ BORSA ITALIANA – *Definizione*, secondo cui “*Borsa Italiana è una società privata che gestisce e vigila sul corretto funzionamento del mercato finanziario italiano dove vengono scambiati e negoziati ogni giorno ed in tempo reale gli strumenti finanziari, tramite un sistema di negoziazione completamente elettronico. Borsa Italiana si occupa della loro ammissione, eventuale sospensione ed esclusione, operando un costante monitoraggio sugli obblighi degli operatori e degli emittenti*”.

⁴ A. DI AMATO, *Storia dei mercati finanziari*, Bologna, 2004; Cfr. R. SEPE, *Le borse merci*, Padova, 2008, in particolare pag. 99 e ss.: “*Tale modello originario sopravvive tuttora nelle borse merci in senso stretto, organizzate presso mercati generali, dove la conclusione delle transazioni avviene mediante la materiale dazione dei beni*”.

⁵ La Chicago Board of Trade, fondata nel 1848, rappresenta una delle più antiche e rilevanti borse organizzate per la negoziazione di contratti su merci, costituendo un modello storico di riferimento per lo sviluppo dei mercati regolamentati. Analoga funzione sistematica ha svolto la New York Mercantile Association – ad oggi New York Mercantile Exchange (NYMEX) – divenuta nel tempo uno dei principali centri mondiali per la negoziazione di strumenti derivati su materie prime, in particolare nel settore energetico.

⁶ R. SEPE, *Le borse merci*, Padova, 2008.: “La disciplina di queste istituzioni – inizialmente unificata con quella delle borse di commercio contenuta nella legge del 20 marzo 1913, n.272 e nel relativo regolamento approvato con r.d. 4 agosto 1913, n.1068 – ha subito delle modifiche in virtù della separazione tra borse merci e borse valori introdotta con il r.d. 7 marzo 1925, n. 222.

La soppressione delle borse merci è avvenuta con l’introduzione del r.d. 26 luglio 1935, n.1494 e, successivamente, la loro reintroduzione è avvenuta con la legge 30 maggio 1950, n. 374, che le ha sottoposte alla vigilanza del Ministero dell’industria e del Commercio”; Cfr. J.W. MARKHAM, *The history of Commodity Futures Trading*, New York, 1987.

⁷ La diffusione delle azioni ha costituito il momento decisivo dello sviluppo del sistema della “borsa valori”: la più antica di esse viene considerata la borsa valori di Amsterdam, la cui fondazione è fatta risalire al 1602 e ad oggi si conferma essere uno dei sistemi dove molte delle società italiane decidono di quotare le loro azioni.

Una delle differenze più evidenti si individua nella funzione che viene rispettivamente svolta dalla borsa valori⁸.

La borsa valori svolge quattro diverse funzioni.

In primis, vi è la funzione di finanziamento, considerato che la stessa consente alle imprese e ad organismi di collocare attraverso il mercato borsistico titoli azionari o di debito con i quali finanziare le proprie attività⁹.

La seconda è la funzione di investimento, in quanto offre ai risparmiatori la possibilità di scegliere, per l'impiego dei propri capitali, fra un'ampia e selezionata gamma di titoli.

La terza è una funzione di liquidità, poiché garantisce regolari contrattazioni dei titoli quotati (mercato secondario) e ne assicura un rapido e agevole smobilizzo, ad un prezzo che rappresenti il valore di equilibrio tra l'offerta e la domanda presente sul mercato.

Infine, vi è la funzione di controllo, in quanto gli obblighi informativi e comportamenti generalmente imposti alle imprese che quotano titoli consentono agli investitori - sia attuali che potenziali - di controllare l'efficienza della gestione e di avere informazioni sulla validità degli investimenti e sulle iniziative da intraprendere¹⁰.

Il quadro normativo di riferimento è rimasto immutato per quasi quarant'anni, fino a quando non vi è stata l'emanazione della legge n. 216\1974, con la quale è stata avviata una riforma del sistema volta a fare recuperare al mercato mobiliare un ruolo centrale nella riallocazione del risparmio e a promuovere una rinnovata fiducia dei risparmiatori nell'investimento azionario, oltre che ad assicurare una adeguata informazione di mercato e un'efficace vigilanza sulle società quotate¹¹.

⁸ L. NEAL, *The rise of Financial Capitalism*, Cambridge, 1990. C.P. KINDLEBERGER, *A financial History of Western Europe*, London, 1984. La prima disciplina delle borse valori in Italia risale alla legge del 20 marzo 1913, n. 272 (recante "Approvazione dell'ordinamento delle Borse di commercio, dell'esercizio della mediazione e delle tasse sui contratti di borsa") e al suo regolamento di attuazione (r. d. 4 agosto 1913, n.1068).

⁹ Vedi art. 94 TUF

¹⁰ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2023, "Una sentenza della Suprema Corte del 1974 ritenne che la negoziazione pubblica dei valori mobiliari potesse avvenire soltanto nelle Borse Valori, che la rilevazione dei prezzi fosse riservata a queste ultime".

¹¹ F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle autorità indipendenti*, in AA.VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. BASSI E F. MERUSI, Milano, 1993, P. 155: "L'esigenza di una profonda rimeditazione della disciplina dei mercati finanziari era dettata essenzialmente dall'introduzione di nuovi prodotti finanziari"; Così, del ruolo fondamentale svolto dal risparmio per

Uno degli aspetti più importanti di questa legge è stata l'introduzione della Commissione nazionale per le Società e la Borsa (Consob), quale autorità di controllo sulle società quotate e la borsa, con il trasferimento in capo alla stessa di tutti i poteri in tema di organizzazione e di funzionamento delle borse valori e di ammissione dei titoli a quotazione.

In particolare, la Consob, ai sensi dell'art.3 co.1 lett. e), f), g), h) della l.216\1974, ha assunto funzioni di natura regolamentare e vigilanza¹².

Gli interventi normativi degli anni successivi sul tema sono stati plurimi, tutti introdotti al fine di colmare le diverse lacune normative esistenti. Tuttavia, solo con l'emanazione della legge 2 gennaio 1991, n.1¹³ si è aperta una nuova stagione di riforme ad ampio spettro del mercato mobiliare, il cui epilogo si individua nel Decreto Eurosim (d.lgs. 415\1996) e nel Testo Unico della Finanza (TUF - d.lgs. n. 58\1998)¹⁴.

Alla Consob è infine attribuito il potere di istituire e regolamentare mercati locali per valori mobiliari non quotati o strumenti derivati, consolidando due linee di sviluppo: una regolamentazione esaustiva della intermediazione finanziaria e mobiliare e, l'attribuzione alla normativa secondaria emanata dalle autorità del ruolo operativo, riservando alla legge la funzione di fissare principi e poteri.

il corretto funzionamento del sistema economico, riconoscimento che ha comportato la necessità di procedere ad una rilettura delle norme concernenti la disciplina dei mercati finanziari (F. FRANCARIO, Sub art. 74, in AA.VV., Testo Unico della Finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), a cura di G.F. CAMPOBASSO, vol. 1, Torino, 2002, p. 627).

¹² R. COSTI, e S. GILOTTA, *Il mercato mobiliare*, 13. ed. Torino, 2023; Cfr. A. PEDRIERI, *La posizione della Consob nell'apparato amministrativo*; G. Minervini, *Borsa valori e mercato mobiliare*, Milano, 1971 p.15 ss: "Tra queste funzioni rientravano: a) la determinazione del calendario di borsa per l'anno successivo – unico per tutte le borse valori – comprensivo dei giorni di chiusura, delle scadenze relative ai periodi di liquidazione e degli orari delle contrattazioni (lett. e); b) la definizione dei tipi di contratti ammessi, dei sistemi di quotazione, delle modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, delle tariffe di mediazione e degli importi minimi negoziabili per ciascun titolo quotato (lett. f); c) il controllo sul funzionamento delle singole borse e la verifica della regolarità delle operazioni di intermediazione e negoziazione su titoli quotati (lett. g); d) l'esercizio delle ulteriori competenze relative al funzionamento delle borse già attribuite al Ministero del Tesoro (lett. h)".

¹³ R. COSTI, L. ENRIQUES, *il mercato mobiliare*, 2004; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020: "Con la legge n. 1\1991 sono state introdotte plurime novità normative: la disciplina delle società di intermediazione mobiliare e delle "attività di intermediazione mobiliare" nonché una specifica disciplina circa lo svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare fuori sede, per il tramite di promotori finanziari; è stata disposta una ripartizione delle competenze di vigilanza sugli intermediari – ad oggi rimasta immutata – tra la Banca d'Italia e la Consob e sono stati rafforzati gli strumenti a presidio degli investitori, anche tramite la creazione di un fondo nazionale di garanzia per la tutela dei crediti da loro vantanti nei confronti degli intermediari"

¹⁴ R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, in Banca, impr. soc., 1996, p. 206

Con la legge 1\1991 si sono sviluppate due tendenze: una regolamentazione esaustiva per disciplinare tutti i profili della intermediazione finanziaria e mobiliare, sottoponendo a riserva anche attività che prima erano liberamente esercitabili; l'attribuzione di rilievo alla normativa secondaria emanata dalle autorità, limitando la legge a strumento di fissazione di principi ed attribuzione di poteri¹⁵.

1.1. I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione

Come affermato precedentemente i mercati sono quei “luoghi” in cui si canalizza il risparmio verso l'investimento produttivo, consentendo alle imprese di reperire capitale di rischio e agli investitori di allocare risorse efficacemente.

L'esistenza di mercati organizzati è una delle condizioni indispensabili poiché garantisce trasparenza, liquidità e formazione corretta dei prezzi, nonché elementi fondamentali per la tutela del risparmio e la stabilità dell'intero sistema.

L'espressione “mercato” viene utilizzata in campo giuridico per individuare l'organizzazione o le organizzazioni che prestano servizi diretti a ridurre i costi di transazione che si sostengono nella negoziazione di valori mobiliari¹⁶.

Sul punto, la più autorevole dottrina ha riconosciuto che *“il mercato è la legge, che lo governa e costituisce; e prende forma dalla decisione politica e dalle scelte normative, per cui sarebbe da rigettare la concezione – di pura matrice fisiocratica – secondo cui il mercato è il luogo della libertà e spontaneità, che “mani invisibili” orientano verso il maggior benessere e la più diffusa felicità degli uomini”*¹⁷.

Questa impostazione evidenzia l'importanza che, ai fini della esistenza del mercato, riveste la presenza di regole condivise, le quali danno la possibilità – a coloro che sono potenzialmente interessati – di partecipare agli scambi e di avere fiducia negli scambi stessi.

Tutto questo non toglie che le informazioni concernenti gli scambi - ed in primo luogo il prezzo delle transazioni - risultino fondamentali per orientare le decisioni di acquisto e vendita.

¹⁵ Il primo a cogliere profeticamente la portata del fenomeno, già con riferimento all' antecedente storico del TUF, la legge n.1/1991, è G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione di leggi*, in Giur. comm., 1992, I, p. 5 ss.

¹⁶ Testo Unico della Finanza, d.lgs. 58\1998 dedica alla “disciplina dei mercati” Parte III, Titolo I, art. 61-79

¹⁷ N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-bari, 1998, p.12 ss.

Se ne deduce l'importanza della “mano invisibile” del mercato, da intendere come quel meccanismo di formazione dei prezzi e di trasmissione di dati fondamentali per le decisioni economiche.

Un elemento certamente essenziale dell'organizzazione è la figura del gestore, il cui compito consiste nella predisposizione delle strutture necessarie alle contrattazioni e nello svolgimento delle eventuali attività ausiliarie agli scambi. L'organizzatore del mercato finanziario seleziona gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, oltre alla individuazione degli intermediari abilitati agli scambi e alla fornitura di servizi di diversa natura quali, ad esempio, l'informativa circa i volumi e i prezzi delle transazioni, oltre che il potere di dettare regole di organizzazione dei mercati che gestisce.

L'obiettivo finale di tale attività che viene svolta è quello di agevolare l'incontro tra domanda e offerta e, al contempo, ridurre i costi di transazione per gli operatori.

In questo contesto è opportuno fare una distinzione tra i mercati regolamentati e i mercati non regolamentati in quanto quest'ultima rileva ai fini della comprensione del progressivo aumento del numero delle società nel mercato non regolamentato, come evidenziato nella *figura 1.2.5*, par. 2.2.3,

Il mercato regolamentato è un sistema multilaterale, gestito da un gestore del mercato, che consente l'incontro secondo regole non discrezionali di molteplici interessi di acquisto e vendita relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione. È autorizzato, soggetto a vigilanza e funziona conformemente alla Disciplina dei Mercati prevista dal TUF (parte III) e dalla Direttiva MiFID II (2014/65/UE).

In senso descrittivo, il mercato non regolamentato viene definito come uno spazio, fisico o virtuale, nel quale gli operatori scambiano strumenti finanziari al di fuori dei mercati regolamentati e delle relative procedure autorizzative.

In questi contesti la negoziazione non avviene all'interno di un sistema multilaterale formalmente disciplinato e vigilato secondo la normativa prevista per i mercati regolamentati ma si realizza prevalentemente attraverso rapporti negoziali diretti tra operatori. In tale ambito, infatti, si collocano le negoziazioni *over the counter* (OTC), caratterizzate da livelli di standardizzazione, trasparenza e liquidità

generalmente inferiori rispetto a quelli riscontrabili nelle sedi di negoziazione organizzate¹⁸.

Quanto ai mercati regolamentati, l'attuale disciplina è il risultato di un progressivo processo di armonizzazione europea e di recepimento nel diritto interno.

Il primo intervento di rilievo è rappresentato dalla Direttiva 93\22\CE – c.d. “Decreto Eurosim” – che ha introdotto il principio del mercato unico dei servizi di investimento e ha tracciato la distinzione tra mercati regolamentati e sistemi non regolamentati, ponendo alla base dei requisiti minimi di trasparenza – comuni –, accesso e vigilanza.

Tramite questa direttiva si voleva assicurare l'armonizzazione, a livello europeo, di alcune regole concernenti le imprese di investimento dei diversi paesi membri e al contempo promuove l'adeguamento dei vari ordinamenti nazionali a principi di fondamentale rilevanza come, ad esempio, il principio del mutuo riconoscimento e dell'*home country control*, già recepiti nel dominio dell'attività bancaria a seguito della direttiva 89\646\CEE¹⁹.

Questa direttiva è stata recepita in Italia con il d.lgs. 415\1996, che ha avviato il processo di modernizzazione dei sistemi di negoziazione dei valori mobiliari, anticipando la successiva codificazione del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 58\1998)²⁰.

Successivamente, la materia è stata poi oggetto di una profonda revisione, a seguito della emanazione di due direttive a livello europeo, rispettivamente 2004\39\CE MiFiD I e 2014\65\UE MiFiD II che hanno introdotto nuove categorie di sedi di negoziazione – tra cui gli *Organised Trading facilities* (OTF) – e rafforzato gli obblighi di trasparenza sia prima che dopo il procedimento di negoziazione.

La nozione di mercato regolamentato viene stabilita da parte del legislatore nell'art.1 comma 1, lett. w-ter) del TUF come “*sistema multilaterale amministrato*

¹⁸ Glossario di Borsa Italiana (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-non-regolamentato.html>)

¹⁹F. CIRAOLLO, *La disciplina giuridica sulla crisi delle società di gestione dei mercati regolamentati*, Milano, 2003.

²⁰ Con tale testo, il legislatore ha disciplinato in modo organico i mercati, facendo una distinzione tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, attribuendo alla Consob e alla Banca d'Italia poteri sia di vigilanza che autorizzazione ai fini dello svolgimento dell'attività.

*e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari annessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o i suoi sistemi, e che è autorizzato a funzionare regolarmente e conformemente alla parte III del TUF*²¹.

Nonostante la norma dedichi alla disciplina dei mercati due diversi capi, facendo una distinzione fra “mercati regolamentati” e “mercati non regolamentati”, non esiste una vera definizione legislativa che chiarisca la differenza.

Sul punto, la dottrina ha sempre compiuto questa distinzione in base alla disciplina che il legislatore applica, distinguendo quella ordinaria dallo “statuto speciale”.

I mercati regolamentati si connotano per la presenza di un sistema di regole che promettono una serie di garanzie per gli azionisti delle società con azioni quotate sugli stessi e anche per i potenziali investitori, in particolare per il pubblico risparmiatore interessato o sollecitato in varie forme a rischiare il proprio patrimonio nell'investimento in azioni.

Queste garanzie sono date, da un lato, da forme e modi di negoziazione che portano ad una trasparenza circa l'operatività sulle azioni trattate e sulla formazione del prezzo di scambio; dall'altro, da vari oneri informativi e di condotta per le società emittenti le azioni quotate che dovrebbero tendere ad una maggiore informazione possibile sulla situazione ma, anche sull'andamento delle società stesse.

Nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari può individuarsi un duplice interesse generale, il quale giustifica l'intervento del legislatore e conferisce alle relative disposizioni un carattere di ordine pubblico. Da un lato, i mercati assolvono la funzione essenziale di agevolare la mobilitazione del risparmio e la sua canalizzazione verso attività produttive delle imprese, segnatamente quelle di maggiori dimensioni, strutturalmente più incline alla raccolta di capitale di rischio.

Dall'altro lato, si impone l'esigenza di assicurare una adeguata tutela degli investitori, i quali, attratti dalla liquidità degli strumenti negoziati, dalla facilità di

²¹ M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2022

accesso e dalla continua formazione dei prezzi, possono risultare esposti ai rischi insiti nei complessi meccanismi di funzionamento del mercato.

In tal senso, si conferma la stretta correlazione sistematica tra la disciplina societaria speciale delle emittenti quotate e la disciplina dei mercati finanziari, pur nella perdurante distinzione dei rispettivi ambiti normativi.

L'organizzazione, il funzionamento e l'attività di negoziazione dei mercati regolamentati trovano fondamento tanto nella fonte legislativa quanto nella regolazione adottata da soggetti di natura privatistica. Ai sensi del TUF, la gestione di un mercato, quale sede di negoziazione può essere esercitata da società per azioni, anche prive di scopo di lucro, qualificate come "gestori del mercato regolamentato".

Questa attività, pur presentando natura imprenditoriale, è disciplinata da un regolamento interno adottato dalla stessa società di gestione, nel rispetto del quadro normativo, il quale prevede per la Consob poteri regolatori *ex artt.64 ss.* e poteri di autorizzazione *ex art.64 quater TUF*.

Si può, dunque, desumere che la disciplina di funzionamento dei mercati sia affidata, in via immediata, a soggetti di diritto privato ma entro i limiti e secondo i criteri stabiliti dalla legge e dagli atti regolamentari della Consob.

Si potrebbe affermare, in sintesi, che il fine essenziale della regolamentazione pubblica delle quotazioni ufficiali dovrebbe essere quello di fornire un prezzo pubblico e verificabile degli strumenti finanziari negoziati il più possibile tendente a quello reale. Questo fine si potrebbe definire "utopistico" in quanto molto spesso ciò non accade a causa delle regole di funzionamento dei mercati, previste da leggi e regolamenti, o alla peculiarità del funzionamento proprio dei mercati o alle tecniche di negoziazione, sempre più veloci e poco coerenti con gli obiettivi di un vero e proprio investimento-disinvestimento.

La quotazione di strumenti finanziari – in particolare le azioni societarie – si basa su fattori, anche momentanei, che difficilmente consentono di affermare che il prezzo fissato possa corrispondere a quello "corretto" per l'investitore, soprattutto quando non qualificato e distante da quello quotidiano o di corrente mercato.

Il prezzo di mercato delle azioni non coincide necessariamente con il valore economico o patrimoniale della società, in quanto incorpora valutazioni prospettiche, aspettative degli investitori e fattori di natura informativa e

psicologica. Tuttavia, per operatori e azionisti, il riferimento rilevante resta il prezzo di mercato ufficialmente determinato attraverso le negoziazioni quotidiane.

L'ammissione a quotazione in un mercato regolamentato è una decisione che compete unicamente alla società emittente, la quale deve predisporre un documento informativo in base a quanto previsto dagli artt. 94 e 113 del TUF.

Nonostante l'ammissione a quotazione sia un atto di autonomia, la società di gestione del mercato fissa – sulla base dei criteri previsti dalla legge – le condizioni e i requisiti per l'ammissione; dispone l'avvio delle negoziazioni e gode di poteri di controllo e di informazione sullo svolgimento delle stesse e anche sull'operato sul mercato delle società con azioni quotate.

Ad oggi tali mercati sono appositamente inseriti in un apposito elenco che compone la sezione “Albi e Elenchi” del bollettino della Consob, istituito in formato elettronico con delibera Consob n.15695 del 20 dicembre 2006, il quale riconosce come mercati regolamentati: l'Euronext Milan (ex MTA), il Mercato telematico degli EFT e degli ETC\ETN, il Mercato telematico delle obbligazioni (MOT), l'Euronext MIV Milan e, da ultimo, il Mercato degli strumenti derivati (IDEM) per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art.1 comma 2 lettere f) e i) del d.lgs. 24 febbraio 1998, 58; MTS Italy²².

Il sistema nazionale delle sedi di negoziazione, prima del recepimento della Direttiva 2004\39\CE era caratterizzato da una netta separazione fra i mercati regolamentati e i mercati “non regolamentati”.

La disciplina prevista per questa ultima tipologia di mercato era caratterizzata da regole minimali e non invasive di genesi prettamente nazionale che le conferivano un'impostazione di tipo “light touch”²³.

Il mercato mobiliare non regolamentato – over the counter²⁴ – non costituisce un mercato regolamentato in senso tecnico-giuridico bensì una modalità di negoziazione bilaterale nella quale gli scambi di valori mobiliari avvengono al di fuori di sedi di negoziazione organizzate. In tale ambito, l'assenza di

²² Mercati Italiani Area Pubblica – Consob

²³ G.D. MOSCO, Capitolo: *La disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione in I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011

²⁴ Enciclopedia Treccani - Definizione (letteralmente «sopra il bancone», in sigla OTC) che identifica il complesso dei contratti finanziari conclusi mediante negoziazione diretta fra le controparti al di fuori di un mercato borsistico ufficiale.

regolamentazione riguarda non l'attività negoziale in quanto tale bensì l'organizzazione del mercato che non è soggetta a un regime di autorizzazione e di vigilanza analogo a quello previsto per i mercati regolamentati. Restano applicabili le regole di condotta e gli obblighi di vigilanza sugli intermediari autorizzati che operano nel mercato over the counter, nonché la disciplina generale in materia di intermediazione finanziaria.

Le modalità di contrattazione non sono standardizzate motivo per cui ciò consente la stipula di contratti "atipici".

La quotazione nei mercati non regolamentati avviene secondo l'applicazione del principio dell'incontro tra la domanda e l'offerta e questa caratteristica giustifica l'instabilità del valore, il quale è soggetto a diversi cambiamenti in maniera non conforme rispetto all'andamento delle borse mondiali.

Possono essere oggetto di trattative presso il mercato OTC azioni, obbligazioni private e pubbliche, merci, valute e derivati finanziari di tutti i tipi.

I titoli OTC implicano un rischio maggiore di quello connesso alle negoziazioni nei circuiti regolamentati, poiché non sono presenti organismi che svolgono il ruolo di controparte di centrale per limitare i pericoli di liquidità²⁵.

In Italia, i mercati OTC assumono la configurazione di Sistemi di Scambi organizzati (SSO). I sistemi di scambi organizzati sono definiti, da parte della Consob, come *"un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente, in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e b) di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema"*.²⁶

Come anticipato precedentemente, alla base della direttiva MiFiD I 2004\39\CE del 21 aprile 2004 vi è l'idea che la competizione tra diversi e concorrenti meccanismi di esecuzione delle negoziazioni può comportare dei benefici in relazione ai costi di transazione e ad un maggior livello di liquidità al mercato.

Seguendo questo approccio, tale direttiva, ha abolito la regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati a favore del principio di

²⁵ T. PADOA-SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Lezioni Moar*, Milano, 1995, p. 63

²⁶ Comunicazione Consob 24 dicembre 1998, n.98097747

concorrenza fra sedi di mercato alternative – *Trading Venues* – riconoscendo sia i sistemi di negoziazione che non svolgono attività di *listing*, quindi, Sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities*) sia gli intermediari, i quali hanno la possibilità di internalizzare gli ordini della propria clientela²⁷.

Dunque, la Direttiva I ha introdotto la possibilità, di fatto, per l'intermediario di scegliere – nel rispetto delle regole di *best execution* previste dalla stessa Direttiva I – la sede più opportuna dove poter negoziare l'ordine proprio cliente²⁸.

L'elemento caratterizzante dei sistemi multilaterali di negoziazione è la presenza di più operatori che, sulla base di regole che non lasciano all'impresa di investimento - che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione – alcuna discrezionalità su come possono interagire gli interessi, contribuiscono alla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari, consentendo l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi²⁹.

La gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione è stata inclusa tra gli otto servizi di investimento previsti nell'allegato 1., sez. A, precisando che i sistemi multilaterali di negoziazione possono avere ad oggetto gli strumenti finanziari previsti alla sez. C, tra cui, ad esempio, valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di un organismo di investimento collettivo, contratti di opzione.

A seguito di tale inclusione, i soggetti abilitati ad effettuare il servizio di gestione nei sistemi multilaterali sono tenuti a rispettare una serie di obblighi tra cui, diligenza, correttezza e trasparenza, con l'aggiunta di tutte le norme di comportamento previste dagli artt.19 ss. della Direttiva I.

Il regime particolarmente rigoroso istituito dalla Direttiva I, in relazione ai requisiti di trasparenza per le operazioni effettuate su un MTF aventi per oggetto azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati è volto a garantire che

²⁷ C. ASCIANO; N. RAVASIO. I MiFiD: *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007

²⁸ Nel Considerando 6 della Direttiva I, il legislatore comunitario, ha voluto precisare che non rientrano nella definizione di sistemi multilaterali di negoziazione, i sistemi bilaterali “dove un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per proprio conto e non come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischio”.

²⁹ Considerando 6, Direttiva 2004\39\CE (MiFiD I); “Con la formula «consentire l'incontro al suo interno ed in base a regole non discrezionali stabilite dal gestore del sistema» si intende che l'incontro degli interessi ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i protocolli o le procedure operative interne del sistema (comprese le procedure incorporate nel software informatico)”.

gli investitori siano messi a conoscenza del livello reale delle operazioni, siano esse effettive e potenziali, a prescindere dal mercato in cui avvengano.

La Direttiva MiFiD I ha introdotto un particolare sistema di obblighi di trasparenza, articolato su due livelli: pre-trade e post-trade.

I requisiti previsti nel pre-trade sono stati modulati in funzione della struttura del mercato e della tipologia di investitore, mentre quelli post-trade si applicano in modo uniforme ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione e agli internalizzatori sistematici.

Le regole di trasparenza vengono applicate nei confronti delle azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati, restando esclusi dal regime tutti gli altri strumenti finanziari – come le obbligazioni –, nonché l'attività di negoziazione svolta presso i mercati over the counter.

Gli Stati membri hanno la possibilità di estendere la disciplina relativa ai requisiti di trasparenza pre e post-trade anche nei confronti di quegli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Questo impianto normativo, seppur innovativo, ha mostrato nel tempo alcune criticità in particolare, sotto il profilo della frammentazione delle liquidità e dalla scarsa trasparenza delle sedi di negoziazione alternative. Proprio per rispondere a tali esigenze di maggiore chiarezza e armonizzazione, il legislatore europeo ha avviato un ampio processo di revisione culminato nella adozione della direttiva 2014\65\UE (MiFiD II) e del Regolamento 600\2014 (MiFiR).

Con tali interventi normativi si è inteso completare e aggiornare il quadro introdotto dalla direttiva 2004\39\CE, alla luce delle trasformazioni finanziarie successive alla crisi finanziaria globale e del 2008 e dalla necessità di disciplinare in modo più organico le forme di negoziazione non pienamente disciplinate dalla MiFiD I³⁰.

In tale prospettiva, con l'introduzione della direttiva 2014\65\UE e con il Regolamento (UE) n.600\2014, l'Unione Europea ha inteso assicurare che tutte le negoziazioni organizzate avvenissero in sedi di negoziazione regolamentate, estendendo il novero delle *trading venues* alle tre tipologie riconosciute, di cui una è stato oggetto di introduzione di tale normativa: a) mercati regolamentati, b)

³⁰ D. I.PIACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in Nuovo Diritto delle Società, fasc.1, 2016.

sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), c) sistemi organizzati di negoziazione³¹ (OTC)³².

A tutte queste sedi si applicano requisiti uniformi in tema di trasparenza pre e post negoziazione, calibrati non in base al tipo di sede prescelta, quanto alla tipologia di strumento finanziario oggetto di scambio. In particolare, la MiFiR distingue tra: a) strumenti rappresentativi di capitale (azioni; certificazioni di deposito, fondi indicizzati³³; b) strumenti non rappresentativi di capitale (obbligazioni, strumenti strutturati)³⁴.

I requisiti di trasparenza vengono calibrati in base al modello di negoziazione adottato (*order-driven* o *quote-driven*) e alle caratteristiche dell'operazione – come dimensione e liquidità del mercato – al fine di garantire condizioni uniformi tra le diverse sedi di negoziazione³⁵.

Sotto il profilo funzionale, le tre categorie di sedi di negoziazione condividono un impianto organizzativo sostanzialmente analogo poiché l'obiettivo è garantire la neutralità della piattaforma e la parità di condizioni tra operatori. Mercati

³¹ Art. 4, par.1, n.23, MiFiD II, l'OTF è “un sistema multilaterale, diverso da un mercato regolamentato o da un MTF, che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della direttiva”.

³² GOMBER E PIERRON, MiFiD. *Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive*, settembre 2010, working paper, reperibile in (<http://ssrn.com>, p. 4). Sul punto v. anche la *Relazione della Commissione europea alla proposta di Regolamento MiFiR*: “Un obiettivo centrale della proposta è garantire che tutte le negoziazioni organizzate siano condotte in sedi di negoziazione regolamentate: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e sistemi organizzati di negoziazione (OTF). A tutte le suddette sedi saranno applicati i medesimi requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione. Similmente, sono pressoché identici anche i requisiti afferenti [agli] aspetti organizzativi e [alla] sorveglianza del mercato applicabili alle tre sedi di cui sopra. Una tale situazione garantirà delle condizioni di parità in presenza di attività analoghe da un punto di vista funzionale in grado di far incontrare gli interessi di negoziazione di terzi”.

³³ Si veda, artt. 3-7 del Titolo II (Trasparenza delle sedi di negoziazione), Capo I (Trasparenza degli strumenti rappresentativi di Capitale) della MiFiD II

³⁴ Si veda, artt. 8-11 del Titolo II (Trasparenza delle sedi di negoziazione), Capo II della MiFiR Trasparenza degli strumenti non rappresentativi di Capitale)

³⁵ Il considerando (16) della MiFiR prevede che: “Per garantire condizioni uniformi tra le sedi di negoziazione, è necessario applicare i medesimi requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post negoziazione alle diverse tipologie di sedi. È opportuno che i requisiti di trasparenza siano calibrati in base alle diverse tipologie di strumenti finanziari, ivi compresi azioni, obbligazioni e strumenti derivati, tenendo in conto gli interessi degli investitori e degli emittenti, tra cui gli emittenti di titoli di Stato, e la liquidità di mercato. I requisiti dovrebbero essere calibrati in base alle diverse tipologie di negoziazioni, ivi compresi i sistemi order driven o quote-driven, quali ad esempio i sistemi per la richiesta di quotazioni, come pure i sistemi ibridi e voice broking, e tenere conto della dimensione dell'operazione, compreso il volume d'affari, e altri criteri pertinenti”.

regolamentati e MTF restano accomunati dall'esecuzione non discrezionale delle operazioni, che avviene secondo regole di abbinamento predeterminate e oggettive.

Diversamente, i sistemi OTF, si distinguono proprio per il margine di discrezionalità riconosciuto al gestore nella modalità di esecuzione degli ordini. Tuttavia, nonostante nei sistemi OTF venga riconosciuto margine di discrezionalità in campo al gestore, quest'ultimo deve rispettare i rigorosi obblighi di trasparenza e best execution, nonché le regole di condotta per la tutela degli investitori³⁶.

In tal modo, la MiFiD II e la MiFiR hanno completato l'evoluzione iniziata con la MiFiD I, creando un sistema di sedi di negoziazione coerente, trasparente e funzionalmente integrato, capace di includere anche quelle forme di scambio rimaste al di fuori del perimetro regolamentare³⁷.

1.2. Il modello Euronext Milan e il segmento STAR

All'interno del sistema delle sedi di negoziazione italiane, il principale mercato regolamentato destinato alle società quotate è rappresentato da Euronext Milan che rappresenta l'evoluzione del Mercato Telematico Azionario (MTA), storico comparto di Borsa Italiana S.p.A.

L'analisi del funzionamento e dei requisiti di accesso a questo mercato consente di comprendere quali siano gli oneri regolamentari e organizzativi che le imprese devono sostenere per accedere alla quotazione e mantenere la permanenza sul listino principale.

Il mercato telematico azionario è un mercato *order driven*, in cui la negoziazione e lo scambio degli strumenti finanziari avviene attraverso un meccanismo di asta che fa incontrare la domanda e l'offerta: lo scambio ha luogo tra chi offre il prezzo più basso in vendita e chi offre il prezzo più alto in acquisto. In tale mercato sono negoziati, prevalentemente da imprese a capitalizzazione medio-grande, strumenti finanziari quali azioni, diritti di opzione, obbligazioni convertibili, warrant e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio ammessi alla quotazione. L'attuale configurazione del mercato e l'introduzione di una struttura segmentata risalgono al processo di riforma avviato a partire dal 2001.

³⁶ V. Considerando n.9 della direttiva MiFiR.

³⁷ C. GHIELMI "Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFiD II e MiFiR", Diritto non solo bancario, 8 Aprile 2015.

Al termine di ogni seduta di negoziazione, Borsa Italiana determina e comunica al pubblico una serie di prezzi rappresentativi dell'andamento degli scambi, tra cui il prezzo di apertura, il prezzo di chiusura, il prezzo ufficiale e il prezzo di riferimento.

A seguito della fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange Group e dell'introduzione degli indici FTSE, nel giugno 2010 è stata rivista la segmentazione del Mercato Telematico Azionario, che è stato articolato in tre classi sulla base di criteri di capitalizzazione e liquidità dei titoli.

Il segmento Large Cap (o *blue chip*) comprende le prime quaranta società per capitalizzazione e flottante, generalmente superiore a un miliardo di euro (indice di riferimento: FTSE MIB). Il segmento Mid Cap include le successive sessanta società per capitalizzazione e flottante (indice di riferimento: FTSE Italia Mid Cap). Il segmento Small Cap ricomprende, infine, le restanti società che, pur non rientrando tra le prime cento per capitalizzazione, soddisfano i requisiti minimi di liquidità (indice di riferimento: FTSE Italia Small Cap).

Accanto a tali segmenti permane il Segmento STAR, riservato alle imprese che rispettano specifici requisiti in termini di trasparenza informativa, corporate governance e liquidità del titolo.

L'accesso al mercato Euronext Milan richiede il rispetto di una serie di requisiti sostanziali e informativi da parte dell'emittente.

In primo luogo, è necessario che l'emittente detenga un flottante pari al 25% così da garantire un adeguato livello di liquidità del titolo. La società deve presentare gli ultimi tre bilanci certificati, assicurando così l'affidabilità delle informazioni finanziarie che sono state fornite agli investitori. L'offerta può essere rivolta sia agli investitori professionali sia a investitori privati, mentre è raccomandata l'adozione di assetti di *corporate governance* coerenti con le *best practices* del mercato e la presenza di un *investor relator*.

L'emittente deve avvalersi di un *advisor* principale, generalmente uno *sponsor* o un *global coordinator*.

Ulteriori obblighi riguardano invece la trasparenza informativa, in quanto la società deve comunicare tempestivamente al pubblico tutte le operazioni straordinarie, gli eventi societari rilevanti e le procedure relative alle operazioni con parti correlate; si prevede inoltre la pubblicazione con regolarità del bilancio

annuale accompagnato dalla relazione semestrale e i resoconti intermedi di gestione³⁸.

Un momento di svolta si è avuto nel 2021, quando il Gruppo Borsa Italiana è entrato a far parte di Euronext N.V, a seguito dell’acquisizione completata il 29 aprile del 2021. L’operazione ha comportato l’integrazione dell’infrastruttura italiana in una piattaforma paneuropea – Euronext – che comprendeva già le principali piazze finanziarie, tra cui Parigi, Bruxelles, Amsterdam, Dublino e Oslo.

A seguito di tale integrazione, il 25 ottobre del 2021 il mercato MTA è stato ufficialmente denominato “Euronext Milan”, nell’ambito della strategia di armonizzazione dei brand e dei sistemi tecnologici del gruppo.

L’ingresso in Euronext ha comportato – oltre ad un cambiamento di denominazione – anche un significativo allineamento agli standard europei in termini di trasparenza, governance, tecnologia dei sistemi di negoziazione e procedure di ammissione alla quotazione.

Per quanto riguarda il processo di quotazione delle società sul mercato Euronext Milan, si articola in una sequenza di fasi che coinvolgono, oltre all’emittente, anche intermediari finanziari e autorità di vigilanza, con l’obiettivo di rispettare i requisiti della trasparenza della operazione e della corretta formazione del prezzo.

La procedura prende avvio con una fase preliminare – detta anche fase di preparazione alla quotazione (pre-IPO) – in cui l’emittente, insieme ai consulenti legali e finanziari, valuta l’opportunità della quotazione, intesa come fattibilità dell’operazione e come idoneità dell’offerta. Durante tale fase viene definita la strategia, nonché il posizionamento competitivo, e vengono predisposti i dati finanziari congiuntamente al piano industriale.

Successivamente, si passa alla fase delle *due diligence*, dove avviene la redazione del prospetto informativo richiesto dalla Consob, che descrive in modo esaustivo la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell’emittente, nonché i rischi connessi all’investimento e i termini dell’offerta stessa. Vengono compiute delle verifiche sul sistema di controllo e gestione, il quale è fondamentale per assicurare che i dati e le proiezioni finanziarie siano in linea con gli standard

³⁸ Borsa Italiana – brochure e pagine sul MTA\Euronext Milan

richiesti per una società quotata; segue poi la predisposizione del working capital Statement, nonché la redazione di una dichiarazione sul capitale circolante netto, che attesta la capacità della società di far fronte alle esigenze finanziarie operative nel breve termine.

Alla fase delle *due diligence*, segue la fase pre-marketing durante la quale avviene: lo sviluppo della strategia di marketing e dell'equity story, nonché il resoconto sintetico del business, con l'inclusione dei punti di forza, della strategia di crescita e del management; successivamente la stessa viene presentata agli azionisti finanziari che fanno parte del consorzio di Collocamento.

Questa seconda fase prevede anche un confronto diretto e riservato con un gruppo di investitori istituzionali target affinché vi sia la possibilità di sondare l'interesse del mercato (c.d. "*testing the waters*") e raccogliere feedback sulla percezione del valore e della strategia aziendale. Sulla base di tali ultime opinioni, la società e i suoi advisor definiscono il range valutativo, ovvero l'intervallo di prezzo entro cui si prevede che le azioni verranno collocate.

Segue la fase istruttoria e di nulla osta all'interno della quale vi è, in primo luogo, la presentazione da parte della società e dei suoi advisor della documentazione finale sia a Borsa Italiana S.p.A, in qualità di gestore del mercato, sia alla Consob, in qualità di autorità di vigilanza. Borsa italiana svolge una istruttoria tecnica per accertare che la società e gli strumenti finanziari rispettino i requisiti minimi di ammissione previsti dal Regolamento del mercato (quali: ad esempio, flottante, capitalizzazione minima). In caso di esito positivo, delibera l'ammissione alla quotazione.

La Consob verifica la completezza, la coerenza e la comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto. Solo dopo aver accertato la sua conformità legale, rilascia il nulla osta (o approvazione), rendendo il documento efficace e pubblicabile. A seguito delle precedenti due fasi, si entra nella negoziazione nonché "Roadshow con investitori e Bookbuilding", dove l'offerta viene presentata al pubblico e agli investitori istituzionali per la raccolta degli ordini di acquisto e la determinazione del prezzo definitivo di collocamento. Al termine di tale ultima fase

avviene l'IPO. Senza considerare la fase di pre-quotazione, tendenzialmente, il processo di IPO è di 6 mesi per Euronext Milan³⁹.

Nell'ambito delle riforme che hanno caratterizzato la Borsa italiana occorre menzionare il "progetto Titoli Sottili"⁴⁰, del 19 maggio del 1997, che ha rappresentato un evento rilevante e vantaggioso per le PMI e ha contribuito ad accrescere l'efficienza complessiva e la visibilità.

Questa riforma si giustifica in virtù del fatto che durante gli anni Novanta, le PMI si erano rivelate il motore trainante dell'economia nazionale ed è probabile che i ritmi di crescita avrebbero potuto essere superiori se le PMI non fossero state gravate da strutture finanziarie particolarmente sbilanciate⁴¹.

L'obiettivo principale era quello di semplificare le contrattazioni e accrescere la liquidità dei titoli di società a bassa capitalizzazione, grazie all'intervento di un intermediario specialista nel collocamento dei titoli, cui spettava il compito di migliorare l'informativa fornita al mercato.

Le PMI potevano contare sull'assistenza di tipo informativo e organizzativo offerta dalla Borsa e, soprattutto, avevano la possibilità di evitare situazioni di illiquidità e di conferire nuove prospettive per l'apprezzamento del valore creato e in cambio, esse erano chiamate a rispettare obblighi di trasparenza nei confronti del mercato.

La riformulazione delle regole del Mercato Ristretto per la negoziazione di titoli emessi da parte di imprese di minori dimensioni, dopo l'entrata in vigore del d.lgs. Eurosim, ha comportato l'introduzione del Nuovo regolamento della Borsa italiana, in base al quale sono state ridisegnate le regole per l'ammissione, allo scopo di rilanciare la sua funzione originaria, ovvero la funzione di "acclimatemento", la quale dava la possibilità, alle imprese che aspiravano ad approdare in Borsa, ad acquisire i requisiti più stringenti.

Lo sviluppo di tale mercato "secondario" è stato però ostacolato da due problematiche: a) l'eccessiva similitudine strutturale con il mercato azionario principale (Borsa), che ne ha limitato la distinzione e anche l'attrattività; b) la

³⁹ Vedi Borsa Italiana per le PMI – settembre 2024

⁴⁰Per *titoli sottili* si intende: "titoli caratterizzati dalla scarsa liquidità e da una capitalizzazione medio-bassa". (Edizioni Simone).

⁴¹ Q. BISCARIO "La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economica-finanziaria dell'azienda"; L'industria: rivista economia e politica industriale, 1999, 3.

circostanza che il mercato è stato dominato da una preponderanza di titoli di società bancarie, nello specifico banche popolari.

La Consob – mediante l’emanazione di due delibere – ha cercato di risolvere le problematiche che si erano prospettate in due modi differenti: in prima battuta, prevedendo la semplificazione delle procedure di ammissione⁴²; successivamente, in direzione opposta, tramite l’introduzione della certificazione del bilancio obbligatoria e un ampliamento delle informazioni da fornire agli organi di controllo del mercato⁴³. Tuttavia, queste due soluzioni non hanno prodotto i risultati sperati.

Paradossalmente, la principale sfida strutturale del mercato derivava dalla sua stessa efficacia in quanto, man mano che le società si quotavano e raggiungevano uno sviluppo significativo, i loro titoli passavano al mercato principale. Questo “effetto migratorio” rendeva il mercato secondario precario, poiché la “funzione di acclimatamento” e crescita delle imprese comportava la diminuzione del numero delle società quotate su tale listino.

A seguito dell’emersione di queste difficoltà, Borsa Italiana ha provveduto alla sostituzione del mercato Ristretto con il mercato Expandi, nel 2004.

Per la quotazione delle PMI ci sono stati due punti di svolta in quanto il superamento dell’assenza di un “secondo mercato” per le PMI avvenne tramite due riforme strutturali. Il primo cambiamento è stato la creazione del Nuovo mercato, disegnato per accogliere le imprese caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo e un alto tasso di crescita.

Il secondo, avvenuto poco dopo, è stato il riassetto microstrutturale del listino con l’introduzione del Segmento Titoli ad Alti Requisiti (STAR), cioè, una segmentazione specifica del Mercato Telematico Azionario (ad oggi Euronext Milan) riservata alle società di piccola e media capitalizzazione che si impegnavano ad adottare standard di governance e liquidità superiori.

Queste trasformazioni si sono dimostrate fondamentali per agevolare l’incontro tra imprese e investitori, consentendo alle prime di reperire risorse finanziarie per lo sviluppo e, ai secondi, di migliorare il rapporto rischio-rendimento.

Di conseguenza, Borsa Italiana S.p.A. ha potuto articolare la propria offerta in modo più mirato. L’istituzione del Segmento STAR ha permesso di superare la

⁴² Vedi. Delibera Consob n.2725 del 19 febbraio 1987

⁴³ Vedi. Delibera Consob n.4808 del 24 luglio 1990

storica distinzione tra i titoli liquidi e quelli “sottili” che in precedenza comportava la frammentazione del Mercato telematico Azionario.

Il segmento STAR è nato nel 2001, con lo scopo di fornire alle PMI con interessanti potenzialità l’ambiente migliore per assicurare la visibilità necessaria ai fini del reperimento del capitale e, al contempo, valorizzare il proprio titolo.

La trasparenza e la liquidità dei titoli sono requisiti fondamentali nelle valutazioni degli investitori istituzionali italiani ed esteri e costituiscono fattori determinanti per attrarre nuovi investimenti e risorse.

La qualifica di STAR può essere richiesta dagli emittenti che soddisfino requisiti tanto di tipo qualitativo quanto di tipo quantitativo addizionali rispetto a quelli richiesti per l’ammissione alla quotazione in Borsa.

Le condizioni di tipo quantitativo che devono essere soddisfatte fanno riferimento alla capitalizzazione, la quale deve essere compresa tra i 40 milioni e 1 miliardo, e al flottante, che deve essere pari al 35%.

Sulla base del modello adottato dal Nuovo mercato, l’emittente “STAR” deve nominare un operatore specialista che ha il compito di sostenere la liquidità del titolo per tutto il periodo in cui le azioni sono negoziate sul segmento, esponendo proposte di acquisto e di vendita per un determinato quantitativo giornaliero ed entro un termine massimo.

Per quanto riguarda il requisito della trasparenza informativa: condizione necessaria sul segmento STAR è la pubblicazione della relazione semestrale – entro 60 giorni dalla chiusura del semestre – e la trasmissione dei dati relativi al bilancio di esercizio – entro 90 giorni dalla chiusura dello stesso –.

Si prevede un obbligo di pubblicazione nel sito web dell’emittente, anche in lingua inglese, di tutte le informazioni per il mercato.

L’emittente deve nominare un *investor relator*, ovvero sia un soggetto professionalmente qualificato che deve intrattenere i rapporti con la *financial community*.

La presenza di tale professionista rappresenta lo strumento di cambiamento del rapporto tra le PMI e il mercato dopo il passaggio da impresa capitale chiuso ad impresa aperta attraverso il processo di quotazione. L’obiettivo ultimo è quello di garantire una qualità massima della disclosure.

L'attività dell'*investor relator* è mirata ad assicurare il corretto posizionamento e l'attrattività di uno strumento finanziario sul mercato, a sviluppare un mercato liquido e stabile per il titolo stesso. Nello svolgimento della funzione lo stesso professionista può avvalersi di una serie di strumenti, tra cui le pubblicazioni di notizie rilevanti e l'invio di lettere agli azionisti da parte del corporate office⁴⁴.

L'*investor relator* può essere sia un soggetto esterno sia interno alla società ma, in ogni caso, la sua presenza è obbligatoria.

Infine, con riferimento ai requisiti di corporate governance, si richiede l'adesione – almeno parziale da parte degli emittenti – al Codice di Corporate Governance. In particolare, l'emittente appartenente al segmento STAR deve impegnarsi a garantire la presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti all'interno del consiglio di amministrazione (generalmente da un minimo di due fino a quattro). Inoltre, è prevista l'obbligatoria istituzione sia del comitato per il controllo e rischi – incaricato di valutare l'adeguatezza del sistema di controllo interno, riferendo al consiglio almeno con cadenza semestrale sulle attività svolte e sull'efficacia dei presidi adottati, oltre a svolgere ulteriori funzioni attribuite dal cda – sia del comitato per la remunerazione che si occupa di stabilire gli emolumenti degli amministratori e dell'amministratore delegato della stessa società. Obiettivo primario del comitato è l'allineamento degli emolumenti con l'opportunità di attrarre le migliori e più adeguate risorse professionali, in linea con gli obiettivi dell'impresa.

L'emittente deve inoltre istituire forme di incentivazione per il *top management*, ovverosia legare una significativa parte della remunerazione dell'organo societario al raggiungimento degli obiettivi e/o dei risultati economici prefissati.

1.3. Il modello Euronext Growth Milan

Nel tentativo di ampliare il numero delle società quotate e di favorire l'accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali, il legislatore e i gestori del mercato hanno progressivamente introdotto sedi di negoziazione alternative caratterizzate da requisiti di accesso più flessibili rispetto ai mercati regolamentati.

⁴⁴ Glossario Finanziario — Borsa Italiana – *Investor relator*

In questo contesto si colloca l'Euronext Growth Milan, denominato "AIM Italia"⁴⁵: un mercato alternativo del capitale che nasce il 1° marzo 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, al fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico mercato con una formula che combina il *know how*, ottenuto in oltre 15 anni di esperienza dell'AIM inglese e le specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano⁴⁶.

L'ammissione alla negoziazione su EGM svolge una funzione che potrebbe essere considerata quasi come "preparatoria" per una possibile successiva richiesta di quotazione nel mercato regolamentato gestito da Borsa italiana ossia Euronext Milan (ex MTA), o anche, in alcuni casi, nel suo Segmento STAR dedicato, come detto precedentemente alle piccole e medie imprese che aderiscono a stringenti requisiti apprezzati dagli investitori globali in termini sia di governance che di trasparenza e liquidità.

Si pensi al caso emblematico di "Technoprobe S.p.A": la società inizialmente quotata su Euronext Growth Milan; ha poi completato il passaggio al mercato regolamentato Euronext Milan nel 2023, evidenziando la capacità delle imprese più strutturate di utilizzare il mercato delle PMI come "trampolino" verso segmenti più maturi e regolamentati⁴⁷.

Nel contesto italiano, non si registrano ancora passaggi diretti dal mercato regolamentato a sedi di negoziazione alternative.

⁴⁵ Nel mese di aprile del 2021, a seguito del completamento dell'operazione di acquisizione del Gruppo Borsa Italiana da parte di Euronext N.V., la borsa italiana ha avviato le attività di rebranding dei mercati organizzati e gestiti dalla stessa, modificando – a partire dal 25 ottobre del 2021 – la denominazione di AIM Italia in "Euronext Growth Milan"

⁴⁶ F. ANNUNZIATA; A. LAMBIASE *"Euronext Growth Milan (Ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris"*, Prima ed., Milano, 2022.

⁴⁷ Euronext – Technoprobe S.p.A. transfers to Euronext Milan: "Technoprobe S.p.A. represents the second listing on Euronext Milan in 2023 and brings the total number of firms currently listed on Euronext Milan to 220. Technoprobe S.p.A. is the 24th firm to move from Euronext Growth Milan to Euronext Milan. Stefano Felici, CEO of Technoprobe S.p.A., said: "*Last year, the listing on Euronext Growth Milan, finalised on 15 February 2022, represented a growth opportunity for Technoprobe which sees the transfer to Euronext Milan as the pick of a collective effort in terms of governance and communication transparency. This step provides further visibility on the financial markets, guaranteeing the necessary support for the expansion of the Group.*" Technoprobe S.p.A. is part of Euronext Tech Leaders segment, which regroups high-growth and leading Tech companies listed on Euronext. The Euronext Tech Leaders initiative includes a number of services, delivered by Euronext in cooperation with a strong network of partners, including a segment gathering more than one hundred European companies listed on Euronext markets, an index made up of the stocks in this segment, and a range of services for the visibility and promotion of Euronext Tech Leaders companies to international investors". Cfr. A. BABAN, B. LUNGI, *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, Franco Angeli, Milano, 2018

In tale prospettiva assume rilievo il tema del c.d. *downlisting* – di cui si approfondirà al par.4.6 – inteso come il trasferimento delle negoziazioni da un mercato regolamentato a una sede alternativa, quale un sistema multilaterale di negoziazione. Come si è visto, l’ordinamento italiano tende a ricondurre tali operazioni nell’alveo del *delisting*, assoggettandole ad un regime particolarmente rigoroso.

In primo luogo, l’ordinamento non ammette il *delisting* “diretto”, inteso come la decisione, assunta dall’assemblea o dagli organi amministrativi, di abbandonare volontariamente il mercato regolamentato sul quale sono quotate le azioni dell’emittente. Ne consegue che, per conseguire tale risultato, è necessario attuare operazioni che producano indirettamente il *delisting* o, più precisamente, la transizione della negoziazione verso una *trading venue* alternativa.

In secondo luogo, il legislatore italiano considera come *delisting* anche l’ipotesi in cui le azioni vengano ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), sia esso ordinario o destinato alle imprese in crescita. In tali circostanze, agli azionisti che non abbiano concorso alla decisione è riconosciuto il diritto di recesso, esercitabile mediante la vendita delle proprie azioni alla società⁴⁸.

Queste ora considerate sono “barriere” molto elevate, che impediscono la mobilità da mercati regolamentati – Euronext Milano e il suo segmento STAR – a *trading venues* “alternative” – Euronext Growth Milan: questa normativa appare così strutturata in quanto, altrimenti, sarebbe molto attraente il passaggio per ragioni di riduzione dei costi e degli oneri di compliance derivanti dall’applicazione di più stringenti regole indirizzate agli emittenti quotati.

All’interno del mercato EGM è presente il Segmento Professionale dedicato alle PMI che desiderano accedere ai mercati con un approccio graduale, dotandosi progressivamente delle strutture necessarie e adeguate a poter operare sul mercato aperto agli investitori retail e alle start-up e scale-up che hanno avviato la fase di commercializzazione da meno di un anno e devono ancora avviare fondamentali funzioni / processi strategici previsti dal modello di business.

⁴⁸ L’art. 2437-quinquies c.c.: “Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l’esclusione dalla quotazione”.

Ai fini dell'accesso al mercato EGM è necessario rispettare determinati requisiti che si differenziano per le PMI che intendono quotarsi nel segmento professionale.

Tabella 1 – Requisiti di accesso (IPO)

Requisiti	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Flottante minimo	10% – ≥ 5 investitori istituzionali *	10% – ≥ 5 investitori **
Bilanci certificati	1 (se esistente)	1 (se esistente)
Principi contabili	Italiani o internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Prevalentemente istituzionale (retail < €8 mln)	Non obbligatoria
Documento informativo	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Market cap minimo	Nessun requisito	Nessun requisito
Consiglio di amministrazione	≥ 1 amministratore indipendente	Nessun requisito

* Almeno per il 7,5% deve essere sottoscritto da minimo 5 investitori istituzionali

** Flottante

- Se il flottante è compreso tra il 2% ed il 10% Borsa Italiana dispone l'ammissione e la contestuale sospensione.
- Se trascorrono 2 anni senza che tale requisito sia soddisfatto Borsa Italiana dispone la revoca

Tabella 2 – Requisiti organizzativi e *advisor*

Profilo	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Investor Relations Manager	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito web	Obbligatorio	Obbligatorio
Advisor principale	EGA / Global Coordinator	EGA

Per quanto riguarda i requisiti richiesti ai fini della permanenza nel mercato EGM, questi ultimi si differenziano – anche in questa ipotesi – per le PMI che richiedono l’ammissione presso il Segmento professionale.

Tabella 3 – Requisiti *on going*

Requisiti	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Codice di Corporate Governance	Facoltativo	Facoltativo
Specialist	Obbligatorio	Non obbligatorio
OPA	OPA statutaria	OPA statutaria

Tabella 4 – Obblighi informativi periodici

Informativa	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Parti correlate	Procedure semplificate + obblighi informativi	Procedure semplificate + obblighi informativi
Dati trimestrali	Non obbligatori	Non obbligatori
Dati semestrali	Entro 3 mesi	Entro 3 mesi
Dati annuali	Entro 6 mesi	Entro 6 mesi
Regime informativo	MAR + Reg. EGM	MAR + Reg. EGM

Le società che intraprendono il processo di quotazione su EGM selezionano inizialmente l'*Advisor* finanziario che compie lo studio circa la fattibilità e la valutazione pre-quotazione.

L'*Advisor* assiste la società nell'organizzazione globale della operazione e nella definizione della struttura, supporta la società nella preparazione del business plan e nella preparazione agli incontri con gli investitori.

Successivamente viene nominato un *Euronext Growth Advisor*, nonché un consulente che ha la specifica funzione di dare supporto alla società durante la fase di ammissione e la permanenza sul mercato.

La Borsa Italiana fissa dei criteri rigorosi nell'espletamento dei propri compiti.

In particolare, l'EGA deve: a) essere una banca o una impresa di investimento comunitario o una impresa appartenente a una rete di società di revisione⁴⁹; b) sottoporre il bilancio al giudizio di una società di revisione; c) avere esercitato attività di *corporate finance* per un periodo di tempo adeguato (di norma almeno due anni), un'esperienza adeguata nel fornire consulenza professionale e di qualità in relazione ad operazioni di *corporate finance* (avendo effettuato un numero di operazioni rilevanti); d) avere un numero di dipendenti sufficienti per svolgere le attività richieste; e) avere *key executives*, dotati di adeguata professionalità ed esperienza comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti e di una adeguata competenza tecnica in corporate finance e in pratiche di mercato. Questi soggetti devono avere una solida comprensione del quadro regolamentativo relativo alle attività di corporate finance e conoscenza del Regolamento EGA e del Regolamento emittenti EGM".

L'*Euronext Growth Advisor* assiste e supporta la società nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dal Regolamento e in particolare:

- a) sovrintende al processo di due diligence dell'emittente, al fine di poter rilasciare l'apposita dichiarazione di appropriatezza funzionale all'ammissione su Euronext Growth Milan;

⁴⁹ Per impresa appartenente a una rete di società di revisione si intende "una società di capitali che ha costituito un consiglio di amministrazione e nominato un collegio sindacale (le persone fisiche non possono essere EGA) nota al mercato e con adeguata professionalità".

- b) affianca l'emittente nella gestione del processo di quotazione, valutando i rapporti e le risultanze dei team di consulenti coinvolti e verificando che la società emittente operi in conformità al Regolamento Emittenti, con particolare attenzione per quanto riguarda la predisposizione del documento di ammissione;
- c) una volta ammessa la società, la assiste e la supporta per tutta la durata della sua permanenza sul mercato nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dai regolamenti Euronext Growth Milan;
- d) stimola continuamente l'attenzione da parte della società emittente al rispetto di quanto previsto nei Regolamenti Euronext Growth Milan⁵⁰.

Il Regolamento EGM prevede una procedura di ammissione semplificata, la quale tendenzialmente riesce ad esaurirsi nel termine di 2-3 mesi, grazie anche alla presenza dell'Euronext Growth *Advisor* che, come detto precedentemente, svolge una funzione di ausilio per la società durante la pendenza della procedura.

Il procedimento prende avvio con la produzione di un documento di ammissione da parte dell'emittente che deve contenere le informazioni previste nella scheda due del Reg. Emittenti, al quale deve essere allegato, laddove esiste, l'ultimo bilancio o rendiconto annuale sottoposto a revisione legale completa. Questo documento viene poi messo a disposizione bel pubblico, gratuitamente, secondo le modalità previste dall'art. 26 del Reg. Emittenti.⁵¹

Per quanto riguarda la documentazione di ammissione, almeno tre giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, l'emittente deve pagare i corrispettivi Euronext Growth Milan e inviare a Borsa italiana la domanda di ammissione completa e il documento di ammissione. Questi documenti devono essere accompagnati dalla dichiarazione dell'Euronext Growth Advisor che viene esplicitamente richiesta dal Reg. Euronext Growth Advisors, nonché della dichiarazione degli amministratori dell'emittente che il documento di ammissione è completo rispetto alle informazioni che vengono richieste dalla scheda Due del Reg. emittenti e che non contiene false informazioni.

Una volta completata la procedura, le azioni iniziano ad essere negoziate sul mercato EGM.

⁵⁰ Borsa Italia, "*Il ruolo dell'Euronext Growth Advisor*"

⁵¹ Regolamento emittenti, Consob, Delibera n. 23574 del 28 maggio 2025

La quotazione su EGM rappresenta una scelta strategica nella vita delle PMI: con le risorse ottenute dalla liquidazione, l'azienda ottiene un impulso che innesca un circolo virtuoso. Ciò che l'azienda fa non è altro che implementare i propri piani di sviluppo, migliorare la propria capacità competitiva e anche la patrimonializzazione.

Tramite la quotazione le PMI riescono ad ottenere nuovi capitali per implementare i piani industriali, a migliorare la percezione esterna, a rafforzare lo standing aziendale attraverso il ritorno mediatico, a stimolare l'interesse del settore di riferimento, a raggiungere una organizzazione interna maggiormente strutturata e, infine, a ridurre la dipendenza da fonti di finanziamento esterne.

Da ciò si giustifica la percezione che si ha rispetto al processo di quotazione, inteso come quell'occasione attraverso la quale poter affinare le strategie, misurare i risultati, conoscere e approfondire l'analisi degli scostamenti di budget e imparare a dialogare con gli investitori (stakeholders).

2. L'andamento e le dinamiche della quotazione delle società

2.1. L'evoluzione delle società quotate: dalla modernizzazione alla contrazione

L'accesso al mercato dei capitali, disciplinato dal d.lgs. 58\1998 (Testo Unico Finanziario - TUF), avviene tramite la c.d. "Offerta Pubblica Iniziale" – *Initial Public Offering* (IPO) – che rappresenta un momento cruciale per lo sviluppo dell'impresa, poiché finalizzato a raccogliere capitale sull'*equity market*⁵².

La disciplina relativa all'offerta al pubblico in Italia è in larga misura di derivazione europea ed è principalmente contenuta nel Regolamento (UE) 2017\1129 del parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli su un mercato regolamentato⁵³.

Il TUF fornisce una definizione di offerta al pubblico sostanzialmente allineata rispetto a quella contenuta nella normativa europea definendola come "*ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che*

⁵² S. FABRIZIO, M.SAMÀ, *Le IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, Quaderni di Finanza, Consob, n. 44, gennaio 2010.

⁵³ M. VENTORUZZO *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2024

presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti incluso il collocamento tramite soggetti abilitati", ex art.1 comma 1, lett. t), TUF).

Nella prassi, la nozione di offerta pubblica iniziale viene utilizzata per indicare la prima offerta di prodotti finanziari di una società al pubblico, finalizzata all'ammissione alla quotazione degli stessi.

Con il termine "IPO", infatti, si indica quello strumento attraverso il quale una società realizza la diffusione dei titoli tra il pubblico al fine di costruire o incrementare il c.d. "flottante", ossia la quota del capitale sociale effettivamente in circolazione sul mercato azionario.

Nel calcolo di questa quota non si tiene conto delle partecipazioni azionarie di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali e di quelle soggette a vincoli alla trasferibilità, come le clausole di lock-up. Sono inoltre escluse le azioni detenute da enti pubblici (ad eccezione dei fondi pensione gestiti in maniera indipendente), quelle detenute dal management della società e quelle destinate a piani di incentivazione azionaria dei dipendenti. La presenza di un adeguato flottante costituisce un requisito essenziale per l'ammissione alla quotazione.

Le ragioni per cui un'impresa decide di quotarsi sono state oggetto di ampio dibattito in dottrina.

Secondo la teoria finanziaria della c.d. "pecking order theory"⁵⁴ esiste un ordine gerarchico nelle fonti di finanziamento dell'impresa e, in tale ordine, il ricorso al capitale di rischio (*equity*) rappresenta l'ultima risorsa, a conferma della preferenza per l'indebitamento.

Un diverso approccio è quello elaborato da Myers-Majluf del 1984⁵⁵, secondo cui i manager, in possesso di informazioni superiori rispetto agli investitori esterni, tendono a procedere all'emissione di azioni solo quando il mercato attribuisce a queste un valore superiore a quello ritenuto corretto, dando luogo al fenomeno della c.d. "sopravvalutazione".

⁵⁴ S.C. MYERS, *The capital structure puzzle*, in *The Journal of Finance*, vol.39, n.3, 1984, pp.575-592

⁵⁵ S.C. MYERS, N.S. MAJLUF, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, vol.13, n.2, 1984, pp.187-221.

Un'ulteriore analisi di rilievo è quella proposta dallo studio empirico di Pagano, Panetta e Zingales, i quali mostrano come l'offerta pubblica iniziale non sia prevalentemente utilizzata quale strumento di finanziamento di nuovi investimenti produttivi bensì come meccanismo di riequilibrio della struttura finanziaria e proprietaria dell'impresa.

In particolare, gli autori evidenziano che il capitale raccolto in sede di IPO è spesso destinato alla riduzione dell'indebitamento e che l'operazione è frequentemente accompagnata dalla vendita di partecipazioni da parte degli azionisti di controllo, configurandosi come una fase intermedia di un più ampio processo di riallocazione del controllo e di progressiva monetizzazione delle partecipazioni originarie.⁵⁶

Nonostante le varie correnti di pensiero è possibile individuare tre obiettivi del processo IPO (*Initial public offering*): raccogliere capitale per finanziare la crescita, aumentare la propria visibilità e infine, migliorare la governance aziendale⁵⁷.

L'IPO rappresenta inoltre il momento in cui viene determinato il valore di mercato della società. Sebbene il valore di un'impresa possa essere stimato attraverso molteplici modelli valutativi, una volta completata la quotazione, la capitalizzazione di borsa – data dal valore complessivo dei titoli quotati – diviene il principale riferimento del valore di mercato della società stessa.

Tale valore è oggetto di un costante processo di verifica da parte degli analisti finanziari, sulla base di dati, informazioni e risultati economico-finanziari dell'impresa.

A seguito di queste motivazioni strategiche, si è registrata, tra il 1995 e il 1998, una fase di grande dinamismo per le IPO, tanto a livello nazionale quanto internazionale. L'accesso ai mercati azionari è diventato un percorso preferenziale

⁵⁶ M. PAGANO – F. PANETTA – L. ZINGALES, *Why do companies go public? An empirical analysis*, in *The Journal of Finance*, vol.53, n.1, 1998-2000, p.27: “points out that going public can also be viewed as an optimal first step in the process of selling a company. In this context, he argues that selling off a minority stake to dispersed shareholders may increase the amount of surplus the initial owner can extract from a future buyer of the majority stake, increasing the total proceeds the initial owner can fetch selling the company. If this is an important motivation behind the IPO we expect a high incidence of control transfers after the IPO. As Bebchuk and Zingales (1995) suggest, though, this benefit may induce a socially excessive incidence of public companies controlled by large shareholders”; A. TRAUTEN, R. SCHULZ, M. KDIERKES, *The performance of IPO investment strategies and pseudo market timing*, in National Bureau of economic resource, 2007.

⁵⁷ I benefici e i vantaggi della quotazione - Borsa Italiana.

per tutte quelle imprese che intendevano finanziare la propria crescita, accrescere la notorietà e migliorare la governance.

In tale contesto storico, alcune delle più note società mondiali e nazionali hanno optato per la quotazione delle loro azioni, andando ad incidere in modo inevitabile sulla storia finanziaria.

Tra le principali società internazionali si ricorda Amazon, quotatasi il 15 maggio 1997 sul NASDAQ, evento che ha segnato l'inizio di una nuova fase di espansione del commercio elettronico globale.

In Italia, nello stesso periodo, due grandi gruppi energetici, Eni ed Enel, hanno avviato processi di apertura del capitale tramite offerte pubbliche di vendita (OPV), finalizzate a garantire liquidità ai soci esistenti e a rafforzare la struttura finanziaria. In particolare, il processo di quotazione di Eni, avviato nel 1995, ha rappresentato una delle più rilevanti operazioni di collocamento mai realizzate nell'Europa continentale: la cessione del 63% del capitale ha generato il più elevato incasso mai registrato in Europa per la vendita di una singola società.⁵⁸

Tali operazioni hanno contribuito in modo significativo all'aumento della capitalizzazione complessiva della Borsa Italiana e al rafforzamento dell'interesse degli investitori esteri.

Nel periodo compreso tra l'inizio del 1998 e marzo del 1999, il mercato azionario italiano registrò una delle migliori prestazioni in termini di rendimento tra i paesi dell'area euro, posizionandosi al quarto posto per capitalizzazione e al sesto posto a livello europeo⁵⁹.

L'euforia di fine decennio è stata tuttavia interrotta dalla crisi finanziaria del 2007-2008, originatasi nel mercato dei mutui subprime statunitensi e diffusasi rapidamente a livello globale. La crisi ha avuto effetti profondi sull'andamento dei mercati azionari, sulla solidità degli intermediari finanziari e sulla stabilità complessiva dei sistemi economici.

La brusca contrazione di liquidità e la perdita di fiducia generalizzata si sono tradotte in un ridimensionamento della capitalizzazione di Borsa e in un crollo del

⁵⁸ Eni, Dati sulla privatizzazione e collocamento azionario, sito ufficiale: <https://www.eni.com/it-IT/investitori/remunerazione-azionisti/azioni.html>, consultato il 22 gennaio 2026., per Enel: Le privatizzazioni italiane negli anni '90: Eni ed Enel, disponibile su: www.astrid-online.it/static/upload/protected/Conf/Confindustria_PAPER_8_060420.pdf

⁵⁹ Consob, Relazione per l'anno 1998, Roma, 31 marzo 1999.

numero di nuove quotazioni (IPO), accompagnato da un aumento dei casi di *delisting*. Tra la metà del 2007 e il primo trimestre del 2009, i principali indici azionari mondiali hanno registrato perdite comprese tra il 40% e il 60%⁶⁰.

Il deterioramento dei prezzi azionari ha determinato una profonda perdita di ricchezza, con effetti diretti sulla capacità delle imprese di reperire capitali e sul patrimonio degli investitori istituzionali privati.

Uno degli effetti più evidenti della crisi finanziaria è stata la stretta creditizia c.d. “*credit crunch*”, che ha colpito innumerevoli imprese a livello globale: questa situazione ha causato la contrazione della liquidità bancaria e, conseguentemente, il crollo di fiducia ha determinato un aumento del costo del capitale, sia di debito che di rischio.

Le società quotate si sono dunque trovate a dovere affrontare una duplice difficoltà: da un lato, l'impossibilità di accedere a nuove linee di credito e, dall'altro, la forte avversione degli investitori nei confronti delle emissioni azionarie.

Una nuova fase di vivacità del mercato primario si è registrata nel 2021, in seguito alla pandemia da SARS-CoV-2, favorita dall'elevata liquidità immessa nei mercati tramite politiche di sostegno pubblico e da un contesto di tassi di interesse particolarmente bassi. A partire dal 2022, tuttavia, l'instabilità geopolitica e la ripresa dell'inflazione hanno determinato un rallentamento dell'attività di quotazione, confermando la ciclicità e la sensibilità dei mercati finanziari agli shock esterni.

Nel 2022, infatti, tre sono stati i fattori principali che hanno interessato il dibattito finanziario: l'aumento dei *delisting*, il calo delle nuove IPO e i significativi interventi di semplificazione normativa promossi per stimolare le quotazioni.

In tale contesto, mentre il segmento delle PMI – Euronext Growth Milan –ha continuato a mostrare un certo dinamismo, il mercato principale, Euronext Milan, ha evidenziato una progressiva riduzione del numero di società quotate segnalando una minore capacità di attrazione per imprese di medie e grandi dimensioni.

Sul piano dei numeri, nel 2022 Piazza Affari ha registrato una performance negativa in linea con i mercati globali, con perdite comprese tra il 10% e il 20%. Il

⁶⁰Consob, Relazione annuale sulle nuove ammissioni alla quotazione, Roma, 2008

FTSE MIB ha perso quasi il 12% e il FTSE All-Share quasi il 13% da inizio anno, mentre i segmenti dedicati alle medie e piccole imprese, come il FTSE Italia Growth (-20%) e il FTSE Italia STAR (-28%), hanno subito cali più marcati.

Le nuove quotazioni si sono quasi dimezzate tra il 2021 e il 2022 e parallelamente la liquidità del mercato si è ridotta.

Il 2022, in definitiva, sembra essersi chiuso con un quadro più che complesso: da un lato la resilienza dei grandi titoli; dall'altro, il calo della liquidità e l'aumento dei *delisting*, che hanno progressivamente ridotto l'appel del mercato regolamentato, spostando il baricentro del sistema verso le PMI.

Nel biennio 2024-2025, il mercato italiano delle società quotate è interessato da una dinamica caratterizzata da una contrazione delle nuove ammissioni e da un incremento delle operazioni in uscita del mercato. Secondo i dati elaborati da EY, nel 2024 il numero delle IPO è calato del 41%.

Se si considera il dato complessivo dei mercati, nel periodo più recente il saldo tra IPO e *delisting* risulta negativo e tale squilibrio assume carattere strutturale e sistematico, con una progressiva prevalenza delle operazioni di uscita rispetto a quelle di ingresso.

In particolare, nel 2024 si sono registrate 23 nuove quotazione a fronte di 29 *delisting*: dato che conferma il consolidarsi di una tenenza negativa del mercato primario italiano.

La contrazione del numero di IPO non risulta, peraltro, incompatibile con un eventuale incremento della capitalizzazione complessiva del mercato – come accaduto nell'anno 2025 v. par. 3.2.1 –, trattandosi di fenomeni tra loro distinti.

Mentre il numero delle società riflette il grado di accesso al mercato primario, la capitalizzazione dipende dall'andamento dei prezzi e delle performance di società già quotate, potendo registrare dinamiche divergenti.

Nel primo semestre del 2025 l'andamento mostra un risultato positivo per la capitalizzazione di mercato pari al 28,8% determinata dai grandi gruppi quotati più che dall'ingresso di nuove società sul listino.⁶¹

La Consob osserva un calo del numero complessivo di società italiane quotate: sul listino principale di Euronext Milan non si è registrata alcuna nuova IPO e sono

⁶¹ Per approfondimento vedi paragrafo 3.2.1

stati completati sette *delisting*, mentre sul segmento delle PMI si sono registrate nuove ammissioni e undici uscite, con un saldo negativo di cinque unità⁶².

La contrazione numerica delle società quotate è indicativa di un fenomeno più profondo: molte imprese preferiscono ad oggi abbandonare il mercato regolamentato – anche tramite operazioni di *OPA* – piuttosto che affrontare i costi e gli oneri connessi alla permanenza in borsa. Il calo delle *IPO* e l'aumento dei *delisting* evidenziano un mutamento strutturale dell'ecosistema finanziario nazionale, nel quale la borsa perde la sua funzione di canale privilegiato per la raccolta di capitale di rischio⁶³.

2.2. Tabella di riferimento: l'andamento delle IPO e i *delisting* delle società quotate

Alla luce delle dinamiche evolutive illustrate nel paragrafo precedente, è necessario verificare questa tendenza attraverso l'analisi dei dati numerici più recenti. Le statistiche ufficiali fornite da Consob ed EY consentono di misurare l'effettiva evoluzione del mercato borsistico italiano, confermando la contrazione del mercato primario e il parallelismo tra la riduzione delle società quotate sul listino principale e la crescita del segmento dedicato alle PMI.

2.2.1 Il numero complessivo delle società italiane quotate (2019-2025)

La tabella seguente riporta il numero totale delle società italiane quotate sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione nel periodo 2019-2025, come risultante dal Bollettino Statistico Consob n. 28⁶⁴.

⁶² P. AIMINO (IPO e Capital Markets Leader di EY in Italia) *In Italia in calo le operazioni (- 41%) ma performance positive del mercato azionario (+12%), "Dopo un 2023 in complessivo miglioramento delle IPO in Italia, nel 2024 è proseguito il rallentamento riscontrato nel secondo semestre 2023, registrando un calo sia in termini di numero di operazioni (-41%) che di valore raccolto (-87%), attribuibile alle incertezze del contesto macroeconomico e alla continua volatilità connessa alle tensioni geopolitiche internazionali, nonostante la buona performance registrata dal mercato azionario italiano (+12%)".*; Cfr. Consob, Bollettino statistico, 2025, dati sul numero delle società quotate e sulle operazioni di ammissione e di esclusione della quotazione.

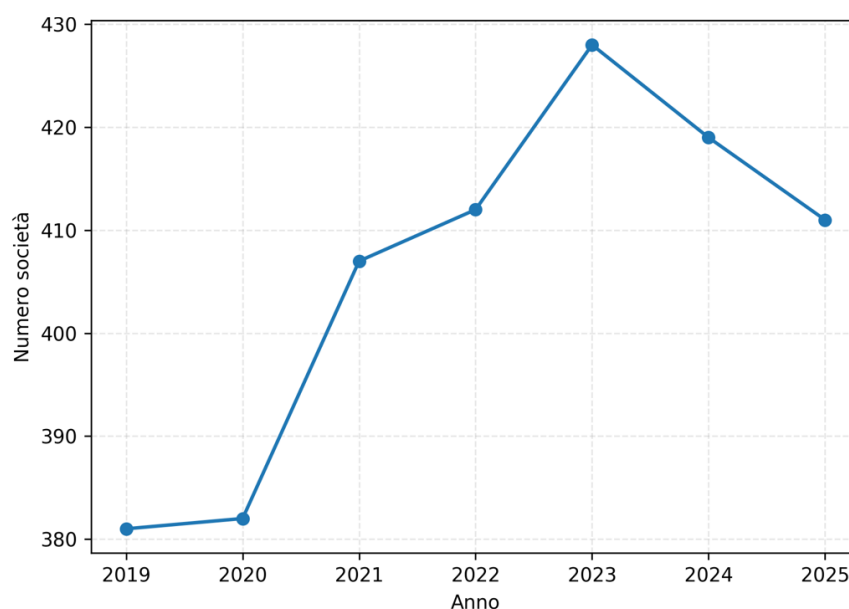
⁶³ U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, Riv. dir. soc., 2007.

⁶⁴ Consob – Bollettino statico n.28, 2026 (<https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/bs28-mercati>)

Questi dati rappresentano i valori ufficiali di fine periodo:

Anno	Totale società italiane quotate
2019	381
2020	382
2021	407
2022	412
2023	428
2024	419
2025	411

Figura 1.2.1 – Totale delle società italiane quotate (2019-2025)



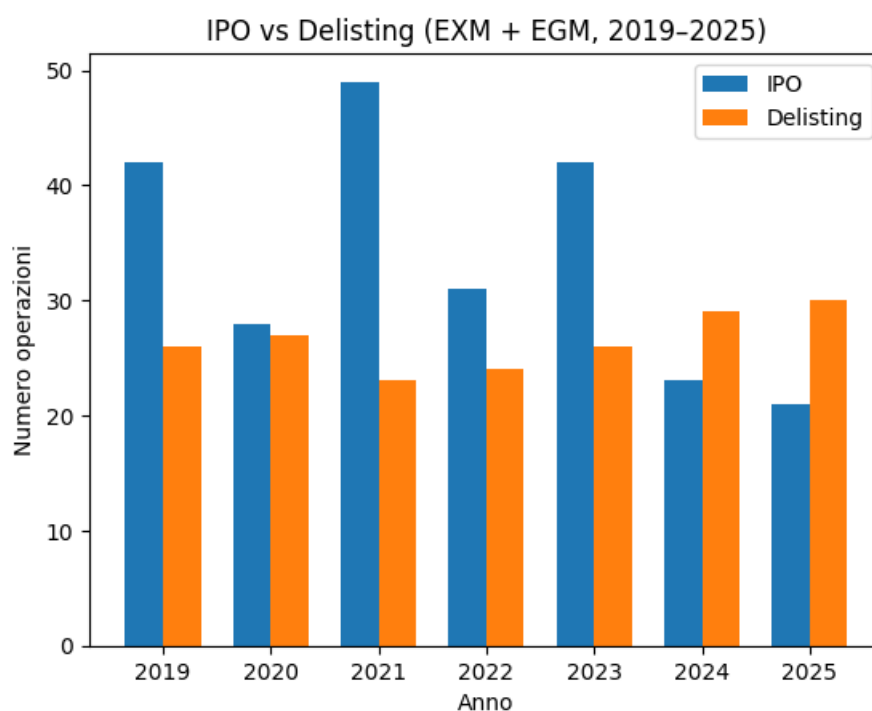
Dopo la crescita registrata tra il 2020 e il 2023, il numero di società quotate italiane mostra una contrazione nel biennio successivo segnalando una rinnovata tendenza alla riduzione del listino. Tuttavia, la crescita registrata non riflette un ampliamento del listino principale bensì l'aumento delle quotazioni sul mercato dedicato alle PMI (Euronext Growth Milan), come evidenziato successivamente (v. figura 1.2.3) Ciò conferma che la ripresa quantitativa del mercato italiano non dipende dall'attrattività dell'Euronext Milan ma dalla forte espansione del segmento alternativo.

2.2.2 – Andamento delle IPO e dei *delisting* (2019-2025)

Per quanto attiene all'andamento delle IPO e dei *delisting*, la dinamica recente del mercato primario evidenzia che sussiste uno squilibrio significativo tra nuove quotazioni e le uscite. I dati ufficiali indicano come, dopo l'eccezionale rimbalzo del 2021, il numero di IPO è diminuito in modo costante, mentre i *delisting* sono aumentati.

Anno	IPO	<i>Delisting</i>
2019	42	26
2020	28	27
2021	49	23
2022	31	24
2023	42	26
2024	23	29
2025	21	30

Figura 1.2.2 – Andamento delle IPO e dei *delisting* in Italia (2019-2025) (dati aggregati di EXM + EGM)



2.2.3 Confronto tra Euronext Milan (EXM) ed Euronext Growth Milan (EGM)

Per comprendere le ragioni del mutamento dell’ecosistema borsistico italiano, è essenziale analizzare separatamente l’andamento del mercato principale e quello dedicato alle PMI. I dati ufficiali Consob dimostrano come, nel periodo 2019-2025, l’Euronext Milan abbia registrato una riduzione, negli ultimi 2 anni soprattutto, rispetto alla fase di espansione vissuta da Euronext Growth Milan.

Anno	EXM	EGM
2019	231	129
2020	226	135
2021	218	169
2022	209	185
2023	212	198
2024	198	205
2025	187	207

Figura 1.2.3 – Società italiane quotate su Euronext Milan (2019-2025)

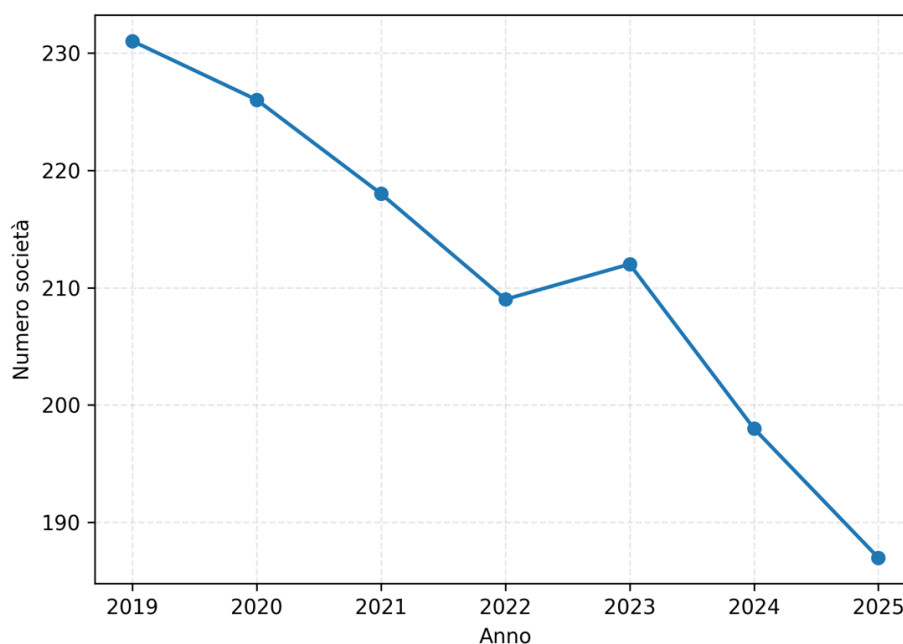


Figura 1.2.4 – Società Italiane quotate su Euronext Growth Milan (2019-2025)

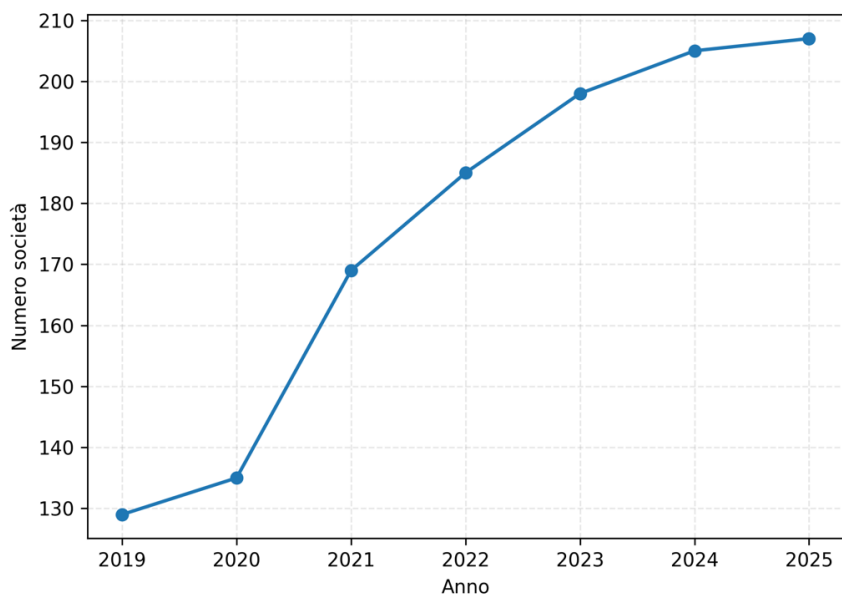
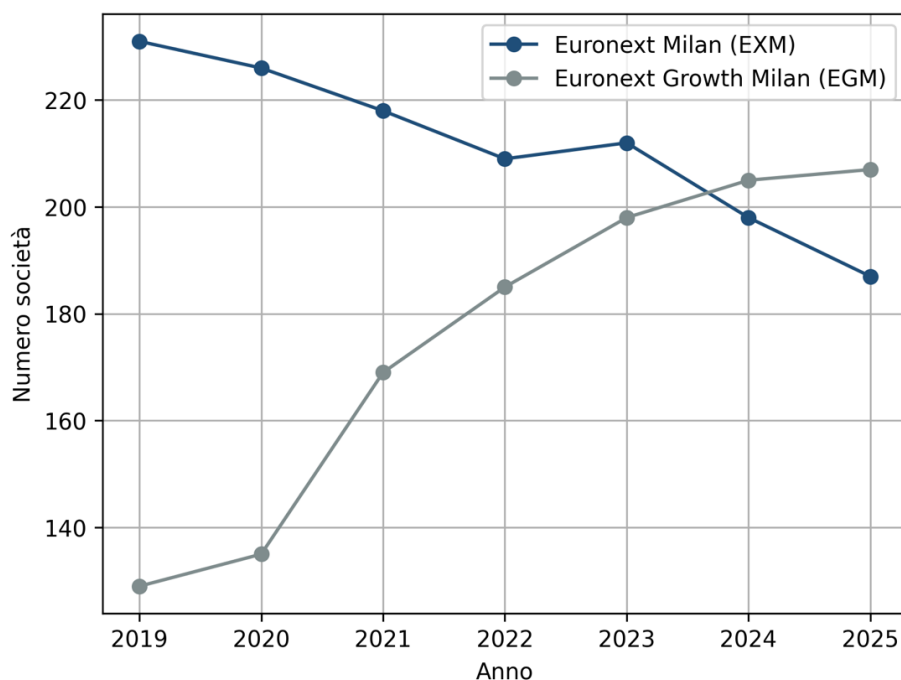


Figura 1.2.5 – Confronto tra EXM ed EGM (2019-2025)



L'andamento delle due curve evidenzia chiaramente una divergenza strutturale: mentre il listino principale perde società in modo continuo e costante, il mercato

delle *PMI* si espande, fino a raggiungere nel 2025 livelli superiori rispetto a quelli dell'Euronext Milan.

Questo fenomeno conferma la crescente centralità delle piccole e medie imprese nel mercato di capitali italiani e il ruolo dominante dell'Euronext Growth Milan nel sostenere il numero complessivo delle società quotate.

3. Le cause della crisi della quotazione

3.1 Le cause interne: la struttura del capitalismo italiano

La progressiva riduzione del numero delle società quotate nel mercato italiano – come emerge nelle *figura 1.2.1* par. 2.2.1 – è stata causata non soltanto da fattori regolamentari e istituzionali ma anche dalle caratteristiche intrinseche del sistema economico nazionale.

In particolare, numerosi studi hanno evidenziato come alcune peculiarità del capitalismo italiano abbiano storicamente limitato la propensione delle imprese ad aprirsi al mercato dei capitali.

Il capitalismo italiano è da sempre connotato da particolari caratteristiche. Rispetto ai modelli noti come capitalismo “anglosassone”⁶⁵ e “renano”⁶⁶, il Governo Prodi, nel 1991, ha definito quello italiano come un “capitalismo senza volto”, caratterizzato dalla centralità dell'impresa familiare e dall'assenza delle *public companies*.

Il sistema italiano poteva essere immaginato come una piramide schiacciata alla cui base, molto ampia, si rinvenivano una miriade di piccole imprese, mentre, al vertice le poche società di considerevoli dimensioni⁶⁷.

Il capitalismo italiano è storicamente caratterizzato da una struttura proprietaria peculiare, nella quale alla diffusa presenza di imprese a controllo familiare si

⁶⁵M. ZANOBIO. “*I modelli di Capitalismo*” n.1304, Milano, 2013: “*Outsider model: fortemente orientato al mercato del capitale di rischio, dove l'influenza maggiore sulle decisioni rilevanti per l'impresa è rimessa nelle mani di soggetti che sono a contatto diretto con la gestione, con imprese a proprietà azionariata diffusa e rischi elevati di conflitti di interesse fra azionisti e manager*”.

⁶⁶M. ZANOBIO. “*I modelli di Capitalismo*” n.1304, Milano, 2013: “*Insider model: orientato al ruolo degli intermediari ed incentrato sulle risorse messe a disposizione dagli azionisti o dal sistema bancario, e dove le decisioni spettano a soggetti che conoscono approfonditamente il business, con imprese ad azionariato stabile e potenziali conflitti di interesse fra azionisti di controllo e di minoranza*”.

⁶⁷ Proposta Fondazione Agnelli tramite uno studio del 1974

affianca il ruolo rilevante dello Stato imprenditore, attivo nella gestione di ampi settori produttivi attraverso grandi gruppi pubblici.

Il problema della governance, inizialmente trascurato, ha assunto rilevanza crescente solo negli ultimi vent'anni. La dialettica economica sul controllo delle imprese era tradizionalmente focalizzata sul rapporto tra famiglie imprenditrici e Stato. Con le privatizzazioni degli anni Novanta, lo Stato ha progressivamente abbandonato il ruolo di gestore per assumere quello di regolatore dei servizi di pubblica utilità.

Il sistema italiano si caratterizza per la predominanza di piccole e medie imprese a proprietà stabile, spesso di matrice familiare. In base ai modelli di comportamento, le PMI possono essere classificate in tre tipologie:

- a) PMI “tradizionali”, ovvero aziende familiari di prima generazione, operanti in settori a bassa competitività, con processi di crescita limitati;
- b) PMI in “transizione”, ossia imprese in fase strategica o generazionale di cambiamento o parte di un gruppo, che operano in contesti più complessi e turbolenti e affrontano scelte di sviluppo articolate;
- c) PMI “complesse”, caratterizzate da eccellenza competitiva e apertura ai mercati internazionali, per le quali il supporto di istituzioni finanziarie e bancarie è cruciale. Questa categoria è inoltre più incline a ricevere investimenti da operatori esterni, quali fondi di private equity o investitori internazionali.

Questa struttura delle imprese italiane – inadatta a un mondo di grandi monopoli intellettuali – sembra essere il problema essenziale del paese.

Ciò che appare limitare il vero sviluppo dell'economia italiana è la mancanza di meccanismi che permettano le mutazioni necessarie al salto dimensionale di alcune imprese. Negli anni è stato lo Stato imprenditore a limitare i danni derivanti dai difetti del sistema economico nazionale e, ancora oggi, viene considerato come l'azionista di riferimento, in quanto controlla quattro delle dieci più grandi imprese che operano nello Stato italiano⁶⁸.

⁶⁸ Delle rimanenti sei solo una è ancora in Italia mentre le altre sono migrate all'estero o sono da sempre straniere come la “Esso Italia”. Sul tema, v. U. PAGANO., *Il capitalismo italiano: un ibrido infelice*, in *Etica economica*, 2017; Cfr. G. D. MOSCO, *Società per azioni aperte e sistema delle fonti*, Law Review LUISS, 2018.

Le caratteristiche strutturali del capitalismo italiano appena descritte costituiscono il contesto nel quale si sviluppano specifici modelli proprietari e finanziari delle imprese. In particolare, tali elementi hanno favorito l'affermazione di un modello di capitalismo familiare caratterizzato da assetti proprietari concentrati e da una limitata apertura del capitale verso il mercato.

3.1.1. Il modello di capitalismo familiare e gli assetti proprietari concentrati

All'interno del sistema capitalistico italiano si sono sviluppati, nel tempo e nello spazio, diversi modelli che risentono di fattori sia storici che culturali⁶⁹.

In relazione al nostro ordinamento, il sistema economico tipico è quello del capitalismo familiare, in cui le imprese sono di proprietà e gestite da una o più famiglie.

In queste tipologie di sistemi, caratterizzati da una struttura proprietaria chiusa – spesso ricondotti al modello “latino” e all’insider system⁷⁰ –, il capitale è concentrato nelle mani di un unico soggetto o in un gruppo ristretto di soggetti.

⁶⁹ Tra i diversi modelli capitalistici emergono differenze rilevanti che incidono sul ruolo e sullo sviluppo dei mercati azionari. Un confronto significativo riguarda i modelli italiano, statunitense e tedesco. Nel contesto italiano il tessuto produttivo è caratterizzato dalla prevalenza di piccole e medie imprese e da una struttura proprietaria spesso concentrata in capo a nuclei familiari che mantengono il controllo anche dopo la quotazione. Ciò tende a ridurre la contendibilità del controllo societario e il ruolo del mercato azionario come strumento di finanziamento e disciplina dell'impresa. Il modello statunitense, invece, è sostenuto da un ampio mercato azionario e dalla diffusione di public companies con proprietà più dispersa, in cui il controllo societario risulta maggiormente contendibile attraverso il mercato. Nel modello tedesco, infine, prevalgono assetti proprietari più concentrati e relazioni stabili tra imprese, sistema bancario e altri stakeholder, in un contesto che attribuisce rilievo anche alla partecipazione dei lavoratori alla governance societaria. In tale sistema il mercato azionario assume un ruolo meno centrale rispetto a quello statunitense. V. A LAZZARINI, *Il governo. Dell'azienda familiare: Criticità, modelli e prospettive*, 1st ed. Torino, 2012; V. M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. CERA – G. PRESTI (a cura di), *Il Testo Unico Finanziario*, vol. II, Torino, 2020

⁷⁰ (2023). In: Idowu, S.O., SCHMIDPETER, R., CAPALDI, N., ZU, L., DEL BALDO, M., ABREU, R. *Outsider System Versus Insider System*. (eds) Encyclopedia of Sustainable Management. Springer, Cham: “the systems used in Continental and Latin European countries are often described as “insider,” “relationship-based,” and “network-based.” These expressions stress the role of insiders, such as controlling owners, banks, and employees, in a company’s decision-making processes, selection of managers, and performance assessment. Companies from Central, Latin, and Eastern Europe often present *blockholders*, such as the founder or the founder’s family, the State, and financial institutions (Amindav and Papaioannou, 2016); *blockholders* are the owner of majority shareholdings that give him the right to control a company. This concentrated ownership may lead to a horizontal agency issue between majority shareholders and minority shareholders. Majority shareholders have a dominant position in the general meeting and in the board nomination, play an active role in running the company, and have direct access to significant information.

Si tratta di un modello di assetto che, tendenzialmente, si rinviene all'interno dei sistemi di *civil law*, nei quali il mercato svolge una funzione allocativa meno rilevante rispetto ai sistemi *common law*.

L'adozione di tale modello comporta un controllo stabile della società in quanto eventuali passaggi di mano avvengono sempre in forma concordata, mediante la cessione del pacchetto di controllo.

In Italia, questo modello è particolarmente diffuso sia tra le piccole e medie imprese ma anche tra numerosi gruppi di maggiori dimensioni. In tale ambito il controllo è quasi sempre esercitato in ambito familiare, al punto che molte delle imprese vengono definite “padronali”.

Le origini del capitalismo familiare, in Italia, affondano le proprie radici in epoche remote, essendo possibile trovare esempi di aziende familiari già durante il periodo rinascimentale⁷¹.

Per quanto riguarda gli elementi distintivi delle strutture proprietarie italiane delle imprese familiari, le stesse sono rimaste invariate nonostante il decorso storico e le condizioni di complessità del sistema economico di riferimento; tra queste rinveniamo: a) concentrazione della proprietà; b) ricorso a strutture gerarchiche, all'aumentare delle dimensioni del business; c) scarsa contendibilità del controllo; d) incidenza della proprietà nella gestione dell'impresa; e) tipologia dei soggetti proprietari; f) nanismo imprenditoriale.

Le aziende italiane presentano una compagine proprietaria abbastanza omogenea, e solo di rado il capitale è aperto a soggetti esterni alla famiglia, come investitori istituzionali o altri privati interessati ad investimenti di medio-lungo termine⁷².

In primo luogo, va osservato come la volontà di mantenere la proprietà saldamente concentrata nelle mani dei soci familiari – confermato dalla presenza della stessa tra i tratti distintivi delle strutture delle imprese italiane – rifletta la

⁷¹ Sul punto, si ricorda l'attività vetraria svolta dall'azienda Baroveier & Toso a partire dal 1295 e tutt'ora operante ma anche l'attività bancaria svolta a Firenze dalla famiglia Medici. Per approfondimenti v. E. TEMPESTINI, *L'avanguardia del capitalismo bancario mediceo*, in *Il pensiero mediterraneo*, 2024.

⁷² A. ZATTONI, *Corporate governance nelle imprese familiari italiane*. Milano, 2004

convinzione che l'impresa rappresenti un affare di famiglia, parte integrante del patrimonio e degli interessi economici esclusivi del nucleo familiare⁷³.

In secondo luogo, potremmo osservare come la stabilità della proprietà di controllo sia direttamente proporzionale alla dipendenza del sistema imprese dal sistema famiglia in quanto maggiore è la stabilità, più forte sarà la dipendenza.

Se da un lato ciò garantisce coerenza strategica e unitarietà nella conduzione aziendale, dall'altro rischia di frenare le dinamiche evolutive dell'organizzazione, in particolare nei processi di gestione delle conoscenze e delle competenze.

È infatti diffusa la tendenza ad attribuire incarichi manageriali e di governance sulla base della "vicinanza" alla famiglia, una prassi che accentua il rapporto di dipendenza che intercorre tra l'impresa e le sue risorse esterne e che accentua la chiusura delle stesse rispetto al mondo esterno.

La centralità della famiglia nelle imprese si riflette sia sugli assetti proprietari sia sui meccanismi di *governance*: spesso, infatti, i proprietari coincidono con i manager, creando una figura ibrida quale, il "manager-proprietario", che concentra nelle proprie mani le decisioni strategiche e operative. Questa struttura si traduce in consigli di amministrazione che sono in larga parte composti da membri della famiglia o da soggetti ad essa vicini⁷⁴.

I proprietari familiari gestiscono i processi critici aziendali, sfruttando le informazioni aggiuntive e di carattere privato che consentono loro di monitorare in modo più efficiente l'andamento dell'impresa e di gestire il proprio business in una prospettiva di lungo termine, con particolare attenzione alla creazione del valore d'impresa affinché vi sia ricchezza da tramandare alle generazioni future. Tuttavia, questa enfasi sulla creazione del valore d'impresa per le generazioni future si rileva, sul piano sistemico, potenzialmente limitativa⁷⁵.

Per quanto il modello familiare possa presentare degli aspetti positivi in termini di andamento più efficienti dell'impresa grazie alla conoscenza di determinate

⁷³ V. MAGGIONI, G. DEL GIUDICE, *Governance delle imprese familiari: struttura proprietaria e performance*, 2011.

⁷⁴ A. COLLI, *Capitalismo familiare*, Bologna, 2006, p. 41

⁷⁵ L. DEL BENE, N. LATTANZI, G. LIBERATORE, *Aziende familiari e longevità economica: modalità di analisi e strumenti operativi*, Assago, 2012, p. 27

informazioni aggiuntive, si riscontrano delle forti criticità soprattutto nell'ambito della problematica relativa ai conflitti di interessi⁷⁶.

Come detto precedentemente, la presenza di manager appratenti alla famiglia, di per sé, non rappresenta un problema – a condizioni che gli stessi abbiano le competenze necessarie per svolgere il ruolo rivestito –, le difficoltà sorgono quando prevalgono logiche personali o quando il gruppo familiare tende a difendere posizioni consolidate anche a costo di rallentare innovazione ed efficienza dell'impresa⁷⁷.

La letteratura ha individuato tre principali tipologie di conflitto che possono emergere in contesti di imprese familiari. La prima tensione è legata al cosiddetto “altruismo asimmetrico”: il senso di solidarietà familiare può ridurre i costi di agenzia, ma al contempo favorire comportamenti opportunistici o fenomeni di *entrenchment*. Questo si traduce spesso in valutazioni più indulgenti nei confronti dei CEO membri della famiglia, proteggendo individui con performance inferiori semplicemente in virtù della loro appartenenza familiare.

Oltre all'altruismo, i proprietari familiari attribuiscono grande importanza al mantenimento del controllo a lungo termine, considerato un bene da tramandare alle generazioni future. Tale priorità può comportare il privilegio degli interessi familiari rispetto alle performance finanziarie. Di conseguenza, se da un lato il coinvolgimento della famiglia nella gestione riduce i conflitti tipici tra proprietari e manager, dall'altro genera nuovi conflitti di agenzia, in particolare tra i proprietari familiari e gli azionisti di minoranza⁷⁸.

Una seconda fonte di tensione emerge tra i membri della famiglia che ricoprono ruoli diversi, cioè quando alcuni sono coinvolti nella proprietà e altri anche nella gestione, possono sorgere conflitti tra chi decide (i familiari coinvolti solo nella proprietà) e chi governa (quelli coinvolti nel management).

⁷⁶ È frequente, ad esempio, la sovrapposizione tra la carica di presidente e quella di amministratore delegato, la quale risponde più all'esigenza di mantenere un controllo diretto e continuo sulla strategia aziendale, più che di una vera esigenza organizzativa.

⁷⁷ V. MAGGIONI, M. DEL GIUDICE. *Affari di famiglia: problematiche gestionali e modelli imprenditoriali emergenti nei nuovi family business*, Milano, 2011, p. 8; V. W. ZOCCHI, *Quando la famiglia è azienda*, Torino, 2008, p. 93.

⁷⁸ C. SANSONE. *I riflessi della scelta definitiva sullo studio della diffusione mondiale del family business* in E. VIGANÒ, *La sensibilità al valore nell'impresa familiare*, Padova, 2006, p. 80

Questa fattispecie – tipica dei *cousin consortium*⁷⁹ – si presenta tutte quelle volte in cui avviene la fase del passaggio generazionale, in cui gli eredi disegnati a ricoprire i ruoli di governo sono in numero inferiore rispetto ai soggetti legittimati alla proprietà. In tal caso, si riduce l'altruismo tra i familiari, la collaborazione efficiente e lo scambio di informazioni, nonché i tratti distintivi che sussistono nei rapporti di parentela e/o nei rapporti sociali pacifici⁸⁰.

Infine, la terza concerne i conflitti di interesse tra i membri della famiglia e membri non della famiglia (manager esterni). Questa ipotesi conflittuale interviene per la diversa prospettiva con cui si guarda all'impresa: la mancanza di indipendenza e di affettività all'impresa può indurre i manager non family ad entrare in conflitto con la proprietà, prediligendo soluzioni che limitano lo sviluppo dell'impresa.

Alla luce di queste considerazioni appare evidente come in Italia il problema principale di governo della *family business*⁸¹ deriva dalla scelta di gestire l'azienda secondo il mito "one man company", da parte di un unico proprietario, generalmente il fondatore, che considera l'impresa prima come "creatura propria" e poi come una attività economica; da ciò si può dedurre il motivo per cui le imprese che adottano tale modello siano meno predisposte ad aprirsi al mondo del mercato.

Come osservano molti economisti⁸², il capitalismo italiano è storicamente animato non da una logica basata sullo sviluppo bensì da una logica basata sulla preservazione del controllo, intesa come garanzia di continuità intergenerazionale.

⁷⁹ Per approfondimento vedi. Family & Business Interface "Cousins in charge: managing conflicts and driving success in multi-generational family enterprises" 9 ottobre 2024 (<https://digital.ffi.org/editions/cousins-in-charge-managing-conflicts-and-driving-success-in-multi-generational-family-enterprises/>)

⁸⁰ G. DELL'AMORE. *Le fonti del risparmio familiare*, Milano, 1962, p.36.

⁸¹ Si vedano al riguardo le seguenti definizioni di impresa familiare: P. LEACH, W. KENWAY-SMITH, A. HART, T. MORRIS, J. AINSWORTH, E. BETERLSEN, S. IRAQI, V. PASARI, 1990. «Un'impresa in cui più del 50% dei voti sono controllati da una famiglia» Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School. London. Stoy Hayward; «Un'impresa in cui i membri della famiglia possiedono almeno il 60% del capitale» R. DONCKELS, E. FROHLICH, 1991. *Are family businesses really different? European experiences from STRATOS in Family Business Review* 4 (2), pp. 149-160

⁸² Tra cui, Claudio Costamagna, banchiere e imprenditore italiano laureato in Economia all'Università Commerciale Luigi Bocconi, che ha svolto per oltre 18 anni ruoli apicali in Goldman Sachs, diventando Presidente della divisione Investment Banking per Europa, Medio Oriente e Africa (2004-2006). Successivamente ha fondato la boutique finanziaria CC & Soci Srl. Dal luglio 2015 al luglio 2018 è stato Presidente dell'Cassa Depositi e Prestiti (CDP).

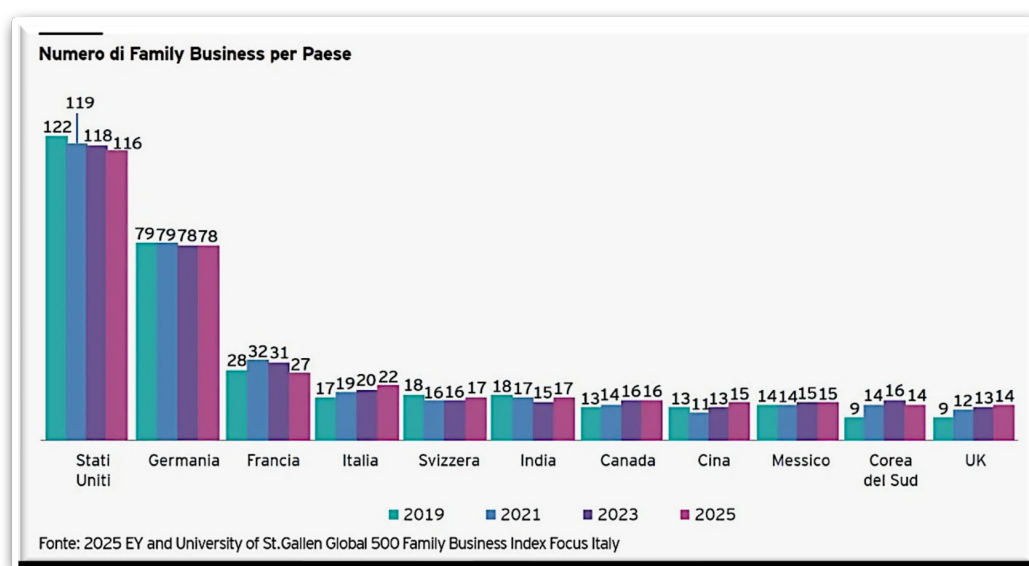
L'impresa finisce per essere concepita come patrimonio privato della famiglia e non come asset della collettività economica-finanziaria, con l'effetto di consolidare gli assetti proprietari chiusi. Questa "ossessione del controllo" ha contribuito a trattenere la maggior parte delle aziende in dimensioni ridotte, incentivata – soprattutto negli anni '80 e '90 – da vantaggi di breve periodo, quali un minore carico fiscale e una gestione delle relazioni industriali meno complessa.

Solo una ristretta parte dell'imprenditoria ha privilegiato lo sviluppo rispetto alla tutela del controllo, intraprendendo percorsi di quotazione e rafforzamento della governance.

Ad oggi, queste imprese sono quelle che operano con successo nei mercati internazionali, dimostrando che lo sviluppo richiede trasparenza, governance evoluta e una adeguata capitalizzazione e non la chiusura familiare.

La persistenza di assetti proprietari concentrati trova conferma anche nei dati contenuti nel Global 500 Family Business Index 2025, un rapporto elaborato da EY in collaborazione con la Saint Gallen University, che classifica le 500 maggiori imprese familiari a livello globale sulla base dei ricavi.⁸³ L'indice colloca l'Italia al quarto posto nel panorama globale e al terzo in Europa per numero di imprese familiari presenti nella classifica, evidenziando una crescita significativa.

Come si osserva da tale grafico:



⁸³ https://www.ey.com/it_it/newsroom/2025/04/le-aziende-familiari-italiane-crescono-nonostante-le-complessita-geopolitiche

Nel 2025 le aziende italiane incluse sono 22 (rispetto alle 20 del 2023), con ricavi combinati pari a 179 miliardi di dollari, in aumento del 12% rispetto ai 160 miliardi del 2023.

Nonostante questa performance, gli indicatori strutturali confermano la centralità del modello familiare e la sua distanza dai modelli di capitalismo più aperti.

Dall'Indice emerge che il 31,8% delle imprese italiane sono quotate in borsa, un dato inferiore alla media europea (38,4%) e globale (51,8%), a testimonianza di una propensione ancora limitata all'apertura del capitale delle aziende italiane alla Borsa. La presenza delle famiglie fondatrici nella compagine azionaria e nel top management resta forte. Guardando al CdA e al management delle aziende italiane, per circa il 45% delle società un componente della famiglia ricopre la posizione di CEO, a testimonianza della centralità delle famiglie nello sviluppo di queste realtà.

Nel loro insieme, questi dati suggeriscono che, pur in presenza di crescita economia e apertura internazionale, il capitalismo familiare italiano continua a essere caratterizzato da assetti proprietari chiusi, da una limitata propensione alla quotazione e dalla centralità del controllo familiare nella gestione strategica.

3.1.2. La sfiducia verso il mercato e la preferenza per l'autofinanziamento e per il finanziamento bancario

La struttura proprietaria concentrata e la centralità della famiglia nella gestione dell'impresa incidono profondamente anche sulle modalità attraverso cui le imprese italiane recepiscono le risorse finanziarie necessarie alla propria attività.

In un sistema economico caratterizzato da assetti proprietari chiusi e da una forte attenzione alla preservazione del controllo, il ricorso al mercato dei capitali tende, infatti, a essere percepito come uno strumento potenzialmente invasivo, in quanto implica l'apertura dell'azionariato e una maggiore esposizione alle dinamiche del mercato. In tale contesto si inserisce la tradizionale preferenza delle imprese italiane per il finanziamento bancario che rappresenta storicamente la principale fonte di approvvigionamento di risorse finanziarie e contribuisce a spiegare la limitata diffusione della quotazione nel mercato azionario.

Ad oggi, si può affermare che le stesse fanno anche ricorso ad altre fonti di finanziamento, tra cui, ad esempio, il c.d. “crowdfunding”⁸⁴, che si può distinguere in due diversi tipi: a) il *lending-based crowdfunding*, che prevede il prestito di denaro ai promotori di un progetto attraverso la sottoscrizione di un contratto di mutuo; b) *l’equity crowdfunding*, che consente ai promotori di un progetto di raccogliere capitale di rischio; in questo caso gli investitori non fanno un prestito ma versano una somma per acquistare una quota di capitale accogliendo il rischio di perdere l’intera somma investita in caso di fallimento del progetto⁸⁵.

La letteratura economica ha avuto modo di studiare il problema legato alle scelte finanziarie delle imprese, cercando di capire quali sono i maggiori fattori che le influenzano⁸⁶.

Innanzitutto, è opportuno inquadrare tutte le possibili fonti di finanziamento su cui le imprese possono fare affidamento, dividendole in due grandi categorie: fonti di finanziamento interne e fonti di finanziamento esterne.

Per quanto riguarda la prima categoria, si possono distinguere tre operazioni principali: a) aumento di capitale sociale; b) finanziamento da parte dei soci; c) autofinanziamento.

A differenza dell’autofinanziamento, l’aumento di capitale sociale e il finanziamento da parte dei soci sono operazioni che coinvolgono direttamente l’azionariato sociale. L’unica differenza che sussiste tra i due risiede nel fatto che, nella prima operazione, le somme entrano a titolo definitivo, come incremento del patrimonio netto, mentre nel finanziamento da parte dei soci si ha un potenziale e temporaneo versamento delle somme in quanto le stesse verranno rimborsate successivamente.

⁸⁴ G. QUARANTA, *Il finanziamento delle imprese: le fonti tradizionali e i nuovi strumenti: il Crowdfunding*, fascicolo 4- 2017: “uno strumento a cui ricorrere per finanziare la realizzazione di un prodotto o di un servizio, oppure come metodo di raccolta fondi per le start-up. In realtà esistono diverse tipologie del c.d. “finanziamento della folla”. Volendo individuare una definizione di crowdfunding si può riportare la seguente: si tratta di una particolare tipologia di finanziamento dal basso che consente a chi ha delle idee o delle necessità di andare a soddisfare i propri fabbisogni di capitale online attraverso specifiche piattaforme per la raccolta fondi. In Italia, a oggi, ci sono circa 120 piattaforme di crowdfunding attive, di cui una ventina sono dedicate all’equity crowdfunding.

⁸⁵ Banca d’Italia - L’economia per tutti: Crowdfunding

⁸⁶ Cfr. Tirole (2006), Brealey, Myres, Sandri (2007)

Terza ed ultima fonte di finanziamento interno a cui un'impresa può accedere è l'autofinanziamento. Nonostante esistano varie tipologie di operazioni, la più diffusa è quella inerente agli utili non distribuiti per coprire eventuali investimenti aziendali. Tramite l'autofinanziamento l'impresa ha la possibilità di mantenere il pieno controllo delle proprie decisioni e ridurre i costi legati agli interessi.

In tale contesto, la preferenza per l'autofinanziamento trova un solido fondamento teorico nella c.d. *pecking order theory* secondo cui le imprese seguono un preciso ordine gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento, privilegiando innanzitutto le risorse interne e ricorrendo solo in via residuale al capitale di rischio proveniente da soggetti terzi.

Secondo tale impostazione, l'autofinanziamento rappresenta la prima fonte di finanziamento, in quanto consente di evitare costi – sia espliciti che impliciti – connessi al ricorso a finanziatori esterni, nonché le problematiche derivanti dalle asimmetrie informative tra impresa e mercato⁸⁷.

Le fonti di finanziamento interne offrono diversi vantaggi, tra cui il mantenimento della indipendenza finanziaria, la riduzione del rischio legato ai debiti ma, soprattutto, per il fatto che non incidono sull'assetto proprietario e di non determinare modificazioni nella struttura di controllo dell'impresa, permettendo al soggetto economico di mantenere invariati gli equilibri decisionali e di evitare interferenze da parte dei soggetti esterni. Tuttavia, tale modalità di finanziamento presenta limiti strutturali rilevanti. L'autofinanziamento, infatti, è intrinsecamente subordinato alla capacità dell'impresa di generare risultati economici positivi e alla possibilità di reinvestire gli utili nella gestione, risultando quindi insufficiente in presenza di programmi di crescita particolarmente ambiziosi o di fabbisogni finanziari elevati. Ne deriva che, al crescere del fabbisogno finanziario, l'impresa è inevitabilmente chiamata a rivolgersi a fonti esterne di capitale proprio, le quali implicano l'ingresso di nuovi investitori.

⁸⁷ Cfr. P. CAPALDO, *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Milano, 1968; A. DESSY, *Il finanziamento a medio termine della piccola e media impresa*, Giuffrè, Milano, 1987.

La necessità di aprire il capitale a soggetti terzi e di sottoporsi alle regole del mercato costituisce uno dei principali fattori che spiegano la persistente riluttanza delle imprese italiane nei confronti dell'accesso al mercato dei capitali, rafforzando la preferenza per modelli di finanziamento interni o bancari⁸⁸.

Per quanto riguarda le fonti di finanziamento esterne, rappresentano una delle modalità principali attraverso cui le imprese possono ottenere risorse finanziarie da parte di soggetti terzi come banche, investitori o istituzioni pubbliche. Queste forme di finanziamento vengono utilizzate soprattutto da parte di quelle imprese che necessitano di capitali particolarmente significativi o che non possono contare su un sufficiente autofinanziamento interno.

Tra le modalità di finanziamento esterno possiamo ricordare: il *venture capital*, o capitale di rischio, destinata principalmente alle start up o alle aziende innovative con un alto potenziale di crescita. Questo tipo di finanziamento è vantaggioso per le imprese che non hanno ancora generato profitti sufficienti per ottenere un prestito bancario tradizionale. Tuttavia, una delle principali limitazioni risiede nell'ingerenza da parte degli investitori, i quali possono influenzare le decisioni strategiche.

Una seconda opzione sono i contributi a fondo perduto che vengono solitamente erogati da enti pubblici o istituzioni governative. Questi contributi non devono essere rimborsati, motivo per cui risultano molto "appetibili" per le imprese.

Tuttavia, accedere a questi fondi può essere complesso, perché i bandi pubblici spesso richiedono una lunga procedura di candidatura oltre al rispetto di determinate condizioni.

Infine, come ultima modalità di finanziamento esterno rinveniamo il prestito bancario, nonché la forma di finanziamento più tradizionale per le imprese.

Le banche offrono linee di credito a breve, medio e lungo termine che le aziende possono utilizzare per finanziare progetti di espansione, coprire spese operative o investire in nuove tecnologie. Il vantaggio di tale modalità è la "rapidità" con cui riuscire ad ottenere i fondi, soprattutto se l'azienda ha una buona storia creditizia.

⁸⁸ Italia Contributi – Forme di finanziamento per le imprese 16 settembre 2024

La capacità delle banche di raccogliere il risparmio presso le famiglie e di affidarlo a imprenditori coraggiosi e innovatori ha segnato gran parte delle storie di successo della storia italiana. Al contempo, lo stretto legame intercorrente tra le banche e imprese è sfociato anche in episodi di crisi che hanno messo in risalto le fragilità del sistema finanziario in cui il ruolo dei mercati è sottodimensionato.

Autorevole dottrina constata la persistenza della dipendenza delle imprese dal finanziamento bancario rispetto ai vari cambiamenti istituzionali e alle profonde trasformazioni dell'economia⁸⁹.

Gli anni 2000 sono stati caratterizzati da una forte espansione del credito bancario. Il calo dei tassi di interesse seguito dall'avvio dell'unione monetaria e a condizioni favorevoli di raccolta sui mercati internazionali ha consentito alle banche di ampliare notevolmente l'offerta di credito.

L'abbondanza di credito a costi contenuti ha avuto due conseguenze fondamentali: la prima è legata alla diminuzione nel mercato da parte delle imprese, nonostante avessero le caratteristiche per farlo; in secondo luogo, ha favorito la diffusione del grado di indebitamento indebolendo la struttura finanziaria di gran parte del settore produttivo.

Le banche tradizionali rappresentano il maggior settore finanziatore delle imprese. Nel 2019 – secondo il bollettino economico della Banca d'Italia – il credito bancario rappresentava il 65% del totale dei debiti finanziari delle aziende, percentuale nettamente superiore rispetto ad altri paesi europei come la Germania e la Francia.

Il ricorso a fonti alternative di finanziamento a livello nazionale è dunque ancora limitato, soprattutto da parte delle piccole-medie imprese.

Ciò che induce il ricorso al credito bancario è sicuramente il fatto che le banche tradizionali avendo difficoltà ad impiegare le proprie risorse, propongono finanziamenti con costi molto bassi e con complessità tecniche limitate.

⁸⁹ Nel 1922, Piero Sraffa concludeva la sua analisi della crisi bancaria innescata dal dissesto della Banca Italiana di Sconto sottolineando che il finanziamento dell'industria è considerato dalle banche Italiane come una delle loro funzioni principali: esse normalmente concedono crediti anche a lungo termine alle aziende industriali e spesso si impossessano di una proporzione rilevante del loro capitale azionario e lo conservano fino a che non siano in grado di piazzarlo convenientemente. Una tale politica da parte delle banche rappresenta per l'industria una necessità assoluta. A causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili e della timidezza e ignoranza di molti capitalisti, le industrie non possono altrimenti ottenere il capitale di cui hanno bisogno.

In altri termini, il ricorso a finanziatori alternativi alla banca presuppone la capacità di utilizzare strumenti di comunicazione economica-finanziaria come, ad esempio, le analisi finanziarie infrannuali o anche il piano economico finanziario mentre, la banca pone, generalmente, richieste modeste in ordine all'utilizzo degli stessi.

La persistente centralità del credito bancario nel finanziamento delle imprese italiane contribuisce quindi a ridurre il ricorso al mercato dei capitali come fonte di raccolta di risorse finanziarie. Tale configurazione rappresenta quindi uno degli elementi strutturali che hanno limitato lo sviluppo del mercato azionario nel contesto italiano.

3.1.3. L'iper-regolamentazione del mercato e i costi di compliance

Il contesto economico e giuridico contemporaneo – oltre a essere considerato “bank-based” – è caratterizzato da una crescente proliferazione di norme che disciplinano l'attività d'impresa, un fenomeno noto come “iper-regolamentazione” o “stratificazione regolamentare”. Questo processo descrive la stratificazione e la complessità degli adempimenti legali, burocratici e di compliance a cui le società sono sottoposte, derivanti da fonti normative eterogenee: dal diritto nazionale a quello sovranazionale, fino alle regolamentazioni settoriali e alle *soft law* aziendali. Le cause di questa espansione sono molteplici e includono, da un lato, la necessità di armonizzare i mercati (come nel caso del mercato unico europeo), dall'altro, la reazione a crisi economiche e scandali finanziari che hanno alimentato la richiesta di maggiori tutele da parte degli stakeholder (consumatori, investitori) e per l'interesse pubblico generale.

Gli effetti di questa iper-regolamentazione sono stati oggetto di un acceso dibattito poiché, se da un lato, l'intento è quello di garantire maggiore trasparenza, equità e stabilità, prevenendo abusi di posizione dominante e tutelando beni giuridici fondamentali, tra cui la sicurezza e l'ambiente, dall'altro, emergono criticità significative.

L'eccessivo carico normativo si traduce spesso in un aumento esponenziale dei costi di compliance per le imprese, con un impatto sproporzionato sulle piccole e medie imprese che faticano a sostenere gli investimenti necessari in risorse umane e tecnologiche dedicate.

Questa rigidità ha “soffocato” l’iniziativa imprenditoriale, portando ad un rallentamento dei processi decisionali e alla riduzione della competitività nel sistema economico.

Ad oggi la sfida cruciale per il legislatore rimane quella di ricercare un punto di equilibrio che consenta di conciliare l’esigenza di controllo e tutela con la promozione di un ambiente imprenditoriale, agile, dinamico e capace di generare valore.

A differenza di altri ordinamenti, il sistema italiano si caratterizza per la presenza di una struttura regolatoria articolata nella quale un ruolo centrale è svolto dalla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob), istituita con il d.lgs. 216\1974. L’autorità esercita una vigilanza regolamentare, informativa, ispettiva e sanzionatoria di ampiezza eccezionale, articolata su più livelli. Come la stessa Consob sintetizza nella propria autoregolamentazione e nel proprio sito istituzionale essa: *“vigila sull’operato delle società di gestione dei mercati regolamentati, sulla trasparenza e sul corretto svolgimento delle negoziazioni, sul comportamento degli intermediari e soprattutto sugli emittenti quotati”*.

A ciò si aggiunge una vasta attività regolamentare: il Codice civile e il TUF che rinviando frequentemente alla disciplina secondaria, attribuendo alla Consob un potere normativo ampio, simile a quello previsto in campo alla Banca d’Italia nel settore bancario⁹⁰.

Tale potere si esercita non solo tramite regolamenti vincolanti – Regolamento emittenti n.11971\1999 (aggiornato con le modifiche apportate con delibera

⁹⁰ Vedi. Art.114 TUF “Comunicazioni al pubblico”: 1. Gli emittenti quotati comunicano al pubblico le informazioni privilegiate ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, secondo le modalità stabilite dalle norme tecniche di attuazione adottate dalla Commissione europea ai sensi del medesimo articolo 17, par. 10. La Consob detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite al gestore del mercato con le proprie e può individuare compiti da affidargli per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo 64, comma 2, lett. d).

2. Gli emittenti quotati impartiscono le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge e dal regolamento (UE) n. 596/2014. Le società controllate trasmettono tempestivamente le notizie richieste.

3. Gli emittenti quotati, in caso di ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate, trasmettono su successiva richiesta della Consob la documentazione comprovante l'assolvimento dell'obbligo previsto dall'articolo 17, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 596/2014 e dalle relative norme tecniche di attuazione.

n.23725 del 29 ottobre 2025); Regolamento 17221\2010⁹¹ – ma anche tramite comunicazioni, linee interpretative, richieste istruttorie e attività di *soft law*.

A ciò si aggiunge la disciplina di Borsa Italiana\Euronext Milan contenuta nel Regolamento dei mercati e nelle istruzioni, le quali prevedono ulteriori obblighi organizzativi, requisiti di corporate governance, criteri di ammissione e permanenza e obblighi informativi di natura tecnica e procedurale.

Questa presenza regolatoria così ampia, stratificata e pervasiva contribuisce al quadro normativo italiano, rendendolo particolarmente complesso e in costante evoluzione. Gli emittenti devono confrontarsi non solo con il dettato delle norme primarie e dei regolamenti formali, ma anche con un flusso continuo di interpretazioni, chiarimenti, aggiornamenti e comunicazioni.

Un secondo ambito fortemente inciso dall'iper-regolamentazione è quello della Corporate Governance. Sebbene il codice di Corporate Governance adottato da Borsa italiana preveda l'applicazione del principio "*comply or explain*", il mercato e gli investitori istituzionali esercitano una pressione che di fatto porta le società a recepire parte delle disposizioni.

La presenza di comitati endoconsiliari, l'incremento della componente indipendente nei consigli di amministrazione, la predisposizione di sistemi di controllo interno e gestione dei rischi e la formalizzazione dei processi decisionali

⁹¹ Vedi. Reg.17221\2010, art. 5 "Informazioni al pubblico sulle operazioni con parti correlate": 1. In occasione di operazioni di maggiore rilevanza, da realizzarsi anche da parte di società controllate italiane o estere, le società predispongono, ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del Testo unico, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4. 2. Le società predispongono il documento informativo indicato nel comma 1 anche qualora, nel corso dell'esercizio, esse concludano con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alle società medesime, operazioni tra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario le quali, pur non qualificabili singolarmente come operazioni di maggiore rilevanza, superino, ove cumulativamente considerate, le soglie di rilevanza identificate ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a). Ai fini del presente comma rilevano anche le operazioni compiute da società controllate italiane o estere e non si considerano le operazioni eventualmente escluse ai sensi degli articoli 13 e 14; Art.6 "Operazioni con parti correlate e comunicazioni al pubblico": 1. Qualora un'operazione con parti correlate sia resa nota con la diffusione di un comunicato ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, quest'ultimo riporta, in aggiunta alle altre informazioni da pubblicarsi ai sensi della predetta norma, almeno le seguenti informazioni: a) la descrizione dell'operazione; b) l'indicazione che la controparte dell'operazione è una parte correlata e la descrizione della natura della correlazione; c) la denominazione o il nominativo della controparte dell'operazione; d) se l'operazione supera o meno le soglie di rilevanza identificate ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a), e l'indicazione circa l'eventuale successiva pubblicazione di un documento informativo ai sensi dell'articolo 5; e) la procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione dell'operazione e, in particolare, se la società si è avvalsa di un caso di esclusione previsto dagli articoli 13 e 14; f) l'eventuale approvazione dell'operazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori o consiglieri indipendenti.

rappresentano solo alcuni degli elementi decisionali che determinano un innalzamento significativo degli oneri organizzativi. Per le molte imprese familiari italiane, storicamente basate su modelli decisionali accentrati e su strutture snelle, l'ingresso nel mercato borsistico comporta un cambiamento profondo nella cultura gestionale che non sempre risulta sostenibile nel medio periodo.

Un ulteriore nucleo di iper-regolamentazione è rappresentato dalla disciplina in materia di abusi di mercato.

L'art.180 TUF e ss., in coordinamento con il Regolamento (UE) n.596/2014 (MAR)⁹², impongono obblighi stringenti in materia di gestione delle informazioni privilegiate⁹³, tenuta dalle insider list⁹⁴, comunicazioni di *internal dealing*⁹⁵, misure preventivi e presidi di controllo interno.

⁹² Eur-Lex: “Prevenire gli abusi di mercato sui mercati finanziari”: Il Reg. (UE) 596/2014 punta a garantire che la legislazione dell’Unione Europea tenga il passo con gli sviluppi del mercato per combattere gli abusi sui mercati finanziari. Le norme vietano tre tipi di abusi: a) manipolazione del mercato: L’avvio di una operazione o qualsiasi altra condotta che invii, o è probabile che invii, segnali falsi o fuorvianti riguardo all’offerta/domanda di prezzo di uno strumento finanziario, oppure che consenta, o è probabile che consenta, di fissare il prezzo di uno strumento finanziario a un livello anormale o artificiale. Può anche includere una transazione o un comportamento che faccia uso di artifici o altra forma di inganno, la diffusione di informazioni fuorvianti, la trasmissione di informazioni false o fuorvianti, la comunicazione di dati falsi o fuorvianti o qualsiasi azione che manipoli il calcolo di un parametro di riferimento; b) Abuso di informazioni privilegiate. Si verifica laddove una persona usi informazioni privilegiate effettuando operazioni, per proprio conto o per conto di terzi, su uno strumento finanziario cui tali informazioni privilegiate fanno riferimento. Per informazione privilegiata si intende un’informazione avente un carattere preciso, che non è pubblica, concernente l’emittente (o gli emittenti) di strumenti finanziari e che, se resa pubblica, avrebbe un effetto significativo sui prezzi; c) Comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Si verifica qualora una persona possieda informazioni privilegiate e le comunichi ad un’altra persona (ad esempio facendo trapelare documenti riservati che contengono informazioni privilegiate), tranne nel caso in cui la comunicazione avvenga nel normale esercizio di un’occupazione, una professione o una funzione. Le norme del regolamento sugli abusi di mercato rafforzano i poteri di controllo e indagine delle autorità di regolamentazione indicate da ogni Stato membro per garantire il corretto funzionamento dei loro mercati finanziari. Per esempio, i loro poteri comprendono condurre ispezioni e indagini sul posto e richiedere il congelamento o il sequestro dei beni.

⁹³ Considerando 55, Reg.596/2014. Cfr. F. ANNUNZIATA., ARRIGONI M., “*Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*”(<https://www.dirittobancario.it/art/le-principali-novita-del-listing-act-sulla-comunicazione-al-pubblico-di-informazioni-privilegiate/>), in Rivista Non solo diritto bancario.

⁹⁴ Si veda “Organizzazione e funzionamento dell’insider list” Consob, 14 nov. 2016

⁹⁵ Glossario finanziario – Borsa italiana – Internal dealing: “*Le società quotate sono tenute, a tutela della trasparenza e parità informativa del mercato, a rendere periodicamente note al mercato, quando di importo significativo, le operazioni su strumenti finanziari effettuate per conto proprio, anche indirettamente, da persone rilevanti, ovvero i soggetti che, in virtù dell’incarico ricoperto all’interno della società dispongono di un potere decisionale o una conoscenza significativa delle strategie aziendali, tali da avvantaggiarli nelle decisioni di investimento sugli strumenti finanziari della società. Le operazioni devono riguardare strumenti finanziari quotati emessi dall’emittente o da sue controllate (escluse le obbligazioni non convertibili); strumenti finanziari, anche non quotati, che attribuiscono il diritto di sottoscrivere, acquistare o vendere gli strumenti citati; strumenti*

La Consob esercita su tali aspetti una intensa attività di vigilanza, mediante richieste di chiarimenti, convocazione e, laddove necessario, sanzioni di importi elevati. L'incertezza che deriva dalla complessità normativa, unita al rischio reputazionale associato a possibili violazioni, induce le società a rafforzare ulteriormente le funzioni di compliance, con conseguente incremento dei costi.

Una conseguenza immediata e tangibile di questo quadro iper-regolamentato è l'aumento dei costi di compliance, vale a dire l'insieme delle spese che le società quotate devono sostenere per conformarsi alle norme di legge, ai regolamenti Consob.

Secondo l'impostazione istituzionalmente accolta da Consob, Assonime e Borsa Italiana, i costi di compliance comprendono le attività necessarie per garantire la corretta produzione, gestione e diffusione dell'informativa societaria, il rispetto delle procedure di corporate governance, l'adeguatezza dei sistemi di controllo interno e la conformità alla disciplina sugli abusi di mercato. A ciò si aggiunge il costo della revisione legale dei conti, delle attività del collegio sindacale, delle funzioni di *compliance* e *internal audit*. In questa prospettiva, i costi di compliance rappresentano un fattore strutturale in grado di incidere sull'ultrattività della quotazione.

Un ambito particolarmente significativo in cui si manifesta la natura fortemente regolata del mercato borsistico italiano è quello dell'informazione finanziaria e, in particolare, la disciplina del bilancio delle società quotate. Tale disciplina è uno dei tanti esempi più evidenti di come la regolamentazione applicabile agli emittenti sia più rigorosa, complessa e onerosa.

Il bilancio è quel documento attraverso il quale gli investitori acquisiscono informazioni indispensabili per assumere decisioni consapevoli di investimento, disinvestimento e partecipazione al governo societario; di conseguenza, alle società quotate viene richiesto un livello di trasparenza e qualità informativa molto più elevato.

finanziari derivati e covered warrant, aventi come attività sottostante tali strumenti. La comunicazione delle operazioni di internal dealing è un obbligo a carico delle società quotate”.

A differenza delle società per azioni non quotate, le società quotate redigono il bilancio in conformità ai principi contabili internazionali IAS\IFRS, resi vincolanti nell'ordinamento europeo dal Reg. (CE) n.1606\2002⁹⁶ e recepiti in Italia con il d.lgs. 38\2005⁹⁷.

Ciò implica l'adozione di criteri di valutazione differenti e anche una diversa filosofia nella redazione del bilancio stesso poiché mentre il Codice civile si fonda sul principio di prudenza, che consente l'iscrizione di valori effettivamente realizzati, i principi contabili internazionali IAS\IFRS privilegiando il principio del *fair value*⁹⁸, cioè la valutazione degli elementi patrimoniali sulla base del loro valore di mercato.

Alla maggiore complessità metodologica si aggiunge un'ulteriore differenza strutturale in quanto, i documenti che compongono il bilancio non sono quattro bensì cinque, essendo obbligatoria la redazione del prospetto delle variazioni del patrimonio netto. Gli schemi di bilancio da adottare sono predisposti dalla Consob⁹⁹.

⁹⁶ Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 243 del 11/09/2002 - serie L Regolamento (CE) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali.

⁹⁷ Decreto legislativo del 28/02/2005 n. 38, Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali. Pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 66 del 21/03/2005

⁹⁸ IFRS 13: *“Il fair value (valore equo) è un criterio di valutazione di mercato, non specifico dell'entità. Mentre per alcune attività e passività, potrebbero essere disponibili transazioni o informazioni di mercato osservabili, per altre attività e passività tali informazioni potrebbero non essere disponibili. Tuttavia, la finalità della valutazione del fair value (valore equo) è la stessa in entrambi i casi: stimare il prezzo al quale una regolare operazione per la vendita dell'attività o il trasferimento della passività avrebbe luogo tra gli operatori di mercato alla data di valutazione alle condizioni di mercato correnti (ossia un prezzo di chiusura alla data di valutazione dal punto di vista dell'operatore di mercato che detiene l'attività o la passività). 3. Quando non è rilevabile un prezzo per un'attività o una passività identica, l'entità deve valutare il fair value (valore equo) applicando un'altra tecnica di valutazione che massimizzi l'utilizzo di input osservabili rilevanti e riduca al minimo l'utilizzo di input non osservabili. Poiché il fair value (valore equo) è un criterio di valutazione di mercato, esso viene determinato sulla base di quelle assunzioni che gli operatori di mercato utilizzerebbero per determinare il prezzo dell'attività o della passività, incluse le assunzioni circa i rischi. Di conseguenza, l'intenzione dell'entità di detenere un'attività o di estinguere una passività (o di adempiere in altro modo) non è rilevante ai fini della valutazione del fair value (valore equo)”*.

⁹⁹ Art.9 co.3 d.lgs. 38\2005: *“La Commissione nazionale per le società e la borsa predispone gli schemi di bilancio per le società di cui alle lettere a) e b) del comma 1 dell'articolo 2, diverse da quelle di cui alle lettere c) e d) del comma 1 dell'articolo 2”*.

A questi obblighi si aggiunge il bilancio consolidato¹⁰⁰, sempre obbligatorio per gli emittenti quotati e anche, a seguito dell'introduzione del d.lgs. 254/2016, e rafforzata dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (Direttiva UE n. 2464/2022), che impone di rendicontare in modo dettagliato profili ambientali, sociali, lavoristici e anticorruzione.

Il bilancio è soggetto ad un iter procedurale molto più complesso poiché – l'art.154-ter TUF¹⁰¹ – impone la pubblicazione della relazione finanziaria annuale entro massimo quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, con un anticipo sui tempi e con maggiori formalità. La disciplina si completa con il ruolo del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, figura introdotta dall'art. 154-bis TUF¹⁰². Quest'ultimo è dotato di poteri propri e svolge il compito primario

¹⁰⁰ Definizione: “Il bilancio consolidato è un allegato del bilancio d'esercizio della controllante (redatto dai suoi amministratori e non approvato in via specifica dall'assemblea) ed è volto a fornire una rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico del complesso delle imprese”. Per la disciplina inerente i casi di esclusione vedi. Art.117 TUF: “1. Alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea non si applicano i casi di esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato previsti dall'articolo 27 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, dall'articolo 27 del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87 e dall'articolo 61 del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173. 2. Il Ministro di grazia e giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, individua con regolamento tra i principi contabili riconosciuti in ambito internazionale e compatibili con quelli delle direttive emanate in materia dall'Unione Europea quelli sulla base dei quali gli emittenti strumenti finanziari quotati sia in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione sia in mercati di paesi extracomunitari possono, in deroga alle vigenti disposizioni in materia, redigere il bilancio consolidato, sempre che i suddetti principi siano accettati nei mercati di paesi extracomunitari. L'individuazione dei principi ha luogo su proposta della CONSOB, da formularsi d'intesa con la Banca d'Italia per le banche e per le società finanziarie previste dall'articolo 1, comma 1, del decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87 e con l'Ivass per le imprese di assicurazione e di riassicurazione previste dall'articolo 1 del decreto legislativo 26 maggio 1997, n. 173”.

¹⁰¹ Art.154-ter TUF: “1. Fermo restando quanto previsto dagli articoli 2364, secondo comma, e 2364 bis, secondo comma, del codice civile, entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento, la relazione finanziaria annuale, comprendente il progetto di bilancio di esercizio o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, il bilancio di esercizio, nonché il bilancio consolidato, ove redatto, la relazione sulla gestione e l'attestazione prevista all'articolo 154 bis, comma 5”.

¹⁰² Art.154-bis TUF: “1. Lo statuto degli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine prevede i requisiti di professionalità e le modalità di nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, previo parere obbligatorio dell'organo di controllo. 2. Gli atti e le comunicazioni della società diffusi al mercato, e relativi all'informativa contabile anche infrannuale della stessa società, sono accompagnati da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attestano la corrispondenza alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili. 3. Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari predispone adeguate procedure amministrative e contabili per la

di attestare la corrispondenza del bilancio e delle altre comunicazioni di informazione finanziaria alle risultanze contabili.

L'esistenza di questa figura e il suo dovere di predisporre adeguate procedure amministrative e contabili rappresentano un ulteriore livello di formalizzazione e di compliance che non si riscontra nell'ambito della disciplina delle società non quotate.

Accanto a ciò si colloca la revisione legale dei conti, che per le società quotate deve essere svolta da parte di una società di revisione indipendente iscritta nell'apposito registro e sottoposta alla vigilanza della Consob. L'incarico ha una durata di nove esercizi (sette per il responsabile incaricato della revisione), non è rinnovabile senza soluzione di continuità e può essere revocato per giusta causa.

La revisione comprende controlli periodici durante l'esercizio e un giudizio sul bilancio che può essere di quattro tipi: I) positivo senza rilievi (conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione); II) positivo con rilievi; III) negativo; IV) dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio. Può anche contenere altre dichiarazioni su eventuali errori o sulla presenza di eventi che possono incidere sulla continuità aziendale.

L'ingerenza da parte della Autorità di vigilanza viene confermata anche rispetto alla normativa prevista dall'art. 154-ter, co.7 TUF che prevede la possibilità di intervenire direttamente sui bilanci non conformi, imponendo all'emittente la pubblicazione di informazioni integrative e correttive.

Tutti questi elementi – ampiezza della disciplina, pluralità di documenti, complessità dei principi contabili internazionali, la presenza sia della società di revisione sia del dirigente preposto alla redazione dei documenti – costituiscono un chiaro esempio di iper-regolamentazione e si traducono in costi di compliance maggiormente onerosi, sia in termini economici sia in termini di struttura organizzativa.

Il bilancio – documento obbligatoriamente da redigere annualmente – diventa un processo che richiede presidi interni costanti, procedure formalizzate e controlli multipli alla base di un dialogo continuo con revisori e autorità di vigilanza. In un

formazione del bilancio di esercizio e, ove previsto, del bilancio consolidato nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario”.

mercato, come quello italiano, tali oneri incidono sensibilmente sulla scelta di accedere alla quotazione o di permanervi.

3.2 Le cause esterne: la debolezza strutturale del mercato mobiliare italiano nel contesto europeo e globale

Accanto ai fattori interni – legati alla struttura delle imprese, alla cultura finanziaria nazionale e ai costi compliance connessi alla quotazione – la crisi del mercato italiano delle IPO e, più in generale, della quotazione è fortemente influenzata da cause esterne. Il mercato dei capitali europeo presenta alcune debolezze strutturali, quali le ridotte dimensioni, la scarsa liquidità e la persistente frammentazione che incidono sia sulla crescita sia sulla innovazione. Gli stessi problemi si manifestano, con effetto maggiore, sul mercato italiano, dove l'ondata di *delisting* e di *forum shopping* sta determinando un sostanziale depauperamento dell'ecosistema¹⁰³.

3.2.1 La ridotta capitalizzazione complessiva della Borsa Italiana e la scarsa liquidità

Uno dei principali elementi strutturali che contribuiscono a spiegare la crisi della quotazione nel mercato italiano è rappresentato dalla ridotta capitalizzazione complessiva¹⁰⁴ e della persistente carenza di liquidità della Borsa italiana, fattori che incidono direttamente sulla capacità del mercato di attrarre nuove società e di trattenere quelle già quotate.

In una prospettiva comparata, la dimensione del mercato azionario italiano risulta da tempo significativamente inferiore rispetto a quella delle principali piazze finanziarie europee.

¹⁰³ L. GARAVOGLIA, *L'accesso delle imprese italiane ed europee al mercato azionario*, Assonime 2025.

¹⁰⁴ Glossario finanziario Borsa Italiana: per capitalizzazione si intende: “Il valore di Borsa di una società, dato dal prodotto della quotazione del titolo per il numero delle azioni esistenti. Appartengono al segmento dei titoli a media capitalizzazione le aziende che presentano un buon livello di capitalizzazione, ma non sufficiente per rientrare nel novero delle principali società quotate. Sono in genere aziende che hanno già superato con successo le fasi iniziali del ciclo di crescita di un'impresa e si trovano in una fase di consolidamento. In Italia le società a media capitalizzazione sono quotate sul mercato Midex, composto dalle società appartenenti all'MTA e all'MTAX, inferiori per capitalizzazione a quelle appartenenti all'S&P/Mib”.

Secondo i dati elaborati dalla *Federation of European Securities Exchanges* (FESE)¹⁰⁵, il rapporto tra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo nell'Unione Europea si colloca mediamente intorno al 70%, mentre in ordinamenti quali Francia, Paesi Bassi e Svezia tale rapporto supera stabilmente la soglia del 100%¹⁰⁶. Per contro, secondo i dati Consob, la capitalizzazione complessiva della società italiane quotate – considerati i mercati Euronext Milan, Euronext Growth Milan – nel 2023 si attestava intorno ai 586 miliardi di euro, pari a circa il 28,6% del PIL pur in aumento rispetto all'anno precedente¹⁰⁷.

Questa divergenza strutturale è da tempo evidenziata anche nella dottrina economico-giuridica italiana, secondo cui il c.d. “nanismo” della Borsa nazionale riduce l'attrattività del mercato e ne limita la profondità, intesa come capacità di assorbire ordini di acquisto e vendita senza generare variazioni rilevanti di prezzo, rendendo il mercato più vulnerabile agli shock e meno competitivo nel confronto con le principali piazze finanziarie continentali¹⁰⁸.

Alla ridotta capitalizzazione si accompagna una cronica carenza di liquidità, riconosciuta nei rapporti Consob ed Euronext. Nel Bollettino Statistico – Mercati (2023), l'Autorità segnala che la gran parte degli scambi azionari risulta fortemente concentrata su un numero ristretto di *blue-chip*¹⁰⁹ mentre, la maggior parte dei titoli

¹⁰⁵FESE: is the unique voice of European exchanges, advocating for fair, transparent and efficient capital markets to support growth and prosperity in Europe. We are committed to financing the economy, ensuring financial stability, and fostering sustainable development. We represent exchanges (regulated markets) which provide both institutional and retail investors with transparent and neutral price formation. Securities admitted to trading on our markets must comply with stringent initial and ongoing disclosure requirements and accounting and auditing standards set by EU laws. Many of our members also organise specialised markets that allow small and medium-sized companies across Europe to access capital markets; about 1,500 companies were listed in these specialised markets/segments in equity, increasing choice for investors and issuers. Through their regulated markets (RM) and multilateral trading facility (MTF) operations, FESE members fully support the European Commission's objective to create a Capital Markets Union (CMU).

¹⁰⁶ FESE – Federation of European Securities Exchanges, *European Market Capitalisation 2023*, pp. 3–4.

¹⁰⁷ Bollettino Statistico Consob 2023, Sezione: “*I mercati finanziari nel secondo semestre 2023*”.

¹⁰⁸ G. FERRARINI, *La corporate governance in Italia*, Il Mulino, 2021, p. 48 ss.

¹⁰⁹ Glossario finanziario Borsa Italiana: per *blue-chip* si intende: “*i titoli delle società principali di una Borsa. In Italia sono le società del Ftse MIB e quindi le quotate su un mercato regolamentato che possiedono la maggiore capitalizzazione*”.

di media e piccola capitalizzazione presenta volumi estremamente contenuti e spread denaro-lettera elevati¹¹⁰.

La presenza di *spread* più ampi comporta maggiori costi di transazione e una maggiore sensibilità dei prezzi a ordini di modesta entità, penalizzando l'efficienza del processo di formazione dei prezzi e riducendo l'attrattiva del mercato italiano rispetto ad altre piazze europee¹¹¹. Questa debolezza appare ancora più evidente se si considera il disallineamento tra la dimensione dell'economia reale e il peso del mercato azionario italiano nei principali indici internazionali.

Sotto il profilo macroeconomico, sebbene l'Italia rappresenti l'ottava economia mondiale e la quarta in Europa in termini di PIL, tale rilevanza non si traduce in una analoga dimensione del mercato azionario nazionale che risulta caratterizzato da una capitalizzazione contenuta e da una ridotta rappresentatività nei principali indici internazionali.

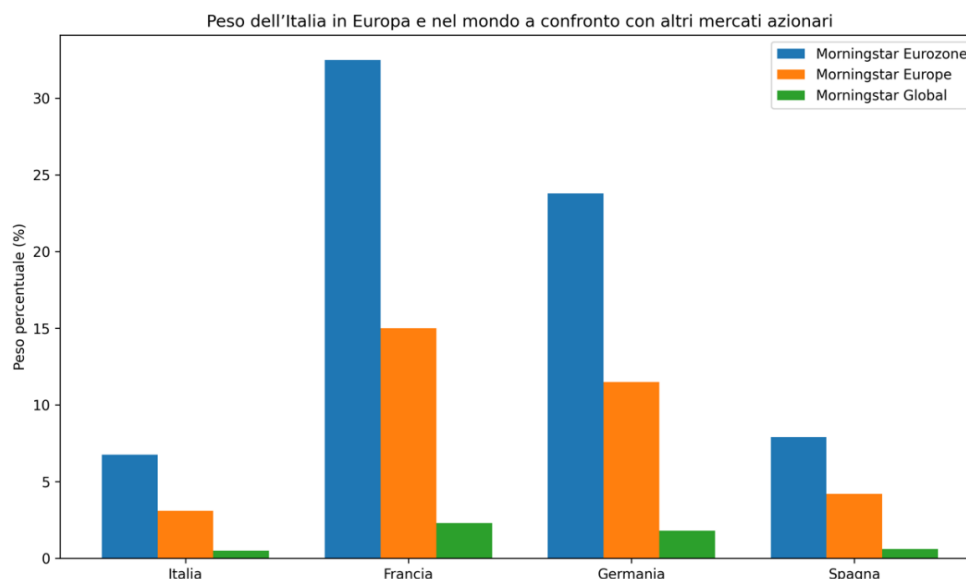
Come emerge dai dati elaborati della Morningstar, nell'indice Morningstar Eurozone¹¹², l'Italia pesa soltanto il 6,76% a fronte del 32,5% della Francia, del 23,8% della Germania e del 7,9% della Spagna. Il peso italiano si riduce ulteriormente se si amplia il perimetro di osservazione: nell'indice *Morningstar Europe* esso scende al 3,1%, mentre nel paniere azionario globale si attesta intorno allo 0,5%¹¹³.

¹¹⁰ Per spread denaro – lettera si intende: “La differenza (detta forbice) tra il prezzo di vendita a pronti (lettera) e il prezzo di acquisto a pronti (denaro) di attività finanziarie quotate. In ambito anglosassone è nota come *bid ask spread*. L'origine di questa espressione si fa risalire all'epoca delle prime contrattazioni di borsa, verso la metà del 16° secolo. Coloro che, infatti, vendevano titoli di credito, merci o monete estere offrivano all'acquirente la l., ovvero il documento cartaceo comprovante il possesso del bene e l'operazione di scambio, mentre coloro che acquistavano offrivano il d. (il prezzo del bene acquistato). I due termini si sono poi diffusi nel linguaggio comune mantenendo il medesimo significato: il d. rappresenta quanto l'intermediario (una banca o un market maker) è disposto a pagare per l'acquisto di una certa attività finanziaria, mentre la l. quanto l'intermediario richiede per la sua alienazione. Il differenziale tra i due prezzi è detto appunto *forbice denaro-lettera*” (Enciclopedia Treccani).

¹¹¹ Euronext, Market Quality Report 2022-2023, sez. “*liquidity and spreads*”

¹¹² Indice Morningstar Eurozone misura la performance degli ampi mercati regionali dell'area dell'euro, concentrandosi sul 97% dei titoli per capitalizzazione di mercato. L'indice non incorpora criteri ambientali, sociali o di governance.

¹¹³ S. SILANO, *l'Italia l'ottava economia mondiale è piccola in Borsa*, 2022



La rappresentazione grafica consente di cogliere immediatamente come il mercato azionario italiano occupi una posizione marginale nei principali indici internazionali. Tale dinamica è stata accentuata – negli ultimi anni – anche da fattori esogeni, quali gli effetti della guerra in Ucraina – in particolare l’impennata del prezzo del gas – e dall’incertezza politica che hanno inciso negativamente sulla capitalizzazione relativa di diversi mercati europei, tra cui quello italiano.

Un ulteriore profilo di debolezza riguarda la concentrazione settoriale del listino italiano. Secondo *Morningstar*, l’indice azionario nazionale risulta fortemente sbilanciato verso pochi comparti – in particolare finanziari, beni di consumo ciclici e utilities – che complessivamente rappresentano oltre il 66% dell’indice *Morningstar Italy*, mentre risultano scarsamente rappresentati settori ad elevata capitalizzazione globale, come quello tecnologico, farmaceutico e dei beni di consumo difensivi.

Questa struttura ha storicamente penalizzato Piazza Affari sia nelle fasi di espansione dei mercati azionari globali, sia in termini di attrattività per gli investitori internazionali.

La ridotta rappresentatività del mercato italiano nei principali indici internazionali produce anche effetti sul comportamento degli investitori. D’altronde lo scarso peso dell’Italia nei panieri europei e globali induce gli investitori

domestici a orientarsi prevalentemente verso strumenti azionari esteri, riducendo ulteriormente la domanda di titoli italiani.



In questo quadro critico – come evidenziato nella figura – segnato da una marcata riduzione della capitalizzazione e da una prolungata fase di stagnazione del mercato azionario italiano nel periodo successivo alla crisi finanziaria e alla crisi del debito sovrano europeo, la dinamica osservata nel 2025 assume rilievo quale elemento di discontinuità sul piano quantitativo.

In tale anno la capitalizzazione complessiva del mercato azionario italiano ha registrato una crescita significativa, superando la soglia dei 1.000 miliardi di euro e avvicinandosi circa al 48% del PIL, il livello più elevato mai registrato.

Tale incremento, pari a circa +28% su base annua, non è stato determinato da un aumento rilevante del numero delle società quotate bensì prevalentemente dall'apprezzamento dei corsi azionari delle imprese già presenti sul mercato, in particolare nei settori finanziari ed energetico.

Tuttavia, la dinamica del 2025 non appare sufficiente a superare le debolezze strutturali presenti nel mercato italiano. L'aumento della capitalizzazione non si è accompagnato a un miglioramento altrettanto diffuso della liquidità né a una riduzione significativa della concentrazione degli scambi. Pertanto, la recente crescita deve essere interpretata con cautela, più come un rimbalzo congiunturale

che come l'esito di una trasformazione strutturale del mercato dei capitali nazionale restando confermata la centralità dei fattori strutturali che incidono sulla crisi della quotazione e sul crescente ricorso al *delisting*¹¹⁴.

3.2.2 Il divario rispetto ai mercati extraeuropei e la centralità di Wall Street

Il confronto tra il mercato italiano e i principali mercati extraeuropei, in particolare quello statunitense, evidenzia un divario strutturale che ha progressivamente assunto dimensioni difficilmente colmabili.

Gli Stati Uniti rappresentano oggi il centro finanziario globale per eccellenza: la profondità degli scambi, la capacità di attrarre capitale, la solidità dell'ecosistema tecnologico e la presenza di investitori istituzionali di dimensione internazionale rendono il mercato americano un punto di riferimento.

L'Italia, al contrario, occupa un ruolo più marginale, riflesso di una capitalizzazione – come precedentemente analizzato –, di una liquidità insufficiente e di un sistema finanziario meno integrato.

Un indicatore emblematico del divario dimensionale è fornito da UBS: alla fine del XIX secolo la capitalizzazione di Wall Street era circa otto volte superiore a quella italiana; oggi il differenziale ha raggiunto un rapporto pari a 120 volte¹¹⁵.

Tale incremento non è il risultato di fattori continenti, ma l'esito di un secolo di traiettorie divergenti: mentre gli Stati Uniti hanno costruito un sistema finanziario orientato all'innovazione e all'espansione dei mercati di capitali, l'Italia ha progressivamente ridotto il proprio peso negli indici azionari globali rappresentando ad oggi lo 0,5% del Mornigstar World Index contro il 60,5% detenuto dal mercato degli stati Uniti¹¹⁶.

¹¹⁴ Consob – comunicato stampa 20 gennaio 2026: (https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-del-20-gennaio-2026/10194)

¹¹⁵ UBS, *Market Capitalisation Map*, dati riportati in *Il Sole 24 Ore*, Gloria F. 3 marzo 2024; “Nel 1899 Wall Street valeva 8 volte l'Italia, lo scorso anno il valore prodotto è stato di 120 volte superiore. A metterlo in luce è la mappa della banca elvetica Ubs, che ha messo nero su bianco il peso specifico dei singoli mercati azionari. Se è vero che lo strapotere degli Usa è evidente, a tratti totalizzante, è altrettanto vero che burocrazia avversa e regolamentazione più stringente rendono i mercati europei, Italia compresa, poco attraenti per gli investitori. Una situazione che potrebbe rallentare lo sviluppo economico del Paese”.

¹¹⁶ Morningstar Europe Index e Morningstar World Index, distribuzione geografica dei pesi; dati citati in *Il Sole 24 Ore*, 2024: “Il 60,5% della capitalizzazione globale è in mano a Wall Street. Per Borsa Italiana il valore si ferma a mezzo punto percentuale. Troppo poco, visto che a inizio del secolo scorso era quattro volte superiore”.

Questa divergenza evidenzia come la capacità di attrarre capitali sia oggi profondamente sbilanciata a favore degli Stati Uniti, che concentrano la quota prevalente della capitalizzazione mondiale e costituiscono la destinazione naturale dei flussi globali di investimento.

La distanza tra le due piazze emerge anche dalle dinamiche più recenti di mercato. Nel 2024, mentre Piazza Affari ha registrato un risultato positivo (+12,6%), sostenuto soprattutto dal comparto bancario, gli indici americani hanno riportato performance nettamente superiori: lo S&P 500 ha raggiunto un incremento di circa +24%, mentre il Nasdaq è cresciuto di oltre il 30%, trainato da titoli tecnologici e, in particolare, dalle società attive nel campo dell'intelligenza artificiale¹¹⁷.

Oltre a registrarsi nel campo “tecnologico”, la stessa si riflette nell'attività del mercato primario. Nel 2024, il mercato italiano ha registrato 23 nuove ammissioni a fronte di 29 *delisting*, con una raccolta complessiva pari di appena 206 milioni di euro. La tendenza evidenzia la difficoltà del sistema italiano nell'attrarre nuove società, ma anche la crescente propensione delle imprese già quotate ad abbandonare il mercato regolamentato. Al contrario, Wall Street continua ad attrarre operazioni di dimensione significativa, come l'IPO Reddit, avviata verso una valutazione di circa 6,5 miliardi di dollari, confermando la capacità di tale mercato di offrire valutazioni elevate, liquidità post-quotazione e una platea di investitori globali difficilmente paragonabili rispetto a quelli in Europa.

Accanto alle differenze di performance e di capacità di attrazione del mercato primario, si colloca una divergenza ancora più profonda: quella istituzionale. Come osservato dal presidente della Banca centrale europea, Christine Lagarde, i mercati dei capitali dell'Unione rimangono troppo “piccoli e frammentati” per competere con gli Stati Uniti¹¹⁸. Tale frammentazione si traduce in una minore integrazione dei capitali: nell'UE gli scambi transfrontalieri rappresentano circa il 26% del PIL, mentre negli Stati Uniti superano il 60% evidenziando un mercato privo di barriere e dotato di elevata mobilità del capitale.

Questa condizione si riflette inevitabilmente sulla competitività dei listini europei e soprattutto sul mercato italiano. Secondo il professore Luca Enriques, il ridotto peso della Borsa italiana è sintomatico di un contesto istituzionale

¹¹⁷ *Il Sole 24 Ore*, “Piazza Affari chiude il 2024 con un rialzo del 12,6%”, febbraio 2025.

¹¹⁸ BCE, interventi di Christine Lagarde sulla Capital Markets Union, 2023–2024.

sfavorevole agli investimenti: eccesso di burocrazia, regolamentazione complessa, scarsa diffusione dell'analisi finanziaria ma anche l'ampio ricorso ai poteri speciali da parte dello Stato – come il Golden Power¹¹⁹ –, rappresentano elementi che scoraggiano gli investitori e riducono la competitività¹²⁰. A ciò si aggiunge un sistema di governance che favorisce la presenza di azionisti di controllo, ostacolando la diffusione dell'azionariato e la crescita del mercato azionario domestico.

Nel complesso e in base a questo sopra esposto si potrebbe dire che la centralità di Wall Street non deriva solo dalla sua maggiore dimensione assoluta ma esprime l'effetto combinato di una maggiore integrazione finanziaria, di un ecosistema altamente innovativo, di una disponibilità di capitale incomparabile e di una capacità di attrarre società ad alto potenziale tecnologico. In questo contesto, la Borsa Italiana – già penalizzata da debolezza strutturale, liquidità ridotta e un modello di mercato meno propenso all'apertura nei confronti degli investitori esterni, data l'elevata presenza di PMI – si trova in una posizione di evidente svantaggio competitivo rispetto alla piazza finanziaria più avanzata del mondo.

3.2.3 Le cause esogene della crisi della quotazione

La contrazione delle quotazioni e il drastico calo delle IPO registrati negli ultimi anni sono riconducibili anche a fattori esogeni che hanno profondamente influenzato il funzionamento dei mercati finanziari globali. Inflazione, tassi di interesse elevati e instabilità geopolitica hanno modificato il contesto macroeconomico, incidendo sulla valutazione delle imprese, sulla liquidità del mercato e sulla propensione al rischio degli investitori.

Tra queste variabili, l'inflazione si configura come la più rilevante nel determinare la crisi delle quotazioni successiva al 2021. Per inflazione si intende

¹¹⁹ Vedi caso Vivendi (Tim e Mediaset): Il caso Vivendi costituisce uno degli esempi più significativi dell'utilizzo dei poteri speciali da parte del Governo italiano nel settore dei media e delle telecomunicazioni. Nel 2017, la presidenza del consiglio ha usufruito del Golden Power nei confronti di Telecom Italia (TIM), ritenendo che la partecipazione superiore al 40% di Vivendi integrasse una situazione di controllo di fatto rilevante per la sicurezza delle infrastrutture strategiche nel settore delle telecomunicazioni. Parallelamente, l'ascesa di Vivendi nel capitale di Mediaset aveva sollevato analoghe preoccupazioni con riferimento al pluralismo dei media, inducendo il Governo a monitorare l'operazione e a richiedere le informazioni ai sensi del d.l. n.21\2012.

¹²⁰ L. ENRIQUES, *Interventi e interviste sulla riforma del mercato dei capitali*, cit. in *Il Sole 24 Ore*, marzo 2024.

*“l’aumento generalizzato e persistente del livello dei prezzi, che comporta una riduzione del potere d’acquisto della moneta”*¹²¹.

Il forte rialzo dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP), registrato in tutta l’area euro, tra il 2021 e il 2023, ha prodotto effetti significativi sulle dinamiche dei mercati finanziari. La BCE ha evidenziato che l’inflazione elevata ha deteriorato le condizioni finanziarie complessive, accrescendo l’incertezza sulle prospettive di crescita delle imprese e rendendo più complessa la formulazione di previsioni attendibili sui flussi di cassa futuri¹²².

Sul piano teorico, la relazione tra inflazione e valutazione delle azioni è ampiamente consolidata nella letteratura accademica. I modelli di finanza d’impresa evidenziano come un aumento dell’inflazione spinga gli investitori a richiedere rendimenti nominali più elevati, determinando due effetti principali: una riduzione attuale del valore dei flussi di cassa futuri e una conseguente contrazione dei multipli di mercato. In altre parole, prezzi e capitalizzazioni si adeguano verso il basso perché il costo del capitale aumenta e il valore attuale dei profitti prospettici diminuisce. Questo fenomeno spiega, in parte, il calo delle IPO in Italia nel periodo successivo al 2023 – nonostante il leggero calo presente nell’anno 2022 rispetto al 2021, come evidenziato nella *figura 2.2.2* –, poiché le società hanno visto ridursi la propria valutazione potenziale e gli investitori hanno adottato un atteggiamento più prudente nei confronti dei titoli di nuova quotazione¹²³.

Gli effetti osservati nel biennio 2022-2023 confermano tali evidenze teoriche ed empiriche. L’European Securities and Markets Authority (ESMA) ha rilevato che un’inflazione levata è una delle cause principali della contrazione delle IPO nell’Unione Europea, determinando un incremento del premio per il rischio, una riduzione della liquidità e una compressione delle valutazioni pre-quotazione¹²⁴.

¹²¹ ISTAT, Inflazione: definizione e metodologie, BCE, Monetary Policy strategy 2021

¹²² BCE, Financial Stability Review, 2022-2023

¹²³ Relazione confermata da diversi studi: *Akbulescu-Aubin-Goyeau, Finance Research Letters, 2016*, dimostrano ‘esistenza, nel lungo periodo, di una relazione negativa tra inflazione, incertezza inflazionistica e i prezzi azionari; *Bekaert-Engstrom, Journal of Monetary Economics, 2010*, nei contesti di inflazione levata gli investitori richiedono rendimenti attesi più alti, provocando una compressione dei multipli PE; *Modigliani-Cohn, Financial Analysts Journal, 1979*, evidenzia come l’inflazione porti frequentemente a una sopravvalutazione del costo del capitale e una conseguente sottovalutazione dei titoli equity.

¹²⁴ Esma, Trends, Risks and Vulnerabilities, 2022-2023

Anche l'OECD – Organization for Economic Co-operation and Development – ha confermato che la pressione inflazionistica ha ridotto l'attrattiva dell'equity rispetto ad altre forme di investimento, indebolendo la capacità delle imprese di raccogliere capitale attraverso il mercato.

Nel contesto italiano, gli effetti dell'inflazione sono risultati ancora più pronunciati rispetto alla media europea, amplificando l'impatto negativo sulle valutazioni delle imprese e sulla propensione al *listing*. La Banca d'Italia ha evidenziato come l'aumento dei prezzi dell'energia – determinato dalla forte dipendenza dell'Italia dalle importazioni energetiche – abbia inciso in modo significativo sui costi di produzione delle imprese italiane, comprimendone i margini operativi e riducendo la redditività prospettica¹²⁵. Tale dinamica ha determinato condizioni di valutazione meno favorevoli in sede pre-IPO.

La Consob ha confermato che il rialzo dell'inflazione ha contribuito a peggiorare la struttura finanziaria delle imprese italiane, già caratterizzate da livelli di capitalizzazione inferiori rispetto ai principali concorrenti europei e da una forte dipendenza dal credito bancario. In un contesto di aumento generalizzato dei tassi di interesse, l'inflazione elevata ha determinato un incremento del costo del debito, aggravando le difficoltà delle imprese più esposte finanziariamente e rendendo meno conveniente il ricorso al mercato dei capitali¹²⁶.

In sintesi, l'inflazione elevata ha avuto in Italia un impatto particolarmente severo: ha eroso i margini delle imprese, innalzato il costo del capitale, ridotto la liquidità del mercato e accresciuto il premio per il rischio richiesto dagli investitori. Tali elementi hanno concorso a rendere il mercato italiano uno dei più penalizzati nell'area euro in termini di attività di quotazione durante il biennio 2022-2023.

Il secondo elemento che ha contribuito alla crisi della quotazione è il rapido rialzo dei tassi di interesse, adottato dalle principali banche centrali per contrastare l'impennata inflazionistica registrata sia in Europa che negli Stati Uniti dopo la pandemia. La BCE, che non aumentava i tassi dal 2011, ha avviato a partire dal luglio del 2022 il ciclo di inasprimento più rapido dalla nascita dell'euro, portando il tasso di riferimento da -0,50% a oltre il 4% in poco più di un anno¹²⁷.

¹²⁵ Banca d'Italia, Bollettino economico, 2023

¹²⁶ Consob, Relazione annuale, 2023

¹²⁷ BCE – Rapporto Annuale BCE: Rialzo dei tassi 2022-2023

Tale rialzo è stato reso necessario dall'aumento dei prezzi al consumo, causato dalla combinazione tra *shock* della *supply chain*, crescita della domanda post-pandemica, aumento dei prezzi dell'energia e crisi geopolitica ucraina.

Da un punto di vista finanziario, l'aumento dei tassi di interesse ha una ripercussione diretta sia sulle imprese, sia sui mercati finanziari. Il tasso di interesse è infatti il prezzo del denaro: più esso aumenta, più diventa costoso indebitarsi e di conseguenza diminuiscono la spesa, gli investimenti e la redditività prospettica dei business. Inoltre, un aumento del tasso privo di rischio accresce il rendimento minimo richiesto dagli investitori, determinando una compressione del valore attuale dei flussi di cassa futuri e una riduzione dei multipli di mercato.

L'impatto dell'aumento dei tassi di interesse sui mercati finanziari è duplice. Da un lato, il mercato obbligazionario subisce un immediato *repricing*: come evidenziato dalla Consob, il prezzo dei titoli a reddito fisso si muove inversamente ai tassi di mercato, con una sensibilità maggiore per le obbligazioni a lunga scadenza. In pratica, quando i tassi salgono, il valore dei *bond* esistenti scende perché le nuove emissioni offrono rendimenti più elevati, rendendo più attraenti strumenti più sicuri e remunerativi.

Questo spinge gli investitori a riallocare capitale dall'*equity* verso l'obbligazionario, generando un effetto di *crowding out* sul mercato azionario.

Dall'altro lato, l'aumento dei tassi indebolisce il mercato azionario: il costo del denaro più elevato riduce la capacità delle imprese di finanziare progetti di crescita e di generare utili futuri. Gli investitori, anticipando margini più bassi, riducono la valutazione delle società più esposte al debito o sensibili al ciclo economico. Sebbene alcuni settori possano trarre vantaggio da tassi più alti, nel complesso l'effetto sui listini azionari è negativo. Inoltre, tassi più elevati incrementano la volatilità di mercato e il rischio sistematico, rendendo l'ambiente finanziario più incerto e costoso per gli investitori¹²⁸.

La Consob identifica il rischio di tasso come una delle principali fonti di variabilità dei prezzi, soprattutto per le obbligazioni a lunga scadenza; mentre il rischio di mercato aumenta in presenza di variazioni rapide della politica monetaria.

¹²⁸N. NGUBEN “Quali sono gli effetti dei tassi di interesse sul mercato azionario”, IG Italia 2022

Da ciò ne deriva un peggioramento della liquidità del mercato: quando la volatilità cresce, gli scambi diminuiscono e la profondità del mercato si riduce, rendendo più difficile collocare nuove emissioni e limitando l'interesse degli investitori istituzionali¹²⁹.

Questi effetti sono risultati particolarmente intensi nel mercato italiano, tradizionalmente più fragile e meno liquido rispetto agli altri mercati europei e, caratterizzato da un tessuto imprenditoriale composto prevalentemente da PMI con elevata dipendenza da credito bancario. L'aumento del costo del debito si è tradotto in un deterioramento delle condizioni finanziarie delle imprese, rendendo la quotazione meno conveniente e meno praticabile rispetto alle altre forme di finanziamento¹³⁰.

Il terzo elemento esogeno che ha contribuito a rendere sfavorevole il contesto per la quotazione delle imprese è rappresentato dall'aumento della incertezza geopolitica.

Gli eventi geopolitici incidono sui mercati finanziari attraverso tre principali canali: l'aumento del premio per il rischio, la crescita della volatilità e il peggioramento delle aspettative macroeconomiche. Tali eventi generano una riduzione immediata dei prezzi azionari, un calo degli investimenti e un aumento della volatilità riflettendo la maggiore avversione al rischio da parte degli investitori.

Questo effetto è stato particolarmente pronunciato durante la guerra in Ucraina, che ha amplificato le pressioni inflazionistiche già in atto e ha irrigidito ulteriormente la politica monetaria delle banche centrali¹³¹.

Le autorità monetarie hanno riconosciuto esplicitamente la natura “inflazionistica” degli shock geopolitici¹³². Anche la crescente frammentazione geo-economica – intesa come organizzazione delle catene globali del valore, rivalità tecnologiche e commerciali – costituisce una nuova fonte strutturale di

¹²⁹ Consob – Rischi dell'investimento, “*Rischio di tasso, rischio di mercato, rischio di liquidità, sezioni 1.4, 1.6, 1.7*”.

¹³⁰ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, *Principi di finanza aziendale*, ultima ed., 2024

¹³¹ D. CALDARA – M. IACOVELLO: *Measuring Geopolitical Risk Index*, 2022

¹³² J. POWELL in “*Speech at the Economic Club of Washington*”, Federal reserve Board, 2023 definisce tali comportamenti come “*problemi grandi per la stabilità finanziaria*”, poiché rendono più incerta la trasmissione della politica monetaria e impongono un livello dei tassi più elevato per un periodo più lungo.

inflazione e rischi per la stabilità, destinata ad incidere sulle condizioni finanziarie in modo persistente¹³³.

Gli effetti sono particolarmente rilevanti per le operazioni di mercato primario.

Nei periodi di instabilità geopolitica, gli investitori tendono a privilegiare asset più sicuri e più liquidi, incrementando la domanda di titoli governativi e riducendo, di contro, l'esposizione verso attività rischiose, quali le azioni e, ancora di più, verso nuove quotazioni.

Tale comportamento è maggiormente diffuso all'interno dei mercati meno profondi – come quello italiano – nei quali anche le variazioni moderate dei flussi di capitale possono generare impatti consistenti sulla liquidità e sulle valutazioni.

La struttura industriale italiana, caratterizzata dalle PMI, ha ulteriormente aumentato la sensibilità del mercato alla instabilità geopolitica, con un deterioramento delle condizioni di raccolta sul mercato azionario.

Nonostante parte della pubblicistica finanziaria abbia sostenuto, sulla base di evidenze storiche, che i mercati spesso assorbono gli shock geopolitici più rapidamente di quanto atteso e che in alcuni casi la volatilità generata dai conflitti non ha prodotto crolli duraturi, tali interpretazioni non colgono la profonda differenza tra gli shock del passato e quelli recenti: la guerra in Ucraina e le tensioni sistemiche tra blocchi economici non sono semplici eventi circoscritti ma incidono sulla inflazione e soprattutto sulle decisioni di politica monetaria¹³⁴.

Di conseguenza – insieme all'inflazione e ai tassi elevati – l'incertezza geopolitica crea un contesto meno favorevole per le IPO europee e, in misura ancora maggiore, per quelle italiane.

4. Il Quadro normativo e le politiche di riforma

L'evoluzione normativa dei mercati finanziari italiani rappresenta un percorso complesso e articolato, che si snoda lungo quasi tre decenni di riforme, adattamenti e ripensamenti. Questo capitolo intende ripercorrere le principali fasi di questa evoluzione, dalla nascita del Testo Unico della Finanza nel 1998 fino alle più recenti iniziative legislative del 2025, evidenziando come il legislatore italiano abbia costantemente cercato di bilanciare esigenze talvolta contrapposte, tra le quali la

¹³³ Come evidenziato da F. PANETTA nel *“Discorso alla Forex Conference, 15 febbraio, 2025”*.

¹³⁴ Fisher investments Italia – Borsa Italia, *“Come i mercati affrontano i rischi geopolitici”*

tutela degli investitori e la competitività del mercato, l'armonizzazione europea e le specificità nazionali, la protezione delle minoranze nonché l'attrattività per gli emittenti¹³⁵.

Il filo conduttore di questa analisi risiede nel costante confronto tra un approccio regolatorio orientato alla massima protezione degli stakeholder e un modello più flessibile, volto a favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali. Questo confronto, negli anni, ha prodotto oscillazioni pendolari significative, con fasi di irrigidimento normativo seguite da interventi di semplificazione, in un dialogo costante con l'evoluzione del quadro legale europeo e con le dinamiche competitive internazionali.

4.1. Il Decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF)

Il Testo Unico della Finanza, emanato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, entrato in vigore il 1° luglio dello stesso anno, rappresenta la pietra angolare della regolamentazione dei mercati finanziari italiani.

Questo provvedimento – comunemente noto come “Decreto Draghi”, dal nome dell'allora Direttore Generale del Tesoro sotto la cui direzione è stato elaborato – ha rappresentato la prima sistematizzazione organica della disciplina previgente in materia di mercati finanziari¹³⁶.

L'esigenza di un intervento di questa portata, volto a coordinare e riordinare la normativa italiana sull'intermediazione finanziaria, nasceva dalla frammentarietà che aveva caratterizzato l'ordinamento fino a quel momento. Prima del 1998, infatti, la disciplina era contenuta in numerose leggi, tra cui il Testo Unico Bancario

¹³⁵ G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in G. FERRARINI – P. MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari*, Roma, 1998

¹³⁶ S. ALVARO, C. BRESCIA MORRA, N. LINCiano, R. LOCATELLI, C. LUCARELLI, M. MAUGERI, F. NUCCI, F. SAITA, U. TOMBARI, M. VENTORUZZO, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?*, in Quaderni giuridici, Quaderno giuridico n. 21, Consob-Banca d'Italia, Roma, settembre 2019: “Fin dall'inizio la delega per la disciplina delle società emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati fu pensata come testa d'ariete per procedere poi all'attacco del vecchio sistema societario oppure se la commissione incaricata di redigere il Testo Unico si rese conto solo in corso di lavori che la sistemazione dell'attico avrebbe dovuto essere completata con il ridisegno della struttura dell'intera abitazione¹³. Se anche questa seconda fosse la risposta giusta, certo è che – riprendendo un'espressione abusata e spesso fastidiosa, ma per una volta appropriata – i redattori del TUF hanno trasformato un problema in un'opportunità, meglio ancora in una necessità: quella di ammodernare finalmente un diritto societario fermo al Codice civile del 1942, salve le rapsodiche e disorganiche modificazioni di fonte comunitaria”.

(D. Lgs. 385/1993), la legge 149/1992 sulle offerte pubbliche, il decreto Eurosim e, più in generale, nelle norme previste in tema di società quotate.

Mancava, dunque, un corpus normativo unitario e, al contrario, vi era un quadro normativo caratterizzato da duplicazioni e da un apparato procedurale complesso: il TUF ha ricondotto a sistema l'intera disciplina, declinandola in 216 articoli ripartiti in sei Parti, dedicati rispettivamente alle disposizioni comuni, alla disciplina degli intermediari, dei mercati, degli emittenti, al sistema sanzionatorio e alle disposizioni transitorie e finali¹³⁷.

Il Decreto Legislativo n. 58/1998, in tal senso, si inseriva nel più ampio processo di modernizzazione del sistema finanziario italiano avviato negli anni Novanta, nell'ambito del quale era già intervenuta, come ricordato, l'emanazione del Testo Unico Bancario nel 1993¹³⁸.

Il Testo Unico era innanzitutto incentrato sulla salvaguardia degli interessi pubblici sottesi al corretto funzionamento del mercato e, conseguentemente, orientato alla definizione dei ruoli e dei comportamenti degli operatori economici. Seguendo tale impostazione, la tutela giurisdizionale degli investitori rimaneva in secondo piano, poiché il sistema approntava una forma di protezione non diretta e immediata, bensì "indiretta e riflessa"¹³⁹.

L'obiettivo di questo strumento normativo così adottato era duplice: da un lato, come evidenziato, razionalizzare e coordinare la normativa esistente e, dall'altro, recepire le direttive europee in materia di servizi di investimento e mercati regolamentati, allineando l'ordinamento italiano agli standard comunitari.

Il TUF ha così armonizzato le disposizioni vigenti in materia di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari con le norme di recepimento della

¹³⁷ Sul piano strutturale, il TUF si articola in sei parti fondamentali: disposizioni comuni (parte I) disciplina degli intermediari (parte II), disciplina dei mercati (parte III), disciplina degli emittenti (parte IV), sanzioni (parte V), disposizioni transitorie e finali (parte VI). La scelta di questa suddivisione rifletteva una visione sistemica della regolazione finanziaria, in cui la tutela del risparmio e l'efficienza dei mercati venivano perseguite attraverso un approccio integrato.

¹³⁸ v. G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari. dal decreto eurosim al testo unico della finanza*, Roma, 1998; G. ALPA, P. GAGGERO, *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim: decreto legislativo 23 luglio*, Milano, 1996; F. CAPRIGLIONE, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: commento al decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva eurosim*, Padova, 1997.

¹³⁹ G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario, I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. GABRIELLI, R. LENER, Torino, 2010, p. 59.

direttiva “Eurosime” (d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415)¹⁴⁰ e con le disposizioni relative alla riforma del diritto delle società quotate.

Il decreto “Eurosime” ha recepito nell’ordinamento italiano la prima direttiva in materia di intermediazione finanziaria (Direttiva 93/22/CEE, del 10 maggio 1993) e, per questo, è stato considerato un importante punto di partenza a livello nazionale.

Con l’emanazione di questo decreto si è avuto un rafforzamento dei livelli di competitività all’interno del sistema finanziario, con la conseguente caduta di una serie di posizioni di riserva legale¹⁴¹.

Tuttavia, la sua durata è stata inversamente proporzionale rispetto all’importanza concettuale che ha avuto nell’evoluzione della materia ed è stato abrogato – circa soli due anni dopo – dal Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria¹⁴².

Il contesto in cui viene emanato il Decreto legislativo n. 58/1998 era quello di un capitalismo ancora orientato allo sviluppo industriale, nel quale la finanza era concepita come strumento al servizio dell’economia reale.

¹⁴⁰ Glossario finanziario – Borsa italiana – *Investment services directive*: la direttiva europea sui servizi di investimento (ISD) è stata la principale fonte normativa comunitaria su cui si basa l’assetto dei mercati mobiliari nei paesi europei. La prima versione di tale corpus normativo risale al 1993 (Direttiva 93/22/CE), recepita in Italia dal d.lgs. 415/1996, noto come Decreto Eurosime, il cui contenuto è stato recepito nel Testo Unico dell’intermediazione finanziaria.

¹⁴¹ In primo luogo, furono eliminati i vincoli protezionistici precedenti, riconoscendo pienamente le imprese di investimento comunitarie. La libertà di prestazione dei servizi e di stabilimento portò all’introduzione del principio di *home country control*, secondo cui le imprese comunitarie, sulla base di una licenza del paese d’origine, potevano operare e aprire succursali negli altri Stati europei restando soggette al controllo della propria autorità nazionale. In secondo luogo, la modernizzazione della borsa, avviata dalla legge n. 1/1991, subì una svolta con la prospettiva di privatizzazione e la fine del monopolio, sostituendo la vecchia borsa valori con i nuovi mercati regolamentati. Il decreto “Eurosime” permise inoltre alle banche di negoziare in borsa titoli diversi da quelli di Stato e alle società di investimento comunitarie di entrare nel mercato italiano.

¹⁴² M. Draghi, *La riforma dei mercati degli intermediari*, dattiloscritto in IRS, *Osservatorio sul mercato azionario. Da SIM a Eurosime: nuovi assetti per mercati e intermediari*, in «Quaderno», n. 14, Milano, 1996, p. 9: “La legge SIM fu l’antecedente necessario dell’adeguamento alle direttive ISD e CAD allora in gestazione e che furono poi oggetto del decreto Eurosime. In un’ottica ancora, almeno apparentemente, italo-centrica, la legge SIM si basa sulle nozioni di attività di investimento mobiliare e di valori mobiliari (che poi evolveranno in quelle di servizi di investimento e di strumenti finanziari) e: 1) inventa una nuova figura di intermediario (la SIM, antecedente dell’impresa di investimento comunitaria) mandando in pensione gli agenti di cambio; 2) consente alle banche di svolgere direttamente un serie di attività di investimento e indirettamente (tramite una SIM controllata) la negoziazione in Borsa; 3) apporta elementi di novità al funzionamento e alla *governance* della Borsa, ancora ente pubblico che gode di monopolio legale, ma ora con alcune funzioni attribuite al neo istituito Consiglio di Borsa; 4) introduce, sia pur con qualche ambiguità, la ripartizione dei compiti di vigilanza tra Banca d’Italia e Consob sulla base delle finalità (da un lato stabilità, dall’altro correttezza); 5) istituisce il Fondo nazionale di garanzia. Insomma, la legge SIM prepara il terreno all’Eurosime e, difatti, quello tra il 1991 e il 1996 è stato definito da Mario Draghi come un periodo di «incubazione verso un sistema più maturo».

Il TUF, in tal senso, è stato elaborato in una fase di crescita economica sostenuta e di progressiva integrazione dei mercati finanziari, conseguente ai processi di liberalizzazione degli anni Settanta e Ottanta¹⁴³.

La convinzione di fondo era che la libertà degli operatori, all'interno di un quadro di regole chiare e di vigilanza efficace, potesse favorire una crescita economica ordinata e stabile. In Italia, questa visione si intrecciava con esigenze specifiche, tra cui l'esigenza di rendere più efficiente il finanziamento del debito pubblico e la necessità di sostenere il processo di privatizzazione.

I lavori preparatori di questo intervento normativo si ispiravano alla teoria della *law and finance*, secondo cui lo sviluppo dei mercati di capitale dipende dalla qualità delle istituzioni giuridiche e dalla protezione degli investitori. Accanto a questa impostazione, un ulteriore riferimento culturale del TUF è stato il movimento internazionale di corporate governance, inizialmente affermatosi negli Stati Uniti e successivamente nel Regno Unito e in alcuni Paesi dell'Unione Europea.

Questo movimento puntava a rafforzare i controlli interni sulle imprese per ridurre i costi di agenzia del manager, valorizzando soprattutto il ruolo del consiglio di amministrazione. In Italia, invece, si seguiva generalmente una diversa impostazione, secondo cui veniva posta maggiore attenzione sul collegio sindacale, mentre i consigli di amministrazione venivano implicitamente lasciati all'autodisciplina e alle *best practices*.

Emerge dunque con chiarezza la *ratio* ispiratrice del TUF: fornire un quadro giuridico organico e in armonia con la normativa europea al fine di costruire un mercato finanziario italiano competitivo a livello internazionale. Il legislatore ha agito su quattro fronti principali: la privatizzazione della borsa, per superare le rigidità della gestione pubblica; l'introduzione di regole più stringenti di correttezza e trasparenza, al fine di attrarre investitori esteri; la promozione di un'informazione adeguata, per favorire scelte consapevoli; il rafforzamento della tutela delle minoranze azionarie, per ridurre la diffidenza verso un mercato tradizionalmente dominato da pochi grandi gruppi.

¹⁴³ La riforma rifletteva il clima culturale dominato dall'ideologia liberal-democratica prevalente nel mondo occidentale, ben rappresentata dalle figure del Ministro Ciampi e del Direttore generale del Tesoro Mario Draghi.

Dal punto di vista metodologico, il TUF si caratterizza per tre elementi: in primo luogo per l'espressa previsione che il Ministero del tesoro, la Banca d'Italia e la Consob detengono i poteri conformemente alle disposizioni comunitarie; in secondo luogo per il principio di collaborazione tra le varie autorità preposte alla vigilanza a livello nazionale ed internazionale (ex art. 4); ed infine, per la semplificazione normativa, considerata la riduzione del numero di leggi in materia (con il TUF vennero meno 34 provvedimenti normativi), dall'altro, è diminuito il ricorso alla legge come principale fonte di regolazione.

Tra le innovazioni più significative introdotte dal TUF merita particolare menzione la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, che per la prima volta trovava una regolamentazione organica e dettagliata. Il legislatore ha optato per un modello di OPA obbligatoria totalitaria, imponendo a chiunque superasse la soglia del 30% del capitale di una società quotata l'obbligo di promuovere un'offerta rivolta a tutti gli azionisti. Questa scelta, ispirata al principio di parità di trattamento, mirava a garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di uscire dalla società in occasione del cambio di controllo, beneficiando del premio pagato per l'acquisizione.

Il TUF ha introdotto altresì una disciplina articolata e completa in materia di informazione societaria, imponendo agli emittenti quotati obblighi di trasparenza significativamente più stringenti rispetto a quelli previsti per le società non quotate. L'informativa periodica e quella relativa agli eventi price-sensitive divennero pilastri del sistema, nella convinzione che la trasparenza costituisse il presupposto essenziale per il corretto funzionamento dei mercati.

Sul versante della governance, il decreto ha rafforzato i poteri delle minoranze azionarie, introducendo meccanismi quali il voto di lista per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo, volti a garantire una rappresentanza delle minoranze negli organi sociali. Questa impostazione rifletteva la peculiare struttura proprietaria delle società italiane, caratterizzata dalla presenza di azionisti di controllo stabili e da un azionariato diffuso relativamente debole.

Il TUF, inoltre, ha definito con precisione il riparto di competenze tra le autorità di vigilanza, attribuendo alla Consob la supervisione sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti e alla Banca d'Italia la vigilanza sulla stabilità patrimoniale degli intermediari. Questo modello di controllo-vigilanza per finalità, già delineato

dalla legge SIM del 1991, n. 1, pur presentando inevitabili aree di sovrapposizione, ha costituito per lungo tempo un riferimento nel panorama europeo. Le parole chiave del Testo Unico della Finanza erano le seguenti: aumento della concorrenza, valorizzazione dell'autonomia privata e rafforzamento della tutela del risparmio.

Per quanto attiene alla valorizzazione dell'autonomia privata, se da un lato essa trovava il suo aspetto più eclatante nell'autoregolazione, sia pure doverosamente sorvegliata, dei mercati regolamentati, dall'altro, sul versante degli emittenti, dava avvio alla stagione dell'autodisciplina. Sulla base di ciò trova conferma la tesi secondo cui senza l'emanazione del Testo Unico non sarebbe stato possibile pensare al Codice di Autodisciplina delle società quotate, la cui prima edizione risale all'ottobre del 1999 (Codice Preda). Nonostante le prime esperienze applicative non abbiano dato i frutti sperati, è evidente che il Codice ha svolto un'importante funzione propulsiva del diritto societario italiano e, prevedendo in capo agli amministratori il dovere di redazione della relazione sul governo societario (art. 123-bis TUF), ha contribuito ad aumentare la tutela degli investitori.

A seguito dell'emanazione del TUF, è stato oggetto di dibattito se le società quotate dovessero avere una disciplina differente rispetto a quella prevista dal Codice civile per le società per azioni. Questa discussione è indicativa di come la normativa del TUF fosse caratterizzata da un respiro sistematico che fino a quel momento non aveva caratterizzato le disposizioni normative vigenti in modo specifico per le società quotate¹⁴⁴.

A distanza di oltre un quarto di secolo dalla sua emanazione, il TUF ha subito numerose modifiche e integrazioni, ma la sua impalcatura fondamentale è rimasta sostanzialmente intatta.

¹⁴⁴ A conferma di quanto statuito, si può inoltre rilevare che: *“il Codice civile del 1942 aveva costruito una disciplina unitaria delle società per azioni senza distinguere tra s.p.a chiuse e grandi società quotate, riflettendo un sistema economico eterocapitalistica e non maturo, in cui l'impresa non era oggetto di politica legislativa promozionale e la finalità principale era la regolazione dei rapporti tra soci e la tutela dei creditori. Con la crescita dell'economia italiana nel dopoguerra e l'emersione del mercato del capitale di rischio, iniziò a porsi la domanda se tale modello unitario fosse adeguato anche per le società aperte al mercato. Il dibattito del 1974 si articolò in due posizioni: da un lato chi chiedeva un intervento complessivo sulla governance e sui controlli interni delle società quotate; dall'altro, la seconda corrente, che osservava come gli investitori fossero per lo più piccoli risparmiatori. Rafforzare i poteri endosocietari sarebbe stato inutile e potenzialmente disfunzionale, mentre era preferibile proteggerli attraverso un'autorità di vigilanza, una maggiore trasparenza dei conti e una revisione professionale. Questa visione finì per prevalere e ispirò la legge n.216/1974 che introdusse la Consob, strumenti di tutela del risparmio, senza però incidere sulla struttura interna della società”*.

È opportuno dunque chiedersi quale sia il bilancio complessivo dell'esperienza del TUF, alla luce delle riforme, delle innovazioni e delle sfide affrontate nel corso dei suoi vent'anni di applicazione. Sul versante positivo, non si può negare il valore storico di una legislazione lungimirante, che ha accompagnato la modernizzazione del sistema finanziario italiano in una fase di crescita e apertura internazionale, ancora in atto.

Il TUF ha fornito un quadro normativo coerente con gli standard europei e ha contribuito a limitare gli effetti delle crisi successive. Sul versante critico, tuttavia, emergono limiti strutturali: la riforma non è riuscita a superare la debolezza cronica del mercato mobiliare italiano, né a modificare la preferenza delle imprese per il finanziamento bancario¹⁴⁵.

Il TUF ha creato le condizioni normative per lo sviluppo del mercato, ma non ha potuto, da solo, trasformare la cultura finanziaria del Paese.

Ad oggi, tuttavia, è legittimo domandarsi se quel Testo Unico, nella sua impostazione originaria, mantenga ancora una piena coerenza sistematica. Ampie porzioni della materia risultano disciplinate in via primaria da regolamenti europei direttamente applicabili, mentre il TUF appare stretto tra le diverse fonti sovranazionali e di normativa secondaria di attuazione. Oggi la situazione è differente in quanto il testo unico non è più unico, la tecnica redazionale si è adeguata allo standard generale, i regolamenti si sono moltiplicati e il legislatore ha delegato scelte di politica del diritto alla Consob, come ad esempio la disciplina relativa alle operazioni con parti correlate *ex art. 2391-bis*¹⁴⁶.

¹⁴⁵ Sul punto, basta ricordare che, vent'anni dopo l'emanazione del TUF, la capitalizzazione della Borsa Italiana, pari al 42% nel 1998, si attestava intorno al 41% all'inizio del 2018: dato che evidenzia le difficoltà di ampliare il numero e le dimensioni delle società.

¹⁴⁶ Per operazioni con parti correlate si fa usualmente riferimento alle operazioni e agli affari conclusi dalla società con controparti che mostrino di avere un'influenza significativa sui procedimenti decisionali della società stessa. La ratio della specifica disciplina è quella di evitare che le controparti possano indebitamente sfruttare la propria posizione nei confronti della società, godendo di benefici o di condizioni economiche agevolative, tali da arrecare però un danno al patrimonio della società. Considerata la potenzialità dannosa che simili operazioni possono presentare specialmente nel caso in cui ad essere pregiudicata sia una società con azioni quotate nei mercati regolamentati, il legislatore della riforma del diritto societario ha ritenuto di dettare una disciplina specifica solo per le società quotate. In particolare, la norma in esame delega alla CONSOB il compito di dettare i principi ai quali gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono ispirarsi per regolare l'effettuazione di operazioni con parti correlate, assicurando la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale (*art. 2391-bis c.c.*)

Alla luce di quanto esposto, il TUF continua a rappresentare una tappa fondamentale nella modernizzazione del diritto finanziario italiano, ma la sua funzione e struttura devono essere adattate al contesto europeo caratterizzato da modelli di finanziamento e governance in continua evoluzione. La sfida futura sarà quella di conciliare la tradizione dell'ordinamento italiano con le esigenze di un mercato di capitali più ampio e più efficiente.

4.2 La riforma del 2003

Il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 – noto come “Riforma Mirone-Vietti” – segue l’attività di riforma e coordinamento iniziata con il Decreto legislativo n. 58/1998 e viene emanato per riformare organicamente la disciplina delle società di capitali e cooperative, recependo in particolare la legge delega n. 366 del 2001.

La riforma mirava a uniformare e semplificare le norme societarie, promuovendo flessibilità (ed esempio, nelle S.r.l.), governance aziendale, tutela dei soci e azionisti, e armonizzazione con standard europei.

Essa ha risposto all’esigenza di adattare il diritto societario italiano alle nuove dinamiche economiche, potenziando trasparenza, responsabilità degli amministratori e strumenti di controllo come il recesso del socio¹⁴⁷.

La riforma del diritto societario di cui al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 e al decreto legislativo 17 gennaio n. 5 (per i procedimenti), trova la sua origine nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), che ha regolamentato in un corpo unico normativo lo “statuto” delle società quotate.

Dopo l’approvazione del d.lgs. 58/1998, il Governo ha emanato un provvedimento di completamento della riforma del diritto societario, volto a modificare il regime delle società che, pur non accedendo al mercato dei capitali, sono diffuse tra il pubblico dei risparmiatori, al solo fine di predisporre un regime regolamentare differenziato per i diversi tipi di società.

¹⁴⁷ Prima del 2003, la disciplina era frammentata nel Codice civile del 1942 e in leggi sparse, con rigidità eccessive, assenza di modelli alternativi di S.r.l. e insufficiente protezione per investitori minoritari. Il sistema mancava di organicità, con regole datate che non favorivano competitività e accesso ai mercati, spingendo verso un riordino codicistico entrato in vigore il 1° gennaio 2004.

La commissione che è stata istituita per la predisposizione dei decreti legislativi, presieduta dall'onorevole Vietti, ha attuato i principi contenuti nella legge delega n. 366/2001¹⁴⁸.

Per la parte societaria sono stati emanati i decreti legislativi 17 gennaio 2003, entrati nn. 5 e 6¹⁴⁹, in vigore il 1° gennaio del 2004, dai quali è scaturita la modifica della disciplina delle società di capitali e delle società cooperative. Il d.lgs. n. 6 ha riformato una parte del Libro V del Codice civile e, in particolare, la disciplina in materia di società di capitali e le società mutualistiche, aggiungendo nuovi istituti e unificando la disciplina dell'estinzione delle società.

Questo provvedimento rappresenta l'epilogo di un lungo procedimento di riforma iniziato con l'emanazione della legge n. 216/1974¹⁵⁰ che ha istituito la Consob – Commissione nazionale per le società e la borsa – e le azioni di risparmio.

Il legislatore, attraverso questa riforma del 2003, ha attuato un processo di semplificazione della disciplina delle società di capitali, tramite l'introduzione di un sistema articolato di modelli flessibili e la valorizzazione dell'autonomia statutaria. Da quel momento, infatti, nella società per azioni la tutela dei soci si sposta dal piano reale a quello obbligatorio: essi non dispongono più solo dello strumento dell'impugnazione delle delibere assembleari ma possono avvalersi anche di obbligazioni risarcitorie per danni, con il conseguente ridimensionamento dei poteri dell'assemblea a favore dell'organo amministrativo.

La disponibilità di nuovi strumenti giuridici e del rinnovamento di quelli esistenti, da sola, non ha determinato un immediato aumento della contendibilità delle imprese né della loro competitività.

In linea generale, lo sviluppo richiede infatti non solo norme adeguate, ma anche un'azione imprenditoriale corretta e una gestione trasparente, elementi che non possono essere imposti dalla legge, essendo parte integrante del bagaglio culturale ed etico di ciascun operatore.

¹⁴⁸ Legge 3 ottobre 2001, n. 366. *"Delega al Governo per la riforma del diritto societario"*

¹⁴⁹ Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 5, recante la definizione dei procedimenti in materia di diritto societario, di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia (c.d. rito societario) e Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, *"Riforma organica della disciplina delle società di capitali e delle società cooperative"*.

¹⁵⁰ Legge 7 giugno 1974, n. 216, Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari.

Occorre dunque chiedersi quali fossero, nella pratica, gli obiettivi della riforma. La relazione governativa al d.lgs. 6/2003 li esplicita con chiarezza e specifica che l'atto legislativo intende favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati dei capitali. Il legislatore, dunque, aveva intenzione di inserire l'Italia nel più ampio processo europeo di convergenza verso modelli di *corporate governance* e *corporate finance*, tipici degli ordinamenti *market-based*¹⁵¹. La questione fondamentale era se il diritto societario italiano, storicamente concentrato sulla tutela dei creditori e sulla stabilità degli assetti proprietari, potesse evolversi in uno strumento capace di favorire l'accesso delle imprese al mercato.

Per comprendere l'impatto della riforma è essenziale tenere presente che, come già detto precedentemente, il contesto economico-istituzionale italiano stato è storicamente caratterizzato da un modello di finanziamento di tipo bancocentrico (*Bank-based System*).

Le imprese italiane, anche nei settori a maggiore intensità di capitale, hanno privilegiato l'indebitamento bancario rispetto al ricorso al mercato mobiliare, sia in ragione della struttura proprietaria concentrata, in quanto dominata da famiglie imprenditoriali, sia per via della limitata liquidità del mercato azionario domestico. L'accesso diretto al mercato dei capitali è stato per lungo tempo considerato come un'opzione residuale e spesso anche incompatibile con l'esigenza di mantenere il controllo dell'impresa a causa dell'apertura nei confronti di investitori esterni.

In questo contesto, la riforma del 2003 rappresenta un tentativo esplicito di invertire la tendenza, cercando di ampliare la gamma degli strumenti finanziari e delle architetture di *governance* a disposizione delle imprese, con l'auspicio di una maggiore apertura nei confronti degli investitori esterni.

La progressiva riduzione del numero delle società quotate ha alimentato il dibattito sulla opportunità di offrire un regime intermedio. Da qui la scelta del legislatore di introdurre una "disciplina di mezzo", destinata a quelle società che presentano un azionariato diffuso a seguito di sollecitazioni al pubblico risparmio. A tale finalità si collega l'introduzione, ad opera della riforma del 2003, della categoria delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante,

¹⁵¹ Vedi. Art.2, d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6

disciplinate inizialmente dall'art. 2325-*bis* c.c. e, successivamente, dopo l'entrata in vigore della Legge n. 21 del 2024, dall'art. 2325-*ter* c.c.¹⁵²

L'idea era quella di introdurre uno scalino normativo intermedio; tuttavia, questa categoria così individuata dal d.lgs. n. 6/2003 si è rivelata ben presto uno scalino normativo vuoto. Le società che concretamente rientravano in tale definizione erano pochissime, soprattutto nel settore industriale e, conseguentemente, la disciplina delle società con capitale diffuso è rimasta largamente inapplicata, più significativa sul piano teorico che su quello operativo.

La disciplina contenuta nell'art. 2325-*bis* c.c. stabiliva testualmente che “Ai fini dell'applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Le norme di questo titolo si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali”. Pertanto, dal *dictum* normativo erano stabiliti precisamente due aspetti: il primo, le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sono sia le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, sia le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante; il secondo, alle società quotate si applicano le norme che rappresentano la disciplina generale per quanto non sia diversamente previsto da norme di carattere speciale contenute nel TUF.

La definizione delle società con azioni diffuse fra il pubblico era stata lasciata in misura rilevante alla disciplina speciale, in particolare all'art. 116 TUF, in base al quale la Consob avrebbe dovuto fornire i criteri attraverso i quali poter individuare gli emittenti strumenti finanziari che, pur non quotati presso i mercati regolamentati italiani, fossero diffusi fra il pubblico in misura rilevante¹⁵³.

La Consob, nel Regolamento di attuazione del TUF concernente la disciplina degli emittenti adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 – poi successivamente modificato – aveva indicato nell'art. 2-*bis* la definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante¹⁵⁴.

¹⁵² V. par. 4.6.

¹⁵³ P. PISCITELLO, *Articolo 116*, in G.F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza*, Vol. 2, Torino, 2002, p. 962.

¹⁵⁴ Vedi. Art.2-*bis* - Regolamento emittenti n.11971\1999

In definitiva, l'evoluzione della disciplina – dalla distinzione tra società aperte e chiuse, alla creazione dello “scalino intermedio” delle società con capitale diffuso – mette in mostra come il legislatore abbia provato a modulare il peso regolatorio per favorire l'accesso ai mercati; tuttavia, la proliferazione di norme ha finito per frammentare il quadro regolamentare. Dal quadro così individuato l'effetto è che, per le società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, occorre verificare caso per caso se e in quale misura la disciplina codicistica sia derogata dalle disposizioni speciali del TUF.

Ciò accade in una pluralità di settori – dai patti parasociali, alla rappresentanza in assemblea, dalle azioni di responsabilità ai diritti degli azionisti – rendendo complessa e disomogenea la ricostruzione sistematica della disciplina delle società quotate¹⁵⁵.

Un'altra innovazione del decreto legislativo in commento consiste nell'aver introdotto la possibilità di scegliere il modello di amministrazione e controllo dell'emittente. La presenza di tre modelli tra loro alternativi, ciascuno dotato di una logica propria, è finalizzata ad aumentare la flessibilità organizzativa affinché la società stessa sia compliance con l'attività svolta e inoltre più “appetibile” per gli investitori internazionali.

Oltre al modello tradizionale rinveniamo altri due modelli, il sistema “dualistico” (di ispirazione tedesca) e il sistema “monistico” (di ispirazione anglosassone). La scelta tra i tre assetti è rimessa all'autonomia statutaria, senza che sia richiesta una maggioranza rafforzata per il passaggio da un sistema ad un altro. Tale opzione presuppone un minimo di omogeneità funzionale tra i modelli, in termini di efficienza della governance, equilibrio dei poteri interni, tutela dei soci di minoranza e adeguatezza dei controlli. Si tratta di modelli organizzativi complessivi, giacché la distribuzione delle competenze tra gli organi sociali muta in base alla scelta statutaria.

In questo quadro ci si è chiesti se, per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, i tre sistemi possano dirsi equivalenti sotto il profilo delle regole applicabili.

¹⁵⁵ P. BALZARINI, *La riforma del diritto societario*, in *Strumenti*, settembre-ottobre 2003, 3

Si è osservato come la scelta o il passaggio da un modello all'altro possa talvolta riflettere logiche di arbitraggio normativo, volte a privilegiare l'assetto meno vincolante per il gruppo di comando. La prassi ha dimostrato che i timori di arbitraggio normativo, pur teoricamente concepibili, hanno avuto un impatto molto limitato. La quasi totalità delle società quotate (circa il 95%), ha continuato a preferire il modello tradizionale, mentre i sistemi monistico e dualistico hanno registrato una diffusione marginale.

L'art. 2380 c.c.¹⁵⁶, dal canto suo, contiene la disciplina inerente al sistema di amministrazione e controllo, sancendo il principio di tipicità di tali ultimi. All'autonomia privata non è consentita la creazione di modelli atipici, dovendo lo statuto scegliere tra le tre alternative previste dal legislatore: a) il sistema tradizionale, dove l'assemblea nomina l'organo amministrativo, cui è attribuito il potere di gestione e, il collegio sindacale che svolge funzioni di controllo interno. Sulla base del parere del collegio sindacale, l'assemblea provvede anche alla nomina del soggetto incaricato della revisione contabile, che può essere un revisore legale o una società di revisione nelle società per azioni; b) sistema dualistico, in cui è previsto che l'assemblea nomini i membri del consiglio di sorveglianza, cui spetta il compito di designare i membri del consiglio di gestione, l'organo preposto alla gestione dell'emittente. Il consiglio di sorveglianza ha una funzione "ibrida": da un lato esercita competenze tipiche dell'assemblea, dall'altro vigila sull'operato del consiglio di gestione.¹⁵⁷; c) il sistema monistico, nel quale l'assemblea nomina il consiglio di amministrazione, che a sua volta elegge al proprio interno un comitato per il controllo sulla gestione. L'attività di questo comitato è sottoposta al

¹⁵⁶ Art. 2380 c.c.: *"Se lo statuto non dispone diversamente, l'amministrazione e il controllo della società sono regolati dai successivi paragrafi 2, 3 e 4. Lo statuto può adottare per l'amministrazione e per il controllo della società il sistema di cui al paragrafo 5 [2409-octies], oppure quello di cui al paragrafo 6 [2409-sexiesdecies]; salvo che la deliberazione disponga altrimenti, la variazione di sistema ha effetto alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio successivo.*

Salvo che sia diversamente stabilito, le disposizioni che fanno riferimento agli amministratori si applicano a seconda dei casi al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione".

¹⁵⁷ Art. 2409-octies c.c.: *"Lo statuto può prevedere che l'amministrazione ed il controllo siano esercitati da un consiglio di gestione e da un consiglio di sorveglianza in conformità alle norme seguenti*

controllo del consiglio stesso, garantendo così un meccanismo di supervisione interna integrato¹⁵⁸.

Rimane ora da valutare quale sia il bilancio complessivo della riforma Vietti e quali risultati essa abbia effettivamente prodotto. Sul piano positivo, essa ha introdotto un quadro normativo più evoluto e convergente con gli ordinamenti europei, ampliando la gamma degli strumenti a disposizione delle imprese. Sul piano critico, però, la riforma non è riuscita a produrre quel mutamento di paradigma che ci si attendeva: la preferenza delle imprese italiane per il debito bancario è rimasta sostanzialmente invariata, alimentata dalla percezione degli elevati costi regolamentari della quotazione e dalla volontà di preservare gli assetti proprietari concentrati. La riforma ha offerto gli strumenti, ma non ha potuto modificare la cultura imprenditoriale.

In conclusione, la riforma del 2003 può essere letta come un mero processo di modernizzazione strutturale del diritto delle società italiane, volto ad ampliare la gamma di strumenti finanziari disponibili, e a rendere più flessibili i modelli di *governance* in un'ottica di maggiore apertura verso il mercato di capitali¹⁵⁹.

4.3 Il ruolo di ESMA e delle normative europee

L'evoluzione normativa dei mercati finanziari italiani non può essere compresa prescindendo dal processo di europeizzazione che ha profondamente trasformato il quadro regolatorio a partire dagli anni Duemila.

Il primo passo, nel 2010, è stato l'istituzione del Sistema europeo di Vigilanza finanziario (SEVIF¹⁶⁰), il cui principale compito è quello di garantire una supervisione finanziaria coerente e adeguata in tutto il territorio dell'unione per

¹⁵⁸ Art. 2409-*sexiesdecies* c.c.: "Lo statuto può prevedere che l'amministrazione ed il controllo siano esercitati rispettivamente dal consiglio di amministrazione e da un comitato costituito al suo interno".

¹⁵⁹ AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, a cura di M. VIETTI, Torino, 2014.

¹⁶⁰ Cfr. Rapporto Larosi re "The High-Level Expert Group on Financial Supervision in The EU, Report, Brussels, 25 gennaio 2009", Raccomandazione 18 "occorre istituire un sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS), che dovrebbe presentarsi come una rete decentrata in cui: - le autorit  nazionali di vigilanza dovrebbero continuare a svolgere la vigilanza quotidiana; - verrebbero istituite tre nuove autorit  europee in sostituzione di CEBS, CEIOPS e CESR, incaricate di coordinare l'applicazione di norme di vigilanza e garantire una solida cooperazione tra le autorit  nazionali di vigilanza; - verrebbero istituiti collegi di autorit  di vigilanza per tutti i principali istituti transfrontalieri. L'ESFS dovr  essere indipendente dalle autorit  politiche ma dovr  rispondere di fronte ad esse. Infine, dovrebbe fondarsi su una serie comune di regole di base armonizzate e poter accedere a informazioni di elevata qualit ", p. 50-62

promuovere stabilità finanziaria e proteggere i consumatori di prodotti di servizi finanziari.

Il SEVIF comprende le autorità responsabili della vigilanza microprudenziale¹⁶¹ (incentrata sulla stabilità delle singole istituzioni finanziarie) e della vigilanza macroprudenziale¹⁶² (incentrata sulle stabilità del sistema finanziario nel suo insieme). Il SEVIF si articola in due grandi componenti: da un lato, un organismo dedicato alla vigilanza macroprudenziale come il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) che ha il compito di monitorare i rischi che possa minacciare la stabilità dell'intero sistema finanziario; dall'altro, tre nuove indipendenti autorità europee, con funzioni microprudenziali, ciascuna competente su un settore specifico.

Si tratta dell'Autorità bancaria Europea¹⁶³ (EBA), dell'autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPA), e infine, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), che avrebbe assunto un ruolo centrale nell'ambito della supervisione dei mercati di capitali.

¹⁶¹ Cfr. Banca d'Italia – eurosistema – compiti di vigilanza “*La vigilanza microprudenziale: La Banca centrale europea e la Banca d'Italia svolgono funzioni dirette al mantenimento della stabilità finanziaria in base ai poteri e alle responsabilità di controllo sui singoli intermediari e sul sistema finanziario complessivo che derivano loro dall'ordinamento comunitario e da quello nazionale*”.

¹⁶² Vedi Banca d'Italia – eurosistema – compiti di vigilanza: “*L'analisi macroprudenziale individua i fattori di rischio e le vulnerabilità del sistema finanziario che potrebbero costituire una minaccia per la sua stabilità, allo scopo di prevenirne, o limitarne, gli effetti sull'economia reale. Essa ha alcuni elementi distintivi: il focus sul sistema finanziario nel suo complesso; l'attenzione ai meccanismi di amplificazione dei rischi dovuti a comportamenti collettivi sfavorevoli degli operatori, a fenomeni di interconnessione e dipendenza tra intermediari o all'esposizione a fattori comuni di rischio (dimensione cosiddetta "cross-sectional" dell'analisi macroprudenziale); l'analisi della prociclicità del sistema finanziario, intesa come l'insieme dei meccanismi attraverso i quali il sistema finanziario può amplificare le fluttuazioni cicliche (dimensione temporale dell'analisi macroprudenziale). L'analisi macroprudenziale, inoltre, fornisce un supporto di tipo trasversale alla vigilanza microprudenziale con indagini mirate e approfondimenti su tematiche rilevanti che interessano più intermediari, un intero settore o il mercato nel suo complesso. Delle vulnerabilità di natura sistemica identificate dall'analisi macroprudenziale l'analista microprudenziale tiene opportunamente conto, in modo tale da condurre l'azione di vigilanza microprudenziale in modo proattivo*”.

¹⁶³ C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche- le regole dell'attività*, quarta ed., Bologna, 2025 Agenzia istituita con regolamento dal Consiglio dell'Ue (reg. (UE) n.1093/2010 poi modificato dal reg (UE) n.1022/2013). La principale missione dell'EBA è la stesura di un single rulebook della supervisione bancaria in Europa. Il panorama degli strumenti a disposizione comprende i technical standards, linee guida, raccomandazioni e orientamenti. Da un punto di vista formale non ha potestà regolamentari autonome, non essendo prevista come istituzione nel Trattato Unico europeo. Lo strumento più incisivo è costituito dai regulatory technical standards (Rts) e gli implementing technical standards (Its). In materia di vigilanza bancaria ha la possibilità di intervenire per coordinare gli interventi di gestione della crisi di intermediari di livello europeo in difficoltà; ha anche poteri di coordinamento dell'azione delle autorità di vigilanza nazionale.

In questo contesto, dunque, un ruolo centrale è stato assunto dall'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA), istituita nel 2011 nell'ambito della riforma dell'architettura di vigilanza europea seguita alla crisi finanziaria del 2008¹⁶⁴.

ESMA, con sede a Parigi, costituisce uno dei tre pilastri del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria, insieme all'Autorità Bancaria Europea (EBA) e all'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni Aziendali e Professionali (EIOPA). La sua missione istituzionale consiste nel rafforzare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati nell'Unione Europea.

I poteri di ESMA si articolano su diversi livelli. In primo luogo, l'Autorità elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, che vengono successivamente adottati dalla Commissione Europea sotto forma di atti delegati o di esecuzione. Questa attività di normazione secondaria ha assunto un'importanza crescente, contribuendo a definire nel dettaglio la disciplina applicabile agli operatori di mercato.

In secondo luogo, ESMA svolge un ruolo di coordinamento tra le autorità nazionali di vigilanza, promuovendo la convergenza delle prassi di supervisione e facilitando lo scambio di informazioni. Questa funzione risulta particolarmente rilevante in un contesto caratterizzato dalla crescente integrazione dei mercati e dall'operatività transfrontaliera degli intermediari.

In terzo luogo, ESMA dispone di poteri di intervento diretto in situazioni di emergenza o quando le autorità nazionali non adempiano ai propri obblighi. Questi poteri, pur esercitati con cautela, testimoniano la progressiva evoluzione verso un modello di vigilanza più accentrato a livello europeo.

Secondo il reg. ESMA (n. 1095/2010) – istitutivo dello stesso organismo – prevede, ai sensi dell'art.5 co.1, che lo stesso debba agire nell'esclusivo interesse dell'Unione europea¹⁶⁵.

¹⁶⁴ N. MOLONEY, *The Age of ESMA*, in *Governing EU Financial Markets*, Oxford University Press, 2018.

¹⁶⁵ Reg (UE) n.1095/2010, art.5(1): “*Nelle conclusioni del 19 giugno 2009, il Consiglio europeo ha confermato la necessità di istituire un Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria comprendente tre nuove autorità europee di vigilanza. Occorre che il sistema consenta di accrescere la qualità e l'uniformità della vigilanza nazionale, rafforzando la vigilanza dei gruppi transfrontalieri e creando un corpus unico di norme applicabile a tutti i partecipanti ai mercati finanziari nel mercato interno. Esso ha insistito sulla necessità che le autorità europee di vigilanza*

L'ESMA adempie la propria missione e consegue gli obiettivi prefissati tramite lo svolgimento di quattro attività: valutazione dei rischi per gli investitori, per i mercati e per la stabilità finanziaria; completamento di un corpus unico di norme per i mercati finanziari dell'UE; promozione della convergenza in materia di vigilanza e infine, vigilanza diretta di specifici soggetti finanziari.

La prima è inerente alla valutazione dei rischi per gli investitori, per i mercati e per la stabilità finanziaria che, ha lo scopo di individuare in modo tempestivo e rapido, le tendenze, i rischi e le vulnerabilità che emergono.

La valutazione dei rischi si integrano a quelle eseguite dalle altre autorità europee di vigilanza (AEV) e dalla (ANC), oltre a contribuire al lavoro sistematico svolto dal CERS, focalizzato sui rischi per la stabilità nei mercati finanziari. I risultati della funzione di valutazione dei rischi hanno impatto sia a livello interno in quanto, concorrono ad alimentare le attività dell'ESMA relative al corpus normativo ma anche alla convergenza in materia di vigilanza e alla supervisione diretta di specifici soggetti finanziari. Dal lato esterno, invece, l'ESMA promuove la trasparenza e la tutela degli investitori mettendo le informazioni a loro disposizione tramite i reperti e le banche dati pubblici. La funzione di analisi dei rischi monitora da vicino i benefici e i rischi dell'innovazione finanziaria nell'Ue.

L'attività relativa alla convergenza in materia di vigilanza consiste nell'attuazione e applicazione delle stesse norme sulla base di approcci simili in tutti i 27 Stati membri. La promozione ha lo scopo di garantire pari condizioni attraverso un'attività di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità, prevenendo l'arbitraggio regolamentare o una corsa al ribasso tra gli Stati membri.

Per quanto riguarda specificamente l'Italia, l'attività di ESMA ha avuto un impatto significativo sulla regolamentazione dei mercati finanziari. La Consob, quale autorità nazionale competente, è tenuta a conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni emanati da ESMA, secondo il meccanismo del *comply or explain*. Questo vincolo ha determinato un progressivo allineamento delle prassi di vigilanza italiane agli standard europei.

dispongano di poteri di vigilanza anche in relazione alle agenzie di rating del credito e ha invitato la Commissione a preparare proposte concrete riguardanti le modalità secondo le quali il Sistema europeo delle autorità di vigilanza finanziaria potrebbe svolgere un ruolo forte nelle situazioni di crisi, sottolineando, allo stesso tempo, che occorre che le decisioni prese dalle autorità europee di vigilanza non incidano sulle competenze degli Stati membri in materia di bilancio”.

Tra le normative europee che hanno maggiormente inciso sull'ordinamento italiano meritano particolare menzione la direttiva MiFID II e il regolamento MiFIR¹⁶⁶, che hanno ridefinito la disciplina dei mercati degli strumenti finanziari; il regolamento MAR sugli abusi di mercato, che ha armonizzato le regole in materia di insider trading e manipolazione del mercato; il regolamento Prospetto, che ha uniformato i requisiti informativi per le offerte al pubblico e le ammissioni a quotazione.

L'europeizzazione della disciplina dei mercati finanziari ha prodotto benefici evidenti in termini di armonizzazione e certezza del diritto, facilitando l'operatività transfrontaliera degli intermediari e degli emittenti. Tuttavia, non sono mancate criticità, legate principalmente all'eccessiva complessità di alcune normative europee e alla difficoltà di adattarle alle specificità dei mercati nazionali.

Un tema particolarmente dibattuto riguarda il cosiddetto *gold plating*, ovvero la tendenza di alcuni Stati membri ad aggiungere requisiti ulteriori rispetto a quelli previsti dalla normativa europea. L'Italia è stata talvolta accusata di aver adottato un approccio eccessivamente restrittivo nel recepimento delle direttive europee, con conseguenze negative sulla competitività del mercato nazionale. Questa critica ha costituito uno degli argomenti a sostegno delle riforme più recenti, volte a eliminare gli oneri regolamentari non strettamente necessari.

In conclusione, nonostante l'importanza crescente dell'ESMA nel sistema finanziario europeo, il quadro attuale presenta ancora un limite significativo: l'autorità dispone di un forte potere regolamentare, in particolare nella definizione di regole armonizzate per l'Unione europea ma, allo stesso tempo, non ha la possibilità di esercitare una delle attività ritenute più essenziali tra cui, rientra la vigilanza diretta sugli emittenti e sui mercati nazionali, le quali restano in capo alle singole autorità nazionali degli stati membri.

Questa divisione di competenze comporta una frammentazione dell'applicazione delle norme, con differenze tra gli stati membri. Per superare tali criticità, sia il Rapporto Letta¹⁶⁷ (2024) – precedentemente analizzato –, sia il

¹⁶⁷ Vedi. European Parliament briefing, Viewpoints on a single supervisory authority for capital markets, Letta Report: “the report concluded that ESMA could take on a more prominent role in supervision for the sake of capital markets integration; the motivation being the ‘homogenised’

rapporto Draghi (2024)¹⁶⁸, hanno evidenziato come sia essenziale procedere al rafforzamento dell'ESMA, attribuendole poteri di supervisione diretta sui grandi emittenti e sulle infrastrutture di mercato paneuropee, trasformandola in una vera e propria "Consob europea".

In questa prospettiva si inserisce l'idea di Mercato Unico avanzata da Letta e Draghi, con la speranza di superare la frammentazione attuale dei mercati regolamenti e aumentando la competitività dell'Ue a livello globale. Rafforzare l'ESMA, attribuendole poteri di vigilanza diretta e un ruolo centrale rappresenterebbe un passo decisivo per completare l'unione dei mercati dei capitali e realizzare un sistema finanziario europeo pienamente unificato, più stabile ed efficiente.

application of EU laws on capital markets. Enhanced supervisory powers would provide the robust and standardised framework necessary for the savings and investment union. The report suggests proceeding similarly to the banking union's SSM, whereby the ECB directly oversees significant banks, while national supervisors manage less significant ones. In the same way, ESMA could assume enhanced supervisory powers for major entities, based on criteria such as size, cross-border activities, and systemic importance. The type of entities concerned include trading venues, issuers, asset managers, and other financial market participants. One of the options proposed is shifting the supervision of the most integrated markets or significant market players to ESMA, particularly when supervision proves more effective at a supranational level, such as with equity markets. Another option would be for the European Commission to assess market integration for each directive or regulation from now on. This assessment would aim at pinpointing where supervisory efficiency is most advantageous in legislative reviews

¹⁶⁸ Vedi. European Parliament, briefing, "Viewpoints on a single supervisory authority for capital markets; Draghi report: "In his report on EU competitiveness, requested by the European Commission and published in September 2024, Mario Draghi – former ECB governor and former Italian prime minister – also calls for the establishment of a single EU authority equivalent to the United States (US) Securities and Exchange Commission (SEC, Box 1). For this purpose, ESMA should shift from a body that 'coordinates' NCAs to a single common regulator for all EU security markets. ESMA would be assigned exclusive supervision over (i) large multinational issuers; (ii) major regulated markets with trading platforms in various jurisdictions such as EuroNext; and (iii) central counterparty platforms". Vedi anche: "Moreover, ESMA emphasises the importance of coordination among NCAs. According to ESMA, the supervisory convergence framework has evolved in recent years to a 'risk-based, outcome-focused and data-driven approach'. This allows ESMA, together with NCAs, to enhance effective and coordinated supervision. ESMA should evolve progressively from coordination and exchange of supervisory information towards facilitating more cooperation and joint supervisory work among NCAs, in particular on large, cross-border firms; for example, in the form of mandatory supervisory colleges and coordinated supervisory teams. Such mechanisms can also help ensure seamless supervisory interaction, notably on cross-border issues such as the digital distribution of products and services across the EU or in crisis situations. ESMA should also centralise more work on selected tasks – for example, common data or risk analytics – to increase efficiencies, integration, and optimisation. Furthermore, ESMA suggests partially centralising supervisory data collection and processing, and harmonising enforcement through enhanced cooperation and convergence".

4.4 Il “Libro Verde” sulla competitività dei mercati finanziari in Italia

Nella complessa situazione economica che il sistema italiano ha affrontato a seguito di alcuni eventi, quali, a titolo esemplificativo, la pandemia da Covid-19, il mercato dei capitali ha svolto un ruolo fondamentale nell’accompagnare e sostenere un percorso di ripresa.

Il contributo dei mercati finanziari alla fase di rilancio, tuttavia, non si è manifestato in modo uniforme a livello internazionale.

A livello globale si è assistito a una marcata rivitalizzazione dei mercati borsistici, caratterizzata da una crescita significativa della raccolta di capitale sia attraverso nuove quotazioni (IPO) sia mediante aumenti di capitale da parte di società già quotate (SPO). Questa dinamica, sviluppatasi durante la diffusione della pandemia da Covid-19, ha tuttavia interessato prevalentemente gli Stati Uniti e, in misura minore, la Cina (Hong Kong), mentre in ambito europeo si è registrato un ulteriore ampliamento del divario competitivo.

Questi elementi, ribaditi da parte della Commissione europea, hanno portato alla necessità di sviluppare a livello UE mercati più efficienti e reattivi.

Al riguardo, è utile affermare che, anche prima della crisi pandemica, il declino dei mercati azionari europei sia stato più elevato rispetto alle altre principali piazze finanziarie. Ciò che contraddistingue i mercati azionari internazionali rispetto a quello europeo risiede nella maggiore flessibilità che caratterizza sia le modalità di accesso ai mercati (quali il *direct listing* e l’utilizzo di veicoli di quotazione come le SPAC), sia la normativa di diritto societario che incentiva le imprese “growth”¹⁶⁹.

Ulteriori elementi che accentuano la divergenza tra i mercati europei sono dovuti alla non completa attuazione del progetto della *Capital Markets Union*¹⁷⁰, circostanza che ha finito per avvantaggiare le piazze finanziarie più dinamiche, quali quelle dei Paesi Bassi e della Svezia.

¹⁶⁹ Le imprese “growth” sono società caratterizzate da un elevato potenziale di crescita dei ricavi e degli utili, che reinvestono i profitti per sostenere l’espansione, operano spesso in settori innovativi e presentano una valutazione di mercato orientata alle prospettive future piuttosto che alla redditività attuale.

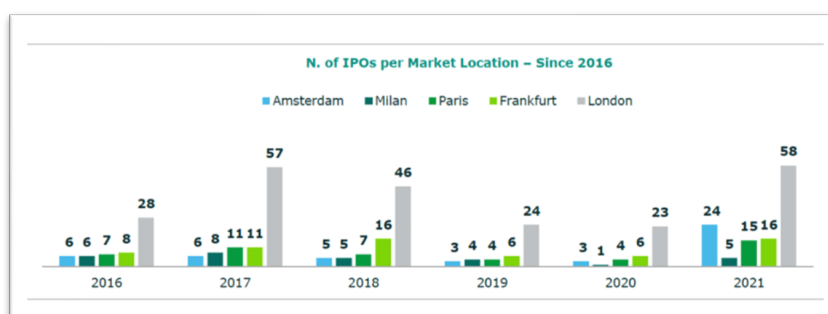
¹⁷⁰ Per approfondimento v. Europa.eu: Capital Markets Union 2020 – Dall’action plan 2020 agli ultimi sviluppi: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

Con riferimento al quadro ordinamentale nazionale, emerge un livello di sviluppo inferiore rispetto a quello riscontrabile nelle altre economie avanzate ¹⁷¹.



Guardando alle IPO, inoltre, il numero di nuove quotazioni negli ultimi 5 anni sul Mercato Regolamentato di Borsa Italiana (Euronext Milan) risulta inferiore rispetto a Parigi, Francoforte e, ancor di più, di Londra.

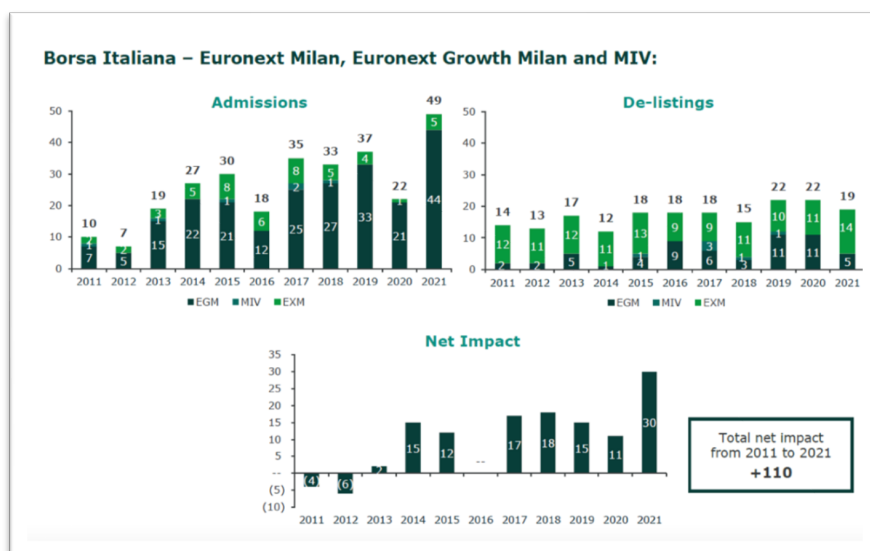
Occorre altresì evidenziare che il 2021 ha segnato una ripresa delle IPO a livello globale, traducendosi in livelli di attività particolarmente elevati nelle principali sedi di scambio. Anche il mercato italiano ha beneficiato di tale dinamica, sebbene prevalentemente grazie al contributo delle società quotate su Euronext Growth Milan (già AIM Italia). Con riferimento al mercato regolamentato, si sono registrate nove nuove ammissioni, di cui cinque IPO direttamente su Euronext Milan e quattro trasferimenti da Euronext Growth Milan, accompagnati da contestuali operazioni di listing e *delisting*.



Nel corso dell'ultimo decennio si è registrato un incremento netto positivo del numero di società quotate sui mercati di Borsa Italiana, pari a 110 nuove società,

¹⁷¹ OECD Capital market Review of Italy 2020: Creating Growth opportunities for Italian companies and savers: una media inferiore a quattro società l'anno è stata quotata sul mercato regolamentato della Borsa valori e la capitalizzazione di mercato del paese, in percentuale PIL, si è attestata al di sotto di quella delle controparti europee.

calcolato come differenza tra nuove ammissioni e *delisting*, risultato attribuibile in larga misura alla significativa crescita del Mercato di Crescita per le PMI (Euronext Growth Milan). Diversamente, considerando il solo Mercato Regolamentato (Euronext Milan) su base autonoma, l'effetto netto risulta negativo, con una riduzione complessiva di 74 società quotate.



Per quanto riguarda il mercato secondario, i Paesi europei mostrano già un significativo divario nel volume di capitale raccolto, soprattutto durante la crisi pandemica; questa differenza risulta ancora più marcata per l'Italia rispetto agli altri mercati europei.

La ridotta competitività del mercato italiano e la bassa quota di flottante incidono negativamente anche sull'inclusione dei titoli azionari italiani negli indici internazionali: ad esempio, i titoli italiani pesano solo il 3,6% nell'indice MSCI Europe, a fronte di circa il 18% dei titoli francesi¹⁷².

Le cause che comportano questo arretramento del mercato italiano sembrano essere legate a due fenomeni: da un lato, la scelta di alcune società italiana non ancora quotate di accedere direttamente a mercati di capitali esteri, europei o internazionali; dall'altro, la scelta di diverse realtà industriali già quotate di provvedere al trasferimento della sede legale all'estero, soprattutto in Olanda, mantenendo la quotazione anche o soltanto sul nostro mercato.

¹⁷² OECD, Italy Capital Market Review 2020, p.11 (https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-italy-2020_8443f95a-en.html).

Due casi emblematici di questi fenomeni sono rappresentati dalle operazioni che hanno coinvolto Fiat Chrysler Automobiles (FCA) e Mediaset che saranno oggetto di approfondimento nel Capitolo III¹⁷³.

Questa evoluzione in commento impone una riflessione sulla competitività delle regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale, soprattutto in relazione alla maggiore onerosità del processo di quotazione in Italia.

Su impulso del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), in collaborazione con le autorità di settore, quali Consob e Banca d'Italia, è stata avviata un'analisi volta a individuare le aree della regolamentazione e delle prassi di vigilanza critiche per la competitività dei mercati nazionali.

I risultati di questa analisi sono stati raccolti nel Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”¹⁷⁴, che ha evidenziato diverse opportunità di semplificazione e razionalizzazione, con interventi volti a migliorare il quadro normativo e regolamentare applicabile agli emittenti, rendendo più efficiente sia l'accesso sia la permanenza delle imprese sul mercato dei capitali.

Si tratta di un documento di analisi e consultazione, considerato un passaggio centrale nel dibattito sulla riforma dei mercati finanziari nazionali. Il lavoro partiva da una diagnosi critica dello stato di salute del mercato dei capitali italiano, mettendo in evidenza la sua progressiva marginalizzazione nel contesto europeo, il calo strutturale del numero di società quotate e una capitalizzazione di mercato significativamente inferiore rispetto ai principali competitor continentali, come confermato anche dal rapporto tra capitalizzazione di borsa e PIL.

¹⁷³ FCA: *Fiat Chrysler Automobiles N.V.*, Press Release 29 gennaio 2014: “Nel 2014, in seguito alla fusione tra Fiat S.p.A. e Chrysler Group LLC, la nuova holding *Fiat Chrysler Automobiles N.V.* ha scelto di stabilire la propria sede legale nei Paesi Bassi e la sede fiscale nel Regno Unito, mantenendo la quotazione primaria sul New York Stock Exchange e una quotazione secondaria su Borsa Italiana. Tale scelta è stata giustificata dal gruppo come funzionale a beneficiare di un ordinamento societario più flessibile e di un mercato dei capitali più profondo e liquido, confermando l'attrattiva competitiva delle giurisdizioni estere rispetto all'Italia. Mediaset\MFE: Mediaset S.p.A, Fusione transfrontaliera – Documento informativo, 2019: “nel 2019 ha promosso la fusione transfrontaliera per il trasferimento della sede legale nei Paesi Bassi della nuova holding *MediaForEurope N.V.* (MFE). Anche in questo caso, la riorganizzazione societaria ha evidenziato la volontà di beneficiare di un quadro giuridico più favorevole alla governance societaria – in particolare attraverso l'adozione del sistema del voto maggiorato o *loyalty voting system* – oltre che di un mercato dei capitali più integrato a livello europeo. Questa operazione ha rappresentato uno dei segnali più evidenti della crescente tendenza delle società italiane a collocare la propria struttura societaria in ordinamenti considerati più competitivi e più allineati agli standard internazionali.

¹⁷⁴ Dipartimento del Tesoro, MEF, “Consultazione pubblica sul Libro verde, la competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”.

L'analisi individuava le cause di questa debolezza in una pluralità di fattori strutturali, tra cui la concentrazione proprietaria delle imprese italiane, la resistenza all'apertura del capitale, la preferenza per il finanziamento bancario, gli oneri regolamentari e di compliance percepiti come eccessivamente gravosi, nonché una diffusa carenza di cultura finanziaria. Particolare attenzione veniva riservata al fenomeno del *delisting*, che negli anni precedenti aveva visto il numero delle società in uscita dal listino superare sistematicamente quello delle nuove ammissioni.

A fronte di tale scenario, il Libro Verde proponeva un insieme coordinato di interventi volti a rafforzare la competitività del mercato dei capitali italiano, articolati lungo diverse direttrici: la semplificazione degli obblighi informativi e di governance, l'introduzione di incentivi fiscali per favorire la quotazione delle PMI e l'investimento in capitale di rischio, nonché una maggiore flessibilità nella disciplina societaria e nei meccanismi di voto. Un profilo particolarmente innovativo riguardava la proposta di superare l'approccio regolamentare uniforme, introducendo una disciplina differenziata in funzione delle dimensioni e delle caratteristiche degli emittenti. Le indicazioni emerse dal Libro Verde hanno costituito la base per l'elaborazione della successiva Legge Capitali, che ne ha recepito numerosi spunti, traducendoli in disposizioni normative vincolanti.

Le proposte, nello specifico, venivano in parte destinate alle piccole e medie imprese e interessavano sia le società quotate sia le quotande, nell'ottica di incentivare l'accesso al mercato non solo delle PMI ma anche delle società di grandi dimensioni.

Le misure previste negli allegati tecnici al documento sono state sviluppate seguendo tre direttrici: a) rendere più agevole l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione ai mercati di Borsa e in materia di prospetto informativo, tenendo come parametro di riferimento il quadro normativo europeo; b) favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi per le società che fanno ricorso al mercato di capitali; c) intervenire su alcuni aspetti concorrenziali dell'ordinamento societario per agevolare le offerte sul mercato secondario e valutare il compimento di una

modifica in relazione alle strutture azionarie a voto multiplo, tenendo conto dell'esperienza degli altri paesi¹⁷⁵.

Nel complesso, le misure così previste convergono verso un obiettivo unitario, cioè quello di rafforzare la capacità del mercato di capitali italiano, di attrarre, trattenere e far crescere le imprese, riducendo gli oneri regolamentari superflui, soprattutto per PMI, e avvicinando l'ordinamento domestico ai migliori standard europei. L'intervento simultaneo su accesso, permanenza e struttura concorrenziale della stima mira a superare gli elementi di rigidità che hanno storicamente frenato la quotazione e lo sviluppo del mercato azionario nazionale, ponendo le basi per un ecosistema più competitivo, trasparente e funzionale al finanziamento dell'economia reale.

4.5 La legge Capitali del 5 marzo 2024, n.21

La legge n. 21/2024, c.d. “legge Capitali” rappresenta l'ultimo segmento di questo *excursus* normativo fin qui delineato, chiudendo il quadro complessivo delle riforme societarie sul tema trattato.

Questa legge, recante “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, è stata emanata per rafforzare i mercati italiani dei capitali, semplificando accessi e regolamentazioni e delegando al Governo una riforma del TUF (D. Lgs. 58/1998).

La norma risponde alla necessità di allineare l'Italia alla Capital Markets Union (CMU) UE, promuovendo finanziamenti alternativi al credito bancario, inclusione finanziaria e competitività globale delle imprese. Introduce semplificazioni, riduce oneri per quotazioni, limita responsabilità delle Autorità di vigilanza e potenzia strumenti come il patrimonio destinato.

Prima del 2024, i mercati italiani mostravano debolezze strutturali legate alla capitalizzazione/PIL, alla eccessiva dipendenza bancaria, alle procedure complesse per IPO. Anche la frammentazione regolatoria e la rigidità delle procedure ostacolavano permanenza/attractiveness per PMI e investitori, con basso ricorso a *equity* rispetto a USA/UK.

¹⁷⁵ Per approfondimento si veda l'Allegato tecnico del Libro verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, da pag. 25 a pag.42

La Legge Capitali, inoltre, nasce dalla consapevolezza che il problema non è solo normativo ma anche culturale: occorre rendere la quotazione più conveniente e meno onerosa, riducendo quello “scalino regolamentare” che scoraggia le imprese dall’accedere al mercato.

L’evoluzione della disciplina delle società per azioni italiane ha progressivamente definito un sistema a “scalini normativi”, nel quale il grado di apertura al mercato di capitali determina l’intensità delle regole applicabili. Storicamente, con la legge n. 216/1974¹⁷⁶, si è affermata una prima distinzione tra la disciplina di “base” delle società per azioni e la disciplina “speciale” prevista per le società quotate, caratterizzata da una vigilanza più incisiva – in particolare da parte della Consob – e da obblighi ulteriori in materia di trasparenza, governance e revisione.

La successiva evoluzione legislativa, dal Testo unico della Finanza del 1998, fino alla legge sul risparmio del 2005-2006, ha consolidato questo impianto, abbandonando l’originaria impostazione che mirava a concentrare la regolazione principalmente al di fuori della struttura societaria. Nel corso del tempo questo “scalino normativo” tra società chiuse e società quotate si è ampliato: l’intervento regolatorio è cresciuto in densità, estendendosi a competenze assembleari, diritti dei soci, composizione degli organi e molte altre aree della società. Conseguentemente, questa eccessiva espansione ha alimentato il dibattito sulla scelta delle imprese di accedere ai mercati, in un contesto in cui il numero delle società quotate ha continuato a diminuire.

Ed infatti, alla luce di questi fattori, è stata confermata l’idea che non sono solo i fattori economici ma anche la complessità regolatoria a scoraggiare la quotazione, rendendo meno conveniente il passaggio da società chiusa a società aperta al mercato. Come ribadito precedentemente¹⁷⁷, il mercato dei capitali italiani è ancora sottodimensionato rispetto ad altre economie avanzate, manifestando una condizione di “cronico ritardo”. Questo fenomeno è dovuto sia alle debolezze

¹⁷⁶ LEGGE 7 giugno 1974, n. 216, Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari.

¹⁷⁷ V. par. n. 4.5.

strutturali del sistema di riferimento sia alla presenza di alcuni ostacoli normativi e regolamentari, spesso comuni all'intera area comunitaria.

Da qui emerge l'esigenza, riaffermata anche dalla recente Legge Capitali del 5 marzo 2024, n. 21, di ripensare la struttura stessa degli scalini normativi, prevedendo forme intermedie che consentano un'apertura graduale al mercato, con l'introduzione di regole meno onerose rispetto a quelle applicabili alle società pienamente quotate.

La legge n. 21/2024 si compone di 27 articoli, suddivisi in cinque Capi: I) semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali; II) disciplina delle autorità nazionali di vigilanza; III) misure di promozione dell'inclusione finanziaria; IV) modifiche alla disciplina del patrimonio destinato e V) disposizioni finanziarie¹⁷⁸.

I numerosi interventi previsti nei vari capi che la compongono mirano a promuovere l'ammodernamento del quadro normativo italiano e a rimuovere gli ostacoli alla domanda di capitali da parte delle imprese. In tale contesto, l'obiettivo principale della Legge Capitali è agevolare la crescita del mercato, facilitando sia l'accesso sia la permanenza delle imprese sui mercati, così da offrire canali finanziari alternativi al tradizionale finanziamento bancario. A supporto di questo scopo, la procedura di ammissione è stata semplificata rispetto al passato.

In linea con questi obiettivi generali, la legge pone un'attenzione particolare alle piccole e medie imprese, cercando di incentivarne la quotazione attraverso specifiche modifiche normative. Uno degli strumenti principali in questo senso è rappresentato dall'art. 2, che modifica la definizione di PMI prevista dal TUF, innalzando la soglia di capitalizzazione massima da 500 milioni a 1 miliardo di euro, al fine di consentire a un numero maggiore di soggetti quotati di beneficiare della maggiore flessibilità della disciplina applicabile alle PMI. Tale disciplina riguarda diversi ambiti: a) la trasparenza degli assetti proprietari, con l'innalzamento della soglia minima delle partecipazioni rilevanti da comunicare ai sensi dell'art. 120 TUF, dal 3% al 5%; b) le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (OPA), con applicazione della disciplina contenuta nell'art. 106, comma 1 TUF, che fissa la soglia dell'obbligo di promuovere un'OPA al 30%

¹⁷⁸ P. B. SILVA, E. FANELLI, *Le principali novità della c.d. Legge Capitali*, Milano, 2024

(rispetto alla soglia del 25% prevista in caso di assenza di un altro socio con partecipazione maggiore, come indicato dall'art. 106, comma 1-bis TUF); c) la facoltà per le PMI di stabilire, in via statutaria, una soglia OPA diversa da quella del 30%, purché compresa tra il 25% e il 40%; d) infine, l'esclusione, per il primo quinquennio dopo la quotazione, dall'obbligo di OPA da consolidamento.

Ciò comporta che un maggior numero di società potranno avvalersi della disciplina meno onerosa applicabile nei confronti delle PMI.

Un ulteriore aspetto da attenzionare in relazione alla riforma attiene alla disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi. L'art. 4 della Legge in commento sostanzialmente abrogato la previgente disciplina del TUF, che estendeva parte degli obblighi applicabili alle società quotate sui mercati regolamentati anche a società con titoli negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione, aumentando gli oneri amministrativi e i costi.

Dalla sua entrata in vigore, dunque, non trovano più alcune regole dettate dal TUF: l'art. 116, con conseguente venir meno dell'obbligo di comunicare alla Consob l'acquisto o la perdita della qualifica di ESFD nonché le ulteriori informazioni previste dall'art. 108 del Regolamento emittenti Consob; la competenza assembleare e gli specifici obblighi informativi, in materia di approvazione e attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari, previsti dall'art. 114-bis; l'art. 148-bis relativo al cumulo degli incarichi dei componenti dell'organo di controllo e ai connessi obblighi di comunicazione alla Consob e al pubblico di tali incarichi. Gli ESFD non rientrando più tra gli enti sottoposti a regime intermedio, non saranno più tenuti a conferire alla società di revisione un incarico con durata novennale. Infine, si esclude l'applicazione anche di alcune norme del codice civile, in particolare l'art. 2391-bis c.c., e la relativa disciplina di attuazione del regolamento Consob n. 17221 del 2010, in materia di operazioni con parti correlate e con conseguente disapplicazione della vigilanza della Consob in materia.

Inoltre, ai sensi dell'art. 8, la legge Capitali è intervenuta in materia dal punto di vista procedurale, prevedendo una semplificazione dell'accesso e della regolamentazione dei mercati di capitali, con l'intento di eliminare gli inutili adempimenti e oneri, e, allo stesso tempo, modulando i rapporti tra Consob e società

di gestione del mercato nell'ambito della funzione di vigilanza, sino ad ora caratterizzati da una apparente sovraordinazione della Consob rispetto alla seconda.

Il legislatore è intervenuto modificando l'art. 66-bis TUF e l'art. 66-ter TUF, con l'obiettivo di rendere il sistema più semplice e competitivo. L'art. 66-bis TUF, introdotto dalla legge sul risparmio 262/2005, conferiva alla Consob il potere di stabilire condizioni speciali di quotazione per alcune categorie di società considerate "sensibili". Tra queste rientravano: a) società italiane controllanti società extra-UE, a causa del rischio di operazioni non trasparenti tramite società estere; b) società finanziarie, per garantire maggiore trasparenza e gestione prudentiale mediante obblighi informativi e gestionali più rigorosi; c) società soggette a direzione e coordinamento, al fine di prevenire conflitti di interesse e opacità nei gruppi.

Con l'introduzione dell'art. 8, la competenza regolamentare della Consob è stata ridotta. In particolare, sono state eliminate le lettere a) e b) dell'art. 66-bis, riguardanti le società controllanti extra-UE e le società finanziarie, ritenendo sufficiente la disciplina già esistente, tra cui il Regolamento Consob n. 17221/2010 sulle parti correlate, il Codice di corporate governance e le norme europee armonizzate. Rimane invece il potere della Consob sulle società soggette a direzione e coordinamento, pur permanendo alcune criticità legate alla difficoltà di accesso e permanenza delle imprese sui mercati regolamentati e all'inadeguatezza della norma rispetto alle fonti più recenti che disciplinano il mercato finanziario, come il Regolamento Consob 17221/2010, il Regolamento Borsa Italiana e il Codice di corporate governance.

Il secondo intervento previsto dall'art. 8, co. 1 lett. b), ha riguardato l'abrogazione dei commi 4 e 5 dell'art. 66-ter TUF. Ciò ha comportato l'eliminazione del meccanismo di sospensione automatica delle decisioni adottate dal gestore, relative all'ammissione o all'esclusione di strumenti dalle negoziazioni, che operava per cinque giorni di mercato a partire dalla comunicazione alla Consob. La ratio di tale intervento risiede nella volontà di eliminare un aggravio procedurale, in linea con il principio di efficienza ed efficacia dei procedimenti e con gli obiettivi di armonizzazione della riforma del mercato dei capitali. Analoga considerazione

vale per l'abrogato potere di veto della Consob – art. 66-ter, comma 6 TUF – sulle decisioni della società di gestione del mercato¹⁷⁹.

La Legge Capitali, oltre a riformare parte della disciplina contenuta nel TUF, ha introdotto modifiche a specifici istituti del diritto societario, riguardanti lo svolgimento delle assemblee, la presentazione delle liste per il consiglio di amministrazione e il contenuto e l'esercizio dei diritti di voto.

Per quanto riguarda lo svolgimento dell'assemblea, l'art. 11 della Legge Capitali prevede che, se lo statuto lo consente, le assemblee delle società quotate sul mercato regolamentato o su un MTF possono tenersi esclusivamente a porte chiuse, tramite un rappresentante designato dalla società ai sensi dell'art. 135-undecies TUF. A questo rappresentante possono essere conferite deleghe e sub-deleghe. La scelta del rappresentante designato mira a facilitare la partecipazione di alcuni tipi di investitori, in particolare istituzionali, e a ridurre i costi associati alle assemblee tradizionali. In questo contesto, non è consentita la presentazione di nuove proposte di deliberazione durante l'assemblea, mentre il diritto di porre domande può essere esercitato esclusivamente prima dell'assemblea stessa.

Per quanto riguarda le liste del consiglio di amministrazione, l'art. 12 della Legge Capitali consente allo statuto di prevedere che il consiglio uscente possa presentare una lista di candidati per l'elezione dei nuovi componenti. Tale presentazione è possibile solo se approvata dal voto favorevole di due terzi dei componenti del consiglio uscente e se la lista contiene un numero di candidati pari al numero di membri da eleggere aumentato di un terzo. La disciplina non obbliga il consiglio uscente a presentare la lista, lasciando quindi una discrezionalità sull'opportunità di proporla.

Infine, la legge ha introdotto modifiche relative al contenuto e all'esercizio del diritto di voto. In particolare, l'art. 13 disciplina le azioni a voto plurimo, modificando l'art. 2351, comma 4 c.c., e aumentando da 3 a 10 il numero di voti attribuibili a ciascuna azione a voto plurimo, tramite previsione statutaria. In linea con l'art. 127-*sexies* TUF, le azioni a voto plurimo possono essere emesse solo prima della quotazione. Di conseguenza, la modifica si applicherà esclusivamente

¹⁷⁹ Riviste | Giurisprudenza Italiana, 11/2024, p. 2516; La Legge Capitali e la riforma dei mercati (I parte) - La semplificazione delle procedure di ammissione alla quotazione (art. 8)

alle società non ancora quotate, mentre le società già quotate continueranno a essere soggette al divieto di introdurre azioni a voto plurimo nei propri statuti.

Il secondo istituto riguarda le azioni a voto maggiorato, disciplinate dall'art. 14 della Legge Capitali, che modifica la normativa previgente prevedendo che gli statuti possano attribuire voti aggiuntivi fino a un massimo di due per ciascuna azione posseduta dal medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi. Inoltre, è possibile prevedere l'attribuzione di un voto ulteriore alla scadenza di ogni successivo periodo di dodici mesi, fino a un massimo complessivo di dieci voti. L'introduzione e il rafforzamento del voto maggiorato per le società quotate e quotate, unitamente alle azioni a voto plurimo pre-quotazione, mirano a contrastare la migrazione degli emittenti verso giurisdizioni più permissive, come i Paesi Bassi¹⁸⁰.

Occorre specificare sul punto che le previsioni hanno sollevato discussioni in merito all'equità del sistema introdotto soprattutto nel rapporto tra soci a breve e a lungo termine, accentuando la differenza tra azionisti c.d. "imprenditori" e azionisti c.d. "investitori".

Nel complesso, il disegno di legge sui mercati dei capitali rappresenta un tentativo di rafforzare l'attrattività del sistema finanziario italiano e di incentivare l'accesso delle imprese – in particolare delle PMI – sui mercati azionari. Molte delle misure prospettate, quali la semplificazione degli oneri procedurali, l'ampliamento degli strumenti di voto plurimo e la riduzione di specifici adempimenti burocratici appaiono orientate a ridurre parte delle rigidità che tradizionalmente caratterizzano il mercato italiano.

Tuttavia, una parte della dottrina ha evidenziato come questi interventi rischino di incidere solo marginalmente sulle cause strutturali della debolezza del mercato dei capitali nazionale. In particolare, è stato osservato come la competitività del mercato azionario non dipenda esclusivamente dalla semplificazione normativa ma anche dalla presenza di una base ampia e dinamica di investitori istituzionali e della capacità del sistema economico di canalizzare il risparmio verso il capitale di rischio. In assenza di tali condizioni, il rischio è che le riforme normative producano

¹⁸⁰ Per approfondimenti vedi: C. GOTTLIEB, *DDL Capitali: Misure a sostegno della Competitività del mercato dei capitali*, 7 marzo 2024.

effetti limitati incidendo sui costi di accesso alla quotazione senza modificare in modo sostanziale gli incentivi economici delle imprese.

A ciò si aggiunge che alcune delle soluzioni prospettate – come il rafforzamento degli strumenti di voto plurimo e maggiorato – pongono interrogativi in merito all’equilibrio tra l’esigenza di rendere il mercato più attrattivo per le imprese e la necessità di garantire adeguate forme di tutela degli azionisti di minoranza. Il rischio evidenziato da parte della dottrina è che un’eccessiva concentrazione del potere di voto possa ridurre l’interesse degli investitori istituzionali, i quali tendono a privilegiare ordinamenti nei quali il rapporto tra i diritti amministrativi e rischio economico risulti maggiormente equilibrato.

Se da un lato, la riforma appare configurarsi come un primo intervento volto a modernizzare l’assetto normativo del mercato dei capitali italiano, dall’altro, è difficile pensare che questo, da solo, possa essere sufficiente a invertire le tendenze che negli ultimi anni hanno caratterizzato il sistema finanziario nazionale. Il problema della competitività del mercato italiano non si esaurisce infatti nella disciplina dell’accesso alla quotazione ma riguarda anche la capacità dell’ordinamento di trattenere le imprese già presenti sul mercato. Le recenti operazioni di delisting e i trasferimenti della sede legale verso altri ordinamenti più flessibili – come saranno successivamente analizzati – dimostrano come la concorrenza tra sistemi giuridici non si giochi soltanto sul terreno dell’ingresso nel mercato ma anche su quello della permanenza delle società all’interno del mercato¹⁸¹.

Anche per tali ragioni, a livello nazionale è in corso il tentativo – su cui si tornerà nel prossimo paragrafo – di riformare in modo organico la disciplina dei mercati¹⁸²; parallelamente, a livello comunitario è previsto il c.d. *Listing Act*, con norme orientate a migliorare la disciplina europea, rispetto alle quali le norme italiane dovranno essere coordinate.

¹⁸¹ “*DDI Capitali, la priorità è rendere allettante il mercato*”, il disegno di legge all’esame del senato mira a trattenere in Italia più imprese possibili, laScala, 2023.

¹⁸² L’articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21 ha previsto la delega per la “*riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento*”.

Il Consiglio dell'Unione Europea in data 8 ottobre 2024 ha approvato il c.d. “*Listing Act*”, un pacchetto di misure legislative che si inserisce in un più ampio processo di rafforzamento dell'Unione dei mercati dei capitali (Capital markets Union), con l'obiettivo di contrastare la progressiva perdita di attrattività dei mercati regolamentati europei e di facilitare l'accesso alla quotazione per le imprese di tutte le dimensioni, in particolare per le piccole e medie.

L'intervento normativo risponde, infatti, all'esigenza di ridurre gli oneri regolamentari e i costi di compliance che, nel tempo, hanno contribuito a rendere la quotazione in borsa meno conveniente rispetto ad altre forme di finanziamento alimentando il fenomeno del *delisting* volontario¹⁸³.

Il Listing Act si compone del Regolamento (UE) 2809/2024, della Direttiva (UE) 2811/2024 e della Direttiva (UE) 2810/2024¹⁸⁴.

Il nuovo Regolamento UE 2809/2024 ha modificato i tre precedenti Regolamenti: il Regolamento 2017/1129, meglio noto come *Regolamento Prospetto*; il Regolamento 596/2014, noto come *MAR*, Regolamento sugli abusi di mercato e il Regolamento 600/2014, meglio noto come *MiFIR*, Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari.

La Direttiva UE 2811/2024 ha modificato la Direttiva 2014/65/UE, meglio conosciuta come Direttiva *MIFID II*, Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, che, tra l'altro, ha abrogato la Direttiva 2001/34/CE, Direttiva sulle quotazioni. La Direttiva UE 2810/2024 regola le strutture con azioni a voto plurimo nelle società che richiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione.

Il Regolamento 2809/2024, in quanto atto direttamente applicabile, non richiede alcun recepimento da parte degli Stati membri ed ha trovato immediata applicazione vincolando direttamente tanto gli Stati quanto i soggetti privati¹⁸⁵.

Le Direttive, invece, vincolano gli Stati membri quanto al risultato da raggiungere lasciando alle autorità nazionali la scelta delle forme e dei mezzi di

¹⁸³ Vedi par. 3.1.2 – 3.1.3

¹⁸⁴ *Legge di delegazione europea 2024: criteri di delega per la trasposizione del pacchetto 'Listing Act'*, in *Assonime* (https://www.assonime.it/attivita-editoriale/news/Pagine/News-26_6_2025.aspx).

¹⁸⁵ Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 ottobre 2024, recante modifiche al Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari, al Regolamento (UE) n. 596/2014 (*Market Abuse Regulation – MAR*) e al Regolamento (UE) n. 600/2014 (*MiFIR*), in *GUUE*, 2024.

attuazione; in particolare, la Direttiva 2024/2811, dovrà essere recepita entro 18 mesi e mentre, la Direttiva 2024/2810 entro 24 mesi¹⁸⁶.

Il Regolamento 2024/2809 ha modificato l'articolo 1 del regolamento 1129/2017 aumentando la soglia del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato: in base alla nuova norma, è necessario che i titoli rappresentino, su un periodo di 12 mesi, *meno del 30%* del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato.

Il predetto Regolamento 2024/2809 ha modificato l'articolo 3 del regolamento 1129/2017 aumentando la soglia principale per l'esenzione dall'obbligo di prospetto: infatti, le offerte pubbliche di titoli sono esentate dall'obbligo di pubblicazione del prospetto a varie condizioni, tra cui quella secondo cui il corrispettivo aggregato totale nell'Unione dei titoli offerti sia inferiore a € 12.000.000 per emittente od offerente, calcolato su un periodo di 12 mesi. Pertanto, gli Stati membri potranno, in deroga, esentare offerte pubbliche di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto a condizione che il corrispettivo aggregato totale nell'Unione dei titoli offerti sia inferiore a € 5.000.000 per emittente o offerente, calcolato, ancora, su un periodo di 12 mesi.

Con riguardo al Regolamento MAR 596/2014, sono state modificate due soglie all'articolo 19 in tema di operazioni effettuate da persone che esercitano funzioni di *amministrazione, di controllo o di direzione*.

L'articolo 19, nel paragrafo 1, prevedeva che coloro che esercitano funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione e le persone a loro strettamente associate, dovessero *notificare* all'emittente o al partecipante al mercato delle quote di emissioni e all'autorità competente una serie di operazioni; tale disposizione si applicava a tutte le operazioni successive una volta che fosse raggiunto un importo complessivo di €5.000 nell'arco di un anno. La soglia di € 5.000 era calcolata sommando senza compensazione tutte le operazioni di cui al paragrafo 1¹⁸⁷.

Un'autorità competente poteva decidere di aumentare la soglia di € 5.000 a € 20.000, e informare l'ESMA (*European Securities Market Authority*) della sua decisione di adottare una soglia superiore.

¹⁸⁶ M. BIASETTI, C. MATARAZZO, *Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo*, 2025.

¹⁸⁷ Art.19 Reg. 596/2014 (MAR)

Il Regolamento 2024/2809 ha modificato le predette soglie, portando *da € 5.000 a € 20.000* l'importo complessivo delle operazioni in un anno civile. La seconda soglia, che poteva essere aumentata fino a € 20.000, è ora aumentata a € 50.000, con l'aggiunta della possibilità di ridurla a € 10.000, con successiva notifica all'ESMA.

Il Regolamento MiFIR 600/2014 ha subito la sola modifica dell'articolo 25, in materia di obbligo di conservazione delle registrazioni¹⁸⁸.

La predetta norma prevedeva che il gestore di una sede di negoziazione dovesse tenere a disposizione dell'autorità competente, per la durata di almeno cinque anni, i dati riguardanti tutti gli ordini su strumenti finanziari immessi nei propri sistemi.

Il Regolamento 2024/2809 ha modificato tale disposizione per cui il gestore di una sede di negoziazione deve tenere a disposizione dell'autorità competente, per almeno cinque anni, i dati rilevanti riguardanti tutti gli ordini su strumenti finanziari immessi nei propri sistemi in un *formato leggibile meccanicamente e utilizzando un modello comune*.

La Direttiva (UE) 2024/2811 introduce rilevanti novità in materia di ricerca finanziaria. In particolare, stabilisce che la ricerca prodotta da imprese di investimento o da terzi e utilizzata da imprese di investimento, dai loro clienti o dai loro potenziali clienti o ad essi distribuita deve essere *corretta, chiara e non fuorviante*. Viene inoltre, disciplinata la c.d. *ricerca sponsorizzata dall'emittente*, la quale può essere qualificata come tale solo se redatta in conformità al codice di condotta dell'Unione Europea che l'ESMA è chiamata a sviluppare mediante progetti di norme tecniche di regolamentazione. Tale codice stabilisce criteri di indipendenza, obiettività e gestione dei conflitti di interesse con l'obiettivo di migliorare la qualità dell'informazione disponibile per il mercato.

Gli Stati membri devono garantire che qualsiasi emittente possa presentare la ricerca da lui promossa al pertinente organismo di raccolta per come previsto dall'articolo 2, punto 2, del Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento Europeo e del Consiglio¹⁸⁹. L'art. 51-bis della nuova Direttiva prevede condizioni particolari relative all'ammissione di azioni alla negoziazione. Tale norma prevede che gli Stati membri devono garantire che i mercati regolamentati richiedano alle aziende che

¹⁸⁸ Art. 25 Reg. 600/2014 (MiFIR)

¹⁸⁹ V. art. 2 punto 2 Reg. 2023/2859

vogliono quotarsi di avere un valore minimo, corrispondente a € 1.000.000 o un importo equivalente in una valuta diversa dall'euro¹⁹⁰.

In definitiva la nuova Direttiva 2024/2810 non modifica né abroga Direttive precedenti, ma introduce disposizioni in merito alle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione.

La Direttiva si compone di nove articoli. Sono state previste norme comuni sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in sistemi multilaterali di negoziazione, che comprendono i mercati di crescita per le PMI, e che non hanno alcuna azione già ammessa alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione o in un mercato regolamentato.

La Direttiva contiene la definizione di alcuni concetti, tra cui:

- Società da intendersi come un soggetto giuridico costituito in uno dei tipi di società che, a norma del diritto nazionale, può emettere azioni e chiedere l'ammissione alla negoziazione delle sue quote di partecipazione in un sistema multilaterale di negoziazione.
- Azione a voto plurimo da intendersi come una categoria distinta e separata di azioni che conferiscono più voti per ogni azione rispetto a un'altra categoria di azioni con diritti di voto su questioni che devono essere decise dall'assemblea generale degli azionisti.
- Struttura con azioni a voto plurimo in cui vi sono determinate azioni che consentono un voto plurimo.

Gli Stati membri non devono subordinare l'adozione di una struttura con azioni a voto plurimo alla concessione di diritti economici potenziati per le azioni senza diritti di voto potenziati. Ed inoltre, sono state introdotte delle nuove misure di protezione a tutela degli azionisti che non detengono azioni a voto plurimo; le modifiche di una struttura devono essere approvate con una maggioranza qualificata e una votazione distinta per categoria di azioni.

¹⁹⁰ M. BIASETTI, C. MATARAZZO, *Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo*, 2025: "Questo valore può essere determinato con la capitalizzazione di mercato prevista, e dunque il totale delle azioni che la società avrà una volta quotata, o capitale e riserve dell'azienda nel caso in cui la capitalizzazione non sia valutabile".

Viene previsto un limite sull'influenza delle azioni a voto plurimo nelle decisioni assembleari e la possibilità di introdurre clausole di decadenza al fine di evitare che i diritti di voto potenziati restino dopo determinati eventi, quali ad esempio il decesso del titolare o il trasferimento delle azioni.

Gli Stati membri devono garantire che le società con azioni a voto plurimo, trattate in mercati o sistemi multilaterali, abbiano informazioni dettagliate sulla struttura azionaria nei documenti ufficiali, come prospetti e relazioni finanziarie. Queste informazioni devono riguardare categorie di azioni, diritti di voto, restrizioni al trasferimento e identità degli azionisti.

Le imprese di investimento devono indicare chiaramente queste azioni, in conformità con le norme previste dall'ESMA.

Conclusivamente il legislatore europeo ha voluto introdurre queste modifiche con lo scopo di facilitare l'accesso ai mercati dei capitali per le piccole e medie imprese e rendere più efficiente la loro quotazione in borsa, semplificando la normativa vigente in tema di quotazione sui mercati regolamentati¹⁹¹.

Il *Listing Act* svolge quindi un ruolo fondamentale nell'armonizzazione del quadro normativo europeo, riducendo la burocrazia per le imprese e gli oneri regolamentari, modificando le soglie di esenzione. Tali modifiche rafforzano il sistema finanziario europeo e l'integrazione dei mercati dei capitali, e rappresentano un impegno serio e concreto da parte dell'Unione Europea nel creare nuove opportunità di crescita e accesso al capitale per le imprese. Contestualmente la novella intervenuta garantisce un maggior livello di trasparenza e di tutela per gli investitori e per l'integrità del mercato¹⁹².

4.6 La delega per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e il processo di riforma in corso

La recente legge n. 28 dell'11 marzo 2025 ha modificato l'art. 19 della *Legge Capitali*, prorogando il termine per l'esercizio della delega per “*la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al*

¹⁹¹ Commissione europea, *Listing Act – Measures to make EU public capital markets more attractive for companies*, comunicazione ufficiale, 2024.

¹⁹² M. BIASETTI, C. MATARAZZO, *Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo*, 2025 (<https://www.advocacyandlitigation.com/post/listing-act-analisi-del-nuovo-pacchetto-legislativo>)

decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento”.

Lo “*Schema di decreto legislativo recante attuazione della delega di cui all’articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21*”, è stato esaminato dalle competenti Commissioni della Camera, le quali – nella seduta del 25 febbraio 2026 – hanno espresso il proprio parere, evidenziando al contempo alcune criticità e profili meritevoli di ulteriore intervento.

Il procedimento di attuazione della delega si colloca, pertanto, in una fase avanzata, essendo stato completato il passaggio parlamentare consultivo e risultando nuovamente rimesso al Governo per l’adozione definitiva del decreto legislativo.

Il confronto parlamentare, tuttavia, ha fatto emergere – accanto alla condivisione degli obiettivi di rafforzamento del mercato dei capitali – anche significative divergenze in ordine all’effettiva capacità della riforma di incidere sulle debolezze strutturali del sistema, con particolare riferimento alla tutela delle minoranze e alla contendibilità delle società quotate. In tale prospettiva, il tentativo di riforma si configura come un passaggio centrale nel più ampio disegno volto a favorire l’espansione del mercato dei capitali, a sostegno dell’innovazione e della crescita economica, nonché a contribuire allo sviluppo del mercato dei capitali europeo.

Sul piano quantitativo, il ritardo è significativo: tra il 2021 e il 2024 le sole imprese non finanziarie hanno subito una perdita di capitalizzazione di mercato superiore a 100 miliardi di euro; nel 2024 la capitalizzazione di borsa in rapporto al PIL è scesa al 19%. Analogamente, il mercato italiano del venture capital, pur in crescita, rimane sottodimensionato rispetto a Francia e Germania, con investimenti in termini di PIL inferiori alla metà rispetto a quelli dei principali competitor europei.

Questi dati evidenziano un progressivo ridimensionamento del ruolo del mercato azionario nel finanziamento delle imprese italiane. La riduzione della capitalizzazione di mercato e il limitato sviluppo del *ventur capital* segnalano infatti una debolezza strutturale del mercato dei capitali domestico che continua a svolgere

un ruolo marginale rispetto al credito bancario¹⁹³. In tale prospettiva, l'intervento del legislatore non appare neutrale ma si inserisce in un contesto caratterizzato da una crescente consapevolezza del rischio di progressiva perdita di attrattività del mercato italiano.

La riduzione del numero delle società quotate, l'intensificarsi dei fenomeni di delisting e di trasferimento della sede all'estero rappresentano segnali evidenti di una crisi strutturale, rispetto alla quale il legislatore sembra assumere un atteggiamento reattivo, volto a contenere la fuoriuscita delle imprese dal mercato regolamentato.

La legge Capitali ha pertanto delegato il Governo ad adottare una riforma più ampia dell'ordinamento dei mercati e degli emittenti, attraverso una revisione organica del TUF, introducendo misure volte a facilitare il finanziamento delle imprese in tutte le fasi del loro sviluppo e a promuovere la diffusione degli investimenti privati.

Il primo fronte di intervento riguarda le regole di governo societario.

La scelta metodologica di fondo è significativa in quanto la riforma distingue tra società che si apprestano alla quotazione e società già quotate, prevedendo per le prime un regime fondato su riduzione di costi e valorizzazione dell'autonomia.

Questa impostazione è coerente con un principio di economia regolatoria: le barriere all'ingresso nei mercati regolamentati devono essere giustificate dall'utilità pubblica che producono e non possono essere mantenute per una mera inerzia normativa.

Occorre, altresì, precisare in che questa distinzione potrebbe sollevare alcune difficoltà applicative. Non sempre potrà risultare agevole individuare con precisione il momento in una società possa essere qualificata come "emittente di nuova quotazione", soprattutto nelle fasi preparatorie dell'IPO, nelle quali la società è già soggetta ad un serie di obblighi informativi e organizzativi connessi alla procedura di ammissione sul mercato¹⁹⁴.

Da ciò deriva il rischio che il confine tra le due categorie non sia sempre chiaramente definibile, con possibili incertezze interpretative nella fase di applicazione della disciplina.

¹⁹³ VV. paragrafo 3.1.2

¹⁹⁴ VV. Cap. I par.1 (in base al mercato in cui avviene la quotazione dell'emittente).

Per gli “emittenti di nuova quotazione” viene introdotta una disciplina speciale che opera mediante opt-in statutario prima della domanda di ammissione e produce effetti dal primo giorno di negoziazione. A tutela dei soci, è espressamente riconosciuto il diritto di recesso per assenti, dissenzienti e astenuti in occasione della decisione iniziale di accesso al regime speciale. Il bilanciamento tra flessibilità e tutela dei soci minoritari viene incorporato nella norma stessa.

Sul piano della composizione degli organi, per le neoquotate, lo statuto può derogare al meccanismo del voto di lista con riserva obbligatoria di posti alla minoranza, rimettendo la materia all'autonomia statutaria entro limiti e criteri, inclusi quelli di equilibrio di genere e ammettendo anche modalità alternative, come la votazione sui singoli candidati e meccanismi di voto cumulativo.

Per quanto riguarda invece il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, il nuovo art.147- sexies TUF attribuisce agli organi delegati la cura dell'efficacia del sistema e del consiglio di amministrazione, la valutazione e il coordinamento delle funzioni coinvolte con applicazione del principio della rappresentazione unitaria dei rischi aziendali. Questa disposizione mira a rafforzare l'integrazione tra governance societaria e sistema di gestione dei rischi in linea con le migliori pratiche internazionali di governance.

La scelta, invece, di disciplinare autonomamente ciascuno dei tre modelli di governance – tradizionale, monistico e dualistico – merita un apprezzamento autonomo: la Banca d'Italia valuta positivamente il rafforzamento dell'autonomia statutaria e la scelta di rendere più chiaro il quadro normativo per gli investitori internazionali tramite una disciplina autonoma dei tre modelli di governo societario. La leggibilità delle regole di governance è essa stessa un fattore competitivo: gli investitori istituzionale scelgono i mercati in funzione della prevedibilità e della chiarezza dell'ordinamento.

Una delle macrocategorie oggetto di riforma è stata anche quella relativa agli adempimenti normativi in quanto una delle critiche più frequenti alle società italiane quotate è relativa all'eccesso degli oneri burocratici non giustificati da reali benefici per gli investitori.

Da ciò si giustifica l'eliminazione dell'obbligo di pubblicare le informazioni regolamentate sui quotidiani nazionali riducendo di conseguenza il costo legato alla quotazione senza compromettere la trasparenza in quanto le informazioni sono

reperibili tramite canali informatici facilmente accessibili. Questa misura si accompagna al collegamento del deposito delle informazioni presso la Consob al Regolamento ESAP (UE 2023\2858) che ne favorisce la circolazione anche sul piano europeo.

Sul fronte linguistico, la riforma favorisce l'uso della lingua inglese nelle comunicazioni di informazioni regolamentate, alle condizioni che la Consob disciplinerà con regolamento in linea con il diritto europeo con l'obiettivo ultimo di ridurre gli oneri legati alla quotazione. Si tratta, perlopiù, di una misura di civiltà regolatoria: imporre alle società che operano con investitori internazionali di comunicare esclusivamente in italiano è un anacronismo che penalizza l'attrattività del mercato senza alcun beneficio sostanziale per la tutela degli investitori.

In terzo luogo, le modifiche hanno riguardato la categoria delle regole assembleari.

Il nuovo art. 125-bis del TUF consente modalità alternative alla riunione in presenza con funzioni di funzionalità, semplificazione e parità di accesso alle informazioni e ammette la possibilità di limitare la partecipazione alla discussione a una soglia individuale non superiore all'1 per mille del capitale, fermi restando i diritti di presentare proposte e porre domande secondo le regole del TUF.

Questo intervento risponde ad una realtà incontestabile in quanto le assemblee delle grandi società quotate vedono una partecipazione fisica sempre più rarefatta, con il grosso del voto istituzionale esercitato prima della riunione.

La disciplina delle assemblee fisiche come modello unico e inderogabile è ormai disallineata rispetto alle pratiche di mercato internazionali.

Il quarto e ultimo argomento riguarda la mobilità tra sedi di negoziazione. La riforma interviene per rendere più agevole il trasferimento dal mercato regolamentato a un MTF (mercati Growth), valorizzando il downlisting come strumento tipicamente volto a ridurre oneri di compliance e come alternativa al delisting alternativo.

Difatti, se gli oneri della quotazione su un mercato regolamentato superano i benefici per una società di dimensioni ridotte – proprio come quelle italiane – il risultato razionale non è la permanenza coatta ma l'uscita dal mercato.

Il downlisting offrirebbe una terza via – la permanenza su un mercato con oneri proporzionati – che tutela sia gli investitori, i quali mantengono un mercato liquido ma, anche le imprese che mantengono i benefici della quotazione a costi sostenibili.

L'attenzione riservata al fenomeno del downlisting evidenzia in modo particolarmente significativo l'approccio pragmatico del legislatore, il quale sembra prendere atto dell'impossibilità di trattenere tutte le società all'interno dei mercati, orientandosi piuttosto verso soluzioni intermedie che ne evitino l'uscita definitiva dal mercato dei capitali.

In tal senso, il *downlisting* non rappresenta soltanto uno strumento tecnico di riallocazione della sede di negoziazione ma, si configura come una risposta regolatoria alla crescente tendenza delle imprese a sottrarsi agli oneri della quotazione, offrendo una forma di “permanenza” attenuata nel mercato.

Ciò conferma come il legislatore sia pienamente consapevole della perdita di attrattività del mercato regolamentato e stia progressivamente orientando l'intervento normativo non più verso un modello uniforme di quotazione ma verso un sistema differenziato ma soprattutto flessibile e capace di adattarsi alle esigenze dimensionali e organizzative delle imprese.

Questa riforma prende avvio dalla analisi e dalle proposte formulate nell'ambito del Libro verde – come già analizzato nel paragrafo precedente – su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” – pubblicato nel 2022 dal Ministero dell'Economia e delle finanze – nel quale si evidenzia come il mercato dei capitali sia storicamente meno sviluppato rispetto a quello di molte altre economie avanzate per ragioni ascrivibili tanto a fragilità strutturali dell'ambiente economico quanto alla presenza di vincoli normativi.

La risposta del legislatore delegato è coerente in quanto tale riforma persegue la finalità di rendere il mercato dei capitali più competitivo e attrattivo, riducendo gli oneri e *gold plating* senza abbassare i livelli di tutela e trasparenza richiesti agli emittenti, sostenendo la crescita e favorendo l'accesso al capitale di rischio.

Per le società quotate questo si traduce in un insieme organico di interventi – sulla governance, sulla disclosure, sulle assemblee – che condividono un approccio comune: meno adempimenti ridondanti, più flessibilità organizzativa e maggiore chiarezza dei modelli di governo societario, presidi che sono mirati essendo il rischio per il mercato più elevato.

La Banca d'Italia ha rilevato, in sede di audizione parlamentare, come le novità introdotte appaiono in linea con l'obiettivo di favorire la crescita, la competitività e l'attrattività internazionale del mercato.

In definitiva la riforma del TUF non è una scommessa sulla *deregulation* fine a se stessa, ma è una scelta di politica del diritto che mira a costruire un mercato più accessibile e più competitivo nel rispetto dei principi fondamentali.

CAPITOLO II

IL FENOMENO DEL *DELISTING*

1.1. La rilevanza del *delisting* nel contesto finanziario contemporaneo

La quotazione in borsa di un'impresa rappresenta, nel mondo capitalistico, il coronamento del progetto imprenditoriale inteso come evoluzione del percorso della società azionaria¹⁹⁵. Tecnicamente, la quotazione dà l'opportunità a chi vuole comprare o vendere azioni di una società di poterlo fare in modo semplice, a basso costo, contando su una buona liquidità futura. Inoltre, l'apertura della compagine sociale al mercato dei capitali, per lo Stato italiano, ha rappresentato un punto di svolta soprattutto per l'evoluzione e lo sviluppo di numerosi gruppi imprenditoriali.

Nonostante lo spirito di favore generalmente espresso nei confronti delle scelte strategiche finalizzate alla quotazione sui mercati, le cronache economiche - ma anche finanziarie - raccontano una esponenziale crescita del numero di emittenti che, per ragioni diverse, hanno conseguito la revoca dei propri titoli dal listino di borsa, il c.d. "*delisting*"¹⁹⁶.

Questo crescente flusso di uscite dal mercato ha fatto sì che le riflessioni intorno al fenomeno del *delisting* e alle cause assumessero un rilievo nel dibattito sulla competitività delle borse europee, in particolar modo quella italiana.

È ampiamente riconosciuto che le richieste di semplificazione e di maggiore coerenza del quadro normativo e regolamentare applicabile alle società quotate costituiscano il fulcro di un ampio progetto di riforma, sia a livello europeo sia nazionale. Questo percorso, ispirato a un generale impulso verso la liberalizzazione e la riduzione dei costi connessi allo *status* di società quotata, non si propone soltanto di rendere più agevole ed efficiente l'ingresso delle imprese nei mercati regolamentati ma anche di favorirne la permanenza, soprattutto nei confronti di

¹⁹⁵ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale, diretto da P. SCHLESIGNER, Milano 2012, 560, secondo il quale "*la società azionaria rappresenterebbe un modello societario che di per sé aspira alla quotazione*".

¹⁹⁶ U. MORERA, M. SCIUTO, *Sez. II – Osservatorio sulla corporate governance - Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in Riv. di dir. soci., fasc.3, 2007: "*per revoca dalla quotazione si intende la revoca del provvedimento di ammissione alla negoziazione su di un mercato regolamentato italiano da parte della Società di Gestione del Mercato (solitamente, Borsa Italiana S.p.A.; e cfr. infatti art. 62 TUF nonché artt. 2.5.1, 2.5.2, 2.5.3 del suo Regolamento)*"; Cfr. GERANIO, *I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, Newfin Working Paper, 2004.

quelle società che hanno scelto la quotazione come strumento per accrescere il valore generato a beneficio degli azionisti e dell'insieme degli stakeholders¹⁹⁷.

Secondo una recente indagine, compiuta tra il 2001 e il 2021, i mercati dei capitali italiani hanno assistito a 336 “*delisting*”, la maggior parte dei quali (268) dal listino principale Euronext Milan, a fronte dei 68 che hanno riguardato il mercato non regolamentato (Euronext Growth Milan). Il dato risulta ancora più rilevante se si tiene presente che, nel triennio 2019-2021, vi è stato un calo delle quotazioni su Euronext Milan, soltanto 12 a fronte di 35 *delisting*. Questa statistica mostra come il flusso delle nuove IPO sia limitato rispetto ai casi in uscita dal mercato¹⁹⁸.

In tal senso, si può osservare che l'emigrazione di capitali ha raggiunto il picco massimo nell'ultimo quinquennio, caratterizzato da un numero maggiore di *delisting* di emittenti di medie e grandi dimensioni i quali, rispetto alla quotazione sul listino nazionale, hanno preferito quello presso una borsa estera ovvero, nella maggior parte dei casi, il definitivo abbandono del mercato.

Il flusso di *delisting* ha mantenuto una certa rilevanza anche nel primo semestre del 2024¹⁹⁹.

Le dinamiche sopra descritte non riguardano in via esclusiva il mercato italiano ma si collocano all'interno della congiuntura economica mondiale che – sin dalla crisi finanziaria del 2008 – ha determinato una progressiva diminuzione del numero di emittenti quotati e del livello di capitalizzazione dei mercati finanziari europei ed extra-europei²⁰⁰.

¹⁹⁷ M. SAGLIOCCA., “*La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*”, Saggi di diritto commerciale / collana fondata da T. ASCARELLI e continuata da G. FERRI; Nuova serie già diretta da A. GAMBINO, B. LIBONATI, P. F. LUZZI; a cura di C. ANGELICI E M.S. RICHTER JR, Milano, 2024.

¹⁹⁸ Secondo l'indagine condotta da Intermonte, sono solo 102 le imprese che hanno optato per la quotazione sul mercato (dato record registrato nel 2021 con 44 IPO) e in generale sui sistemi di negoziazione multilaterale diversi dai mercati regolamentati. Cfr. F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in Giur. Comm., 2022, I, 805 ss; In ottica comparatistica si veda, A. LAMBIASE *Euronext Growth Milan ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Milano, 2021.

¹⁹⁹ È il caso, ad esempio, di Tod's, che ha provveduto al *delisting* dal mercato Euronext Milan, a seguito di Opa volontaria promossa da Crown Bidco s.r.l (veicolo di investimento del fondo L Catterton) sulle azioni ordinarie, il 7 giugno del 2024.

²⁰⁰ Cfr. Intermonte e politecnico di Milano, *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa italiana*, cit.7, ss: “*La Borsa di Londra ha osservato un calo del numero di emittenti pari al 30% nell'arco degli ultimi vent'anni; una simile variazione negativa si registra anche nel mercato francese (25%) e tedesco (27%)*”.

Nondimeno, come già ribadito precedentemente, le cause che altrove hanno determinato una contrazione fisiologica del mercato azionario assumono in Italia una portata ancora più marcata andando ad incidere sulla propensione delle società a permanere sul listino.

Come anticipato, il mercato di capitali italiano risulta molto meno competitivo rispetto agli altri mercati esteri²⁰¹. Questo effetto è dato, da un lato, dal livello dei costi connessi allo status di società quotata (introduzione di nuove funzioni aziendali, rafforzamento degli assetti di governance, obblighi informativi stringenti) e, dall'altro, dall'assetto profondamente peculiare del tessuto economico e societario che caratterizza il Paese (in particolare, connotato da una maggiore presenza di piccole e medie imprese).

Il mercato italiano, infatti, presenta un numero di emittenti quotati contenuto rispetto al PIL prodotto, un flottante spesso ridotto e assetti proprietari concentrati, nei quali l'azionista di riferimento – singolo o coalizione – mantiene un controllo sostanziale sulle scelte assembleari. Questo risultato è la combinazione tra costi della quotazione, vincoli regolamentari e struttura proprietaria concentrata a rendere il fenomeno del *delisting* particolarmente pronunciato nel nostro ordinamento.

In questo scenario, il *delisting* si trasforma in uno strumento del tutto funzionale rispetto agli interessi dell'azionista di controllo o alla realizzazione di specifiche strategie di riorganizzazione societaria. Da un lato, il *delisting* può derivare da valutazioni di politica industriale, quando gli oneri di compliance risultano sproporzionati rispetto alle dimensioni o alla redditività dell'emittente. Dall'altro lato, soprattutto nelle società caratterizzate da assetti proprietari concentrati, esso diventa un mezzo per consolidare il controllo: tramite una OPA finalizzata al *delisting*, come si avrà modo di vedere successivamente nel presente lavoro, l'azionista di riferimento può ritirare la società dal mercato, acquisire le residue azioni in fasi di recessione incrementare la redditività della propria partecipazione a costi inferiori.

Alla luce di tali elementi risulta doverosa l'analisi tematica circa le principali configurazioni di *delisting* evidenziando sia i fattori che ne determinano la crescente

²⁰¹ Vedi. Ministero dell'economia e delle Finanze, Libro Verde su, “*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*”, 2022.

diffusione, sia le motivazioni che possono condurre l'emittente a scegliere volontariamente l'abbandono del listino.

1.2. Le ragioni alla base del *delisting*

Le considerazioni effettuate consentono di allargare il perimetro dell'indagine, quantomeno per i profili di maggiore rilievo, tra cui le motivazioni strategiche e di business che spingono gli emittenti ad abbandonare il mercato borsistico.

Nelle fattispecie di *delisting* involontario, il venir meno di requisiti necessari per il mantenimento della quotazione appare riconducibile ad una molteplicità di fattori, soprattutto correlati ai parametri dimensionali e reddituali della società; di contro, le ragioni che giustificano le operazioni di *delisting* volontario – nonché la grande maggioranza dei casi di revoca dalla quotazione che si registrano nell'attuale panorama di mercato – devono ricercarsi nelle esigenze di efficienza e strategia imprenditoriale.

Muovendo dai dati empirici, emerge come le motivazioni alla base del primo ingente flusso di *delisting*, registrato tra il 2007 e il 2010, siano riconducibili alla crisi economica innescata dallo scoppio della bolla dei mutui subprime e dal fallimento di Lehman Brothers. Questa crisi, originatasi nel mercato statunitense, si è progressivamente estesa fino a determinare una significativa contrazione della capitalizzazione delle principali piazze finanziarie occidentali, con un conseguente incremento dell'incidenza delle operazioni di de-quotazione dal 62,5% al 100%.

Per questo, in un momento di recessione economica globale, è intuibile la decisione di un numero elevato di emittenti di optare per l'abbandono del mercato dei capitali.

Le stesse ragioni non sembrano, tuttavia, sufficienti a spiegare il più recente flusso di *delisting*, verificatosi in anni nei quali – diversamente dal passato – l'andamento dei mercati non ha registrato performance particolarmente negative²⁰².

²⁰² Un miliardo di euro in ingresso contro 28 in uscita. Il 2024 andrà in archivio come l'anno della grande fuga da Piazza Affari. Un lungo elenco di *delisting* che segue quello del 2023 e porta di slancio dentro il 2025, con l'atteso completamento di Opa relative a molti campioni del made in Italy come Unieuro, Piovani, Relatech, holding come Cir, realtà finanziarie come Anima e Intermonte (per non parlare - guardando più in là nel tempo - dell'annunciata offerta di acquisto su Banco Bpm da parte di UniCredit). C'è già un consistente lotto di realtà pronto a lasciare il listino nelle prossime settimane, ma il 2024 potrebbe fare segnare una piccola sorpresa, con il numero di realtà già delistate (23 a oggi, 25 se si considerano le fusioni di Exprivia e Compagnia immobiliare azionaria) che per la prima volta tiene testa alle Ipo, nei primi 11 mesi ferme a quota 20 unità.

Queste ultime evidenze, infatti, hanno spostato l'attenzione sul dibattito circa l'attrattività della quotazione per le imprese.

Se, storicamente, l'accesso al mercato era stato accolto in modo favorevole dalla comunità economica e scientifica – inteso come parte del processo evolutivo delle società di capitali – le attuali tendenze, al contrario, evidenziano una marcata “disaffezione” da parte dei gruppi imprenditoriali verso la quotazione in borsa²⁰³.

Uno dei fattori che potrebbe determinare la de-quotazione di un emittente è stato rinvenuto negli eccessivi oneri, in termini di costi e adempimenti, che l'accesso alla borsa può comportare per lo stesso.

In particolare, con riguardo ai costi, vengono in rilievo quelli connessi all'iniziale accesso al mercato e al successivo mantenimento dei titoli sul listino, che si sostanziano soprattutto nel pagamento delle *fees* dovute alla società di gestione del mercato²⁰⁴ – di solito in misura proporzionale alla capitalizzazione – e agli eventuali intermediari coinvolti nelle negoziazioni in borsa.

In tal senso, è noto come le società quotate debbano dotarsi di un assetto organizzativo più articolato rispetto a quello tipico delle società chiuse, da cui deriva l'esigenza di assumere nuove funzioni aziendali – quali, a titolo esemplificativo, quelle di *investor relations* e controllo della gestione – e rafforzare i presidi interni inerenti al sistema di governo, nel rispetto delle vigenti disposizioni

²⁰³ Sul punto A. SACCO GINEVRI, *OPA e delisting*, cit, 937., nonché F. PICCO – V. PONZIANI – G. TROVATORE – M. VENTORUZZO, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, cit., 41 (nota 70) ove si evidenzia come le operazioni di *delisting* siano giustificate dalle seguenti motivazioni: i) rifocalizzazione degli interessi, degli obiettivi e dei comportamenti adottati dai principali attori dell'organizzazione, così da facilitare la creazione del valore (c.d. *incentive realignment*); ii) attenuazione del rischio di *free riding*; iii) riduzione dei costi di transazione, delle commissioni da corrispondere al gestore del mercato e dei costi di compliance; iv) finalità anti scalata; v) favorire una ristrutturazione o un risanamento della società, senza dover scontare le limitazioni derivanti dallo status di *listed company*; e vi) aumento dei benefici fiscali dovuto all'incremento del leverage.

²⁰⁴ Definition “*fee*”: A fee is a charge levied by government authorities—whether at the central, local, or municipal level—in exchange for the provision of specific services or the granting of particular rights. Unlike a tax, which is typically imposed without a direct exchange of goods or services, a fee is often rooted in the principle of *quid pro quo*. This means that those who pay the fee expect a corresponding benefit or service in return. As a result, fees may be likened to user charges, reflecting a system in which beneficiaries of certain public services or facilities contribute directly to their maintenance or administrative costs.

normative e regolamentari e del *corpus* di principi di autodisciplina contenute nel codice di Corporate Governance²⁰⁵.

Con riferimento agli adempimenti connessi alla quotazione – e dunque agli ulteriori oneri che da questa conseguono – è possibile richiamare gli obblighi più stringenti che gravano in capo agli emittenti in materia informativa al mercato. Si pensi alla maggiore frequenza con cui le società quotate sono tenute a pubblicare le proprie relazioni contabili e finanziarie, all’obbligo di certificazione dei bilanci da parte di una società di revisione, nonché all’ulteriore obbligo – per gli emittenti che soddisfano i requisiti patrimoniali previsti – di predisporre una dichiarazione non finanziaria relativa alla sostenibilità dell’impresa (c.d. DNF)²⁰⁶.

Inoltre, un rilievo di primo piano deve essere ascritto all’articolato insieme di regole di *disclosure* e alle conseguenti sanzioni previste in caso di violazioni delineato dalla normativa sugli abusi di mercato, di cui al Reg. (UE) n.596/2014 (c.d. MAR)²⁰⁷.

In primo luogo, il MAR ha notevolmente ampliato gli obblighi di gestione e comunicazione delle informazioni privilegiate²⁰⁸. L’art.17²⁰⁹, in primis, impone agli emittenti di divulgare senza indugio ogni informazione price sensitive che li riguarda, prevedendo possibilità di ritardarne la pubblicazione solo a fronte di condizioni rigorose (art.17 comma 4) e con l’obbligo di documentare l’intero processo decisionale. Questo comporta la necessità di strutturare procedure interne complesse, idonee a garantire la tempestiva identificazione, classificazione e poi

²⁰⁵ Basti pensare alle regole in tema di formazione del consiglio di amministrazione che comportano la nomina di un determinato numero di consiglieri indipendenti – in base al numero dei membri dell’organo – e di rispettare l’equilibrio di genere nella composizione dell’organo (il genere meno rappresentato ottiene la nomina dei 3/4 dei componenti dell’organo).

²⁰⁶ Sul punto, cfr. Intermonte e Politecnico di Milano, *Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana* (2002-2021), cit., 7 ss.

²⁰⁷ M. VENTURUZZO, “Regolazione dei mercati e scelte di quotazione: costi, benefici e incentivi”, Riv. dir. soc., 2016, pp.431 ss.

²⁰⁸ Per definizione di “informazione privilegiata” vedi. *CGUE, 11 marzo 2025, causa C-628/13 (Lafonta SA)*: Tenuto conto dell’insieme delle suesposte considerazioni, occorre rispondere alla questione sollevata dichiarando che l’articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e l’articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 devono essere interpretati nel senso che non esigono, affinché determinate informazioni possano essere considerate come informazioni aventi carattere preciso ai sensi delle citate disposizioni, che sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che l’influenza potenziale di tali informazioni sui prezzi degli strumenti finanziari in questione si eserciterà in un senso determinato, una volta che esse saranno rese pubbliche.

²⁰⁹ Delibera Consob n.23131/2024: Applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti di MONDO TV S.p.A. per violazione dell’art. 17, paragrafo 1, del Regolamento Europeo sugli Abusi di Mercato n. 596/2014

diffusione delle informazioni, nonché di dotarsi di un *market disclosure committee* o di figure equivalenti dedicate alla *compliance*²¹⁰.

In secondo luogo, l'art. 18 MAR impone la tenuta dei registri delle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate, con obbligo di aggiornarli in tempo reale e conservarli per almeno cinque anni. Questo adempimento, spesso sottovalutato nella prassi, rappresenta un presidio organizzativo particolarmente oneroso per gli emittenti minori, che devono implementare sistemi di tracciamento digitale, protocolli di sicurezza informatica e controlli periodici sulla circolazione interna delle informazioni.

Un ulteriore aggravio è determinato dagli obblighi di *internal dealing*, previsti dall'art. 19 MAR, che impongono agli esponenti rilevanti e alle persone a loro strettamente legate di comunicare ogni operazione sulle azioni dell'emittente e sui relativi strumenti derivati, con conseguenti oneri informativi e necessità di monitoraggio costante.

Questi obblighi espongono gli organi sociali a un livello elevato di scrutinio pubblico e riducono i margini di riservatezza nella strategia di gestione societaria e possono costituire un deterrente alla permanenza sul mercato regolamentato.

Sul fronte sanzionatorio, il MAR ha introdotto un sistema particolarmente rigoroso (artt. 30-31), recepito nell'ordinamento italiano dagli artt. 187-*bis* e ss. del TUF, che prevede sanzioni amministrative pecuniarie molto elevate, sanzioni interdittive e "sanzioni reputazionali", oltre alla possibile responsabilità dell'ente ex. d.lgs. 231/2001 nei casi di *insider trading* e manipolazione del mercato. L'inasprimento del rischio giuridico e gestionale è quindi significativo: anche meri errori formali negli obblighi di *disclosure* possono comportare responsabilità per gli amministratori e danni reputazionali irreversibili²¹¹.

Il combinato disposto degli obblighi procedurali, dei costi organizzativi, del rafforzato regime giuridico e dell'esposizione alle sensibilità del mercato contribuisce, soprattutto per le società di piccole e medie dimensioni, a rendere la permanenza sul mercato regolamentato economicamente e strategicamente meno conveniente.

²¹⁰ E. KASHEFI POUR, M. LASFER, *Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?* Journal of Banking and Finance, 2013, vol. 37, n. 12, pp. 4850-4860.

²¹¹ V. Art. 187-*bis* TUF (Abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate).

In tali casi, il *delisting* può rappresentare una risposta razionale all'eccessiva pressione regolamentare e all'asimmetria tra oneri della quotazione e benefici effettivamente ottenibili, specie in assenza di adeguata liquidità e di un reale interesse degli investitori istituzionali.

Allo stesso tempo, l'apertura della compagine sociale al mercato dei capitali rappresenta – per gli azionisti di controllo – uno strumento per monetizzare una parte del proprio investimento cercando di mantenere la posizione di comando all'interno della società.

Il processo di quotazione fornisce la possibilità ai gruppi di riferimento di realizzare una porzione del proprio capitale economico senza che vi sia un effettivo trasferimento del controllo, grazie all'ampliamento della base azionaria e all'applicazione delle regole di corporate governance tipiche degli emittenti (artt.120 TUF ss.).

Questo tipo di meccanismo è sviluppato nei contesti caratterizzati da assetti proprietari concentrati nei quali l'accesso al mercato può essere visto come un'operazione di *liquidity event* per la famiglia o il gruppo imprenditoriale senza rinunciare al controllo strategico.

Tuttavia, la condizione stessa di società quotata comporta la costante esposizione della stessa alle dinamiche di mercato, le quali talvolta risultano penalizzanti. Difatti, nella prassi capita che il prezzo del titolo non rifletta necessariamente i fondamentali economici dell'impresa in quanto può essere influenzato da alcuni fattori esogeni del mercato tra cui, a titolo esemplificativo, ricordiamo i cicli di mercato, gli shock sistemici, i mutamenti di percezione degli investitori e, infine, gli eventi geopolitici.

Da ciò ne deriva che il valore del titolo può oscillare in modo del tutto indipendente dai risultati economici della società dando vita a fenomeni, quali l'*undervaluation* o di volatilità non giustificata dal merito creditizio o operativo dell'emittente²¹².

²¹² Glossario Finanziario – Volatilità: la volatilità misura l'incertezza circa i futuri movimenti del prezzo di un bene o di una attività finanziaria. Al crescere della volatilità cresce la probabilità che la performance risulti molto elevata oppure molto contenuta, ossia cresce la probabilità che i movimenti di prezzo siano molto ampi, sia in aumento che in diminuzione. La volatilità viene misurata come deviazione standard del tasso di rendimento (o delle variazioni di prezzo) del bene o dell'attività.; Per "*undervaluation*" si intende la condizione in cui il prezzo di mercato di un titolo

La letteratura economico-finanziaria ha evidenziato come queste oscillazioni di prezzo possano penalizzare le società a flottante ridotto, tipiche dei mercati con forte concentrazione proprietaria: la scarsa liquidità può amplificare la volatilità, aumentare lo spread denaro-lettera²¹³ e ridurre l'efficienza informativa del prezzo²¹⁴.

In questi casi, lo strumento che inizialmente aveva consentito agli azionisti di controllo di realizzare parte del proprio investimento può trasformarsi in un vincolo: il titolo diventa più esposto a fluttuazioni irrazionali e a una percezione di valore che non rispecchia la performance industriale.

Da ciò è facilmente intuibile come la combinazione tra volatilità e persistente sottovalutazione può costituire un forte incentivo al *delisting*, soprattutto quando il prezzo dei titoli non riflette il valore “fondamentale” dell'impresa e quando il flottante ridotto impedisce l'ingresso di investitori istituzionali in grado di sostenere la domanda²¹⁵.

Alla luce di quanto affermato, è possibile rilevare come, in gran parte delle suddette circostanze, l'impulso a ritirare i titoli dalle negoziazioni borsistiche risulti giustificato da primarie esigenze di riduzione dei costi e massimizzazione del valore facenti capo all'emittente.

Accanto alle motivazioni di politica industriale o finanziaria riconducibili all'interesse proprio della società, si può spesso aggiungere - se non sostituire - la volontà degli azionisti di controllo.

In tal senso, come anticipato, il *delisting* rappresenta un valido strumento al servizio degli azionisti di maggioranza, che - sfruttando le asimmetrie informative derivanti dalla propria posizione all'interno degli organi sociali - intendono approfittare dei momenti di ciclica concentrazione dei costi borsistici per acquisire la totalità delle azioni circolanti ad un prezzo inferiore rispetto al valore delle stesse.

risulta sistematicamente inferiore al suo valore “fondamentale” o al valore intrinseco dell'impresa, ossia al valore che deriverebbe dai fondamentali economico-finanziari.

²¹³ Definizione: espressione usata per indicare la differenza (detta forbice) tra il prezzo di vendita a pronti (lettera) e il prezzo di acquisto a pronti (denaro) di attività finanziarie quotate. In ambito anglosassone è nota come *bid ask spread*.

²¹⁴ Cfr. M. PAGANO – A. RÖELL, “*The choice of stock ownership structure*”, 1998; Zingales, “*Insider ownership and the decision to go public*”, 1995.

²¹⁵ I. MARTINEZ, S. SERVE, *Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda*, Journal of Economic Surveys, 2017, vol.31, n.3, pp.733-770.

Tutto ciò con l'intento di consolidare la propria posizione di comando sulla società e nella prospettiva di un futuro *exit* a condizioni economiche più favorevoli rispetto a quelle di acquisto delle azioni²¹⁶.

In questo senso, si rileva che il vantaggio di cui dispongono gli azionisti di controllo nella scelta delle tempistiche e delle strategie ottimali per procedere all'acquisizione della totalità delle azioni in circolazione, con la conseguente eliminazione delle minoranze, consente loro di capitalizzare a proprio favore lo "sconto" sul valore intrinseco del titolo²¹⁷, il quale tende a determinarsi nei momenti di generale recessione del mercato e incide, in particolar modo, sul valore delle partecipazioni detenute dagli azionisti di minoranza.

Da questa prospettiva risulta evidente come il *delisting*, specie quando utilizzato da parte dell'azionista di maggioranza al fine di capitalizzare i vantaggi derivanti dalle temporanee congiunture economiche, imponga un delicato bilanciamento di esigenze contrapposte; le quali, in parte, mirano alla realizzazione dei progetti imprenditoriali e alla tutela delle istanze di efficientamento organizzativo facenti capo ai gruppi di comando ma, dall'altra parte, alla tutela dell'interesse degli azionisti di minoranza – nonché, in generale, del mercato – alla adeguata valorizzazione e liquidazione del proprio investimento.

²¹⁶ Sul punto, e per le considerazioni qui esposte, cfr. A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, cit., 407 ss., ove, fra l'altro: "L'azionista di controllo è poi nelle condizioni di appropriarsi della differenza tra valore intrinseco dell'emittente e valore corrente di mercato, che può venire accentuata da temporaneamente avverse condizioni di mercato o da situazioni di elevata volatilità dei corsi di borsa ovvero ancora da ragionevoli prospettive di un futuro apprezzamento del valore del capitale azionario, fintantoché queste ultime non divengano di pubblico dominio". Nel prosieguo, l'A. rileva inoltre come "in ogni momento, l'azionista di controllo è in grado di calcolare il costo dell'operazione di *delisting* allorché debba convincere gli azionisti oblati a aderire alla prima offerta con la prospettiva di una futura fusione con un veicolo non quotato. Non appena la situazione risulti favorevole per l'azionista di controllo, questi potrà offrire un premio sul corrente prezzo di mercato nella misura strettamente sufficiente a superare il futuro valore di recesso, in tal modo inducendo gli azionisti di minoranza ad aderire indipendentemente dall'adeguatezza dell'offerta", sicché, precisa, sarebbe opportuno che alle offerte finalizzate al *delisting* trovino applicazione taluni dei presidi stabiliti con riguardo alle operazioni con parti correlate (e.g., rafforzamento dei poteri degli amministratori indipendenti; attribuzione alla maggioranza degli azionisti indipendenti del potere di condizionare l'esito o i termini dell'offerta).

²¹⁷ Sconto che, come rilevato da A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, cit., 409, ove "è imposto dal mercato quale conseguenza dell'aspettativa di una futura appropriazione da parte dell'azionista di controllo di benefici privati, vale a dire di vantaggi non condivisi proporzionalmente con gli investitori di minoranza".

1.3. Le forme di *delisting*

Nonostante il fenomeno del *delisting* si presenti come una fattispecie eterogenea e complessa, è possibile individuare alcune categorie ricorrenti, in funzione delle modalità attraverso cui si realizza la revoca della quotazione.

Una prima distinzione può essere operata tra le ipotesi in cui la cessazione della quotazione interviene per effetto di un provvedimento del gestore del mercato, indipendentemente dalla volontà dell'emittente, e quelle in cui essa costituisce, invece, il risultato di una scelta riconducibile – in via diretta o indiretta – alla società.

Tuttavia, tale bipartizione non appare di per sé sufficiente a restituire in modo completo la varietà delle fattispecie riconducibili al *delisting*. In particolare, essa non consente di inquadrare in modo chiaro il c.d. *delisting* puro, né di chiarire se l'ordinamento italiano ammetta una forma di *delisting* volontario diretto, inteso quale decisione assembleare autonoma di revoca dalla quotazione.

A ben vedere, una simile ipotesi non risulta espressamente configurabile nel sistema italiano, il quale subordina l'uscita dal mercato al rispetto di specifiche tutele per gli azionisti di minoranza. In tale prospettiva, il *delisting* puro rappresenta la figura che maggiormente si avvicina al *delisting* volontario diretto, pur rimanendo strutturalmente vincolata al riconoscimento del diritto di recesso in favore dei soci dissenzienti.

Alla luce di tali considerazioni, appare dunque è più corretto ricondurre le diverse ipotesi di *delisting* a una classificazione tripartita: a) il *delisting* involontario o imposto, derivante da provvedimenti del gestore del mercato; b) il *delisting* volontario diretto, realizzato attraverso operazioni quali le offerte pubbliche di acquisto o operazioni straordinarie; c) il *delisting* puro, fondato su una decisione assembleare di revoca accompagnata dal riconoscimento del diritto di recesso di cui all'art.2437-quinques c.c.

1.3.1. Il *delisting* involontario o imposto

Il concetto di *delisting* involontario (o imposto) ricomprende tutte quelle fattispecie in cui la cessazione della quotazione è conseguente al provvedimento di revoca adottato in via unilaterale dalla società di gestione del mercato, in modo del

tutto estraneo e indipendente rispetto alle dinamiche societarie e ai processi decisionali dell'emittente²¹⁸.

Per quanto riguarda le fattispecie relative alle società quotate su Euronext Milan, dall'art. 2.5.1 del relativo regolamento, si rinviene la base giuridica del potere della Borsa Italiana di potere disporre la sospensione ovvero la revoca dalla quotazione di uno strumento finanziario al ricorrere di alcune circostanze il cui verificarsi rende incompatibile la permanenza sul mercato regolamentato²¹⁹.

In prima battuta, la società di gestione può disporre la sospensione delle negoziazioni di uno strumento finanziario quando la regolarità del mercato non sia temporaneamente garantita oppure quando tale misura risulti necessaria per esigenza di tutela degli investitori. Analogamente, la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni può essere adottata nelle ipotesi di protratta assenza di scambi sul titolo, oppure quando Borsa italiana ritenga che, in ragione di specifiche circostanze, non sia più possibile assicurare un mercato normale e regolare.

Il riferimento operato al comma 1 dell'art. 2.5.1 del regolamento a queste due ipotesi – formulate in termini ampi e non tipizzati – lascia intendere che esso attribuisca a Borsa italiana un potere di intervento di natura generale, idoneo ad operare in via residuale rispetto alla fattispecie più dettagliatamente disciplinate nei commi successivi. In questa prospettiva, le previsioni del comma 2 sembrano circoscrivere e specificare tale potere, predisponendo un elenco – tendenzialmente da considerarsi tassativo – di circostanze cui la società di gestione prevalente riferimento nel disporre la sospensione delle negoziazioni.

²¹⁸ Vedi U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, Riv. Di Dir. Societario, cit., “per «revoca dalla quotazione» si intende la revoca del provvedimento di ammissione alla negoziazione su di un mercato regolamentato italiano da parte della Società di Gestione del Mercato (solitamente, Borsa Italiana S.p.A.; e cfr. infatti art. 62 TUF; nonché artt. 2.5.1, 2.5.2, 2.5.3 del suo Regolamento)”.

²¹⁹ Vedi. Art.2.5.1 (Sospensione e revoca) del *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana s.p.a.*: 1. Borsa Italiana può disporre: a) la sospensione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori; b) la revoca dalla quotazione e dalle negoziazioni di uno strumento finanziario, in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento.

Tra queste rientrano, in particolare: I) la diffusione o, la mancata diffusione, di informazioni idonee a incidere sull'ordinario andamento del mercato; II) l'adozione da parte dell'emittente di una deliberazione di azzeramento del capitale sociale, accompagnata da un contestuale aumento oltre il limite legale; III) l'assoggettamento della società a procedure concorsuali; IV) il suo scioglimento; V) l'emissione di un giudizio negativo – ovvero l'impossibilità di formularlo per due esercizi consecutivi – da parte del revisore legale o dalla società di revisione in relazione ai bilanci d'esercizio²²⁰.

Specularmente, il quinto comma dell'art.2.5.1 individua i criteri cui Borsa Italiana fa riferimento nel decidere la revoca dalla quotazione, riprendendo alcune delle circostanze già rilevanti ai fini della sospensione – quali l'assoggettamento dell'emittente alle procedure concorsuali – ed integrandole con ulteriori parametri volti a intercettare le situazioni patologiche del titolo²²¹. Tra queste assumono rilievo, in primo luogo, il livello di liquidità che è desumibile dal controvalore medio giornaliero delle negoziazioni, dal numero medio di titoli scambiati e dalla frequenza degli scambi su un arco temporale di almeno diciotto mesi; in secondo luogo, il grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari, valutato in termini tanto di controvalore quanto di numero dei soggetti detentori e, infine, la permanenza di una sospensione superiore a diciotto mesi, indice della impossibilità di ripristinare condizioni di ordinaria negoziazione.

²²⁰ Vedi art.2.5.1 comma 2: “*Ai fini della sospensione dalle negoziazioni di cui al comma precedente, Borsa Italiana fa prevalente riferimento ai seguenti elementi: a) diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere*

sul regolare andamento del mercato; b) delibera di azzeramento del capitale sociale e di contemporaneo aumento al di sopra del limite legale; c) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; d) scioglimento dell'emittente e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi”.

²²¹ Vedi art. 2.5.1 comma 5: “*Ai fini della revoca della quotazione e dalle negoziazioni di cui al comma 1 Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni eseguite nel mercato e numero medio di titoli scambiati, rilevati in un periodo di almeno diciotto mesi; b) frequenza degli scambi registrati nel medesimo periodo; c) grado di diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari in termini di controvalore e di numero dei soggetti detentori; d) ammissione dell'emittente a procedure concorsuali; e) giudizio negativo del revisore legale o della società di revisione legale, ovvero impossibilità per il revisore legale o la società di revisione legale di esprimere un giudizio, per due esercizi consecutivi; f) scioglimento dell'emittente; g) sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi.*

Alcuni autori hanno interpretato la presenza di tali parametri come indicativa di un vincolo sostanziale in capo alla società di gestione, ritenendo che la revoca costituisca un effetto automatico del verificarsi di una delle fattispecie tipizzate. Tuttavia, una lettura sistematica dell'art. 2.5.1 e dell'espressione "prevalentemente riferimento" lascia emergere la permanenza di un margine significativo di discrezionalità: la decisione di *delisting* non consegue meccanicamente all'accertamento tecnico di una condizione ma richiede un apprezzamento complessivo del gestore del mercato, ancorato ai parametri regolamentari i quali non risultano del tutto vincolanti.

Sotto il profilo procedurale, l'art. 2.5.1 comma 1 stabilisce che, prima di adottare il provvedimento di *delisting* relativo a strumenti negoziati su Euronext Milan, Borsa italiana deve trasmettere all'emittente una comunicazione formale contenente gli elementi posti a fondamento della possibile decisione. Contestualmente viene fissato un termine – non inferiore a quindici giorni – entro il quale la società può presentare deduzioni scritte. L'emittente ha il diritto di richiedere un'audizione, alla quale può partecipare il suo legale rappresentante o un delegato²²². Dell'avvio della procedura deve essere data immediata comunicazione alla Consob, dato il rilievo pubblicistico del provvedimento.

Il procedimento di revoca – ai sensi del comma 3 dell'art. 2.5.2 – deve concludersi in una tempistica relativamente contenuta – entro 60 giorni dall'invio della comunicazione di cui al comma 1 –, fatta eccezione per l'ipotesi in cui la stessa – con propria comunicazione e per una sola volta – disponga l'interruzione di tale termine²²³.

Per quanto riguarda invece le regole e le procedure che disciplinano la sospensione e la revoca dalle negoziazioni delle azioni quotate su mercati non regolamentati – in particolare su Euronext Growth Milan (EGM) – occorre innanzitutto richiamare la disciplina contenuta nell'art. 41 comma 2, del regolamento emittenti EGM.

²²² Art.2.5.2 comma 2: "*Nel caso di mancata presentazione all'audizione non dovuta a giustificati motivi Borsa Italiana procede sulla base degli elementi acquisiti*".

²²³ Circostanza che può verificarsi ai sensi dell'art.2.5.2 comma quarto: "*qualora la stessa ravvisi la necessità di richiedere ulteriori dati e informazioni in relazione ad eventi rilevanti intervenuti successivamente all'avvio della procedura di revoca. In questo caso, a partire dalla data del ricevimento della relativa documentazione, decorre nuovamente il suddetto termine di 60 giorni*".

Questa disposizione stabilisce che Borsa Italiana, in qualità di società di gestione del mercato, procede alla revoca dell'ammissione degli strumenti finanziari quando questi risultano sospesi dalle negoziazioni per un periodo di almeno sei mesi.

Rispetto a quanto accade nel mercato regolamentato, come si è avuto modo di analizzare, le condizioni che possono determinare la sospensione e quelle possono condurre alla revoca presentano alcune aree di sovrapposizione, nel caso di EGM il *delisting* involontario si configura essenzialmente come l'esito di una sospensione protratta nel tempo.

La sospensione viene regolata dall'art. 40 del medesimo Regolamento che individua una serie di situazioni nella quali la Borsa Italiana può intervenire. Queste ipotesi possono essere ricondotte a tre principali categorie. In primo luogo, il caso in cui, per sei mesi solari consecutivi, la media mensile dei prezzi ufficiali dei titoli scenda al di sotto della soglia minima, pari a 0,01 euro per azione; in secondo luogo, in caso di esecuzione da parte dell'emittente di un aumento di capitale in opzione scindibile privo di adeguate garanzie di sottoscrizione; e, infine, ove sussistono ragioni di tutela degli investitori o di circostanze idonee a compromettere il regolare funzionamento del mercato e la sua integrità; questa valutazione rientra perfettamente nella piena discrezionalità della società di gestione.

Per quanto concerne gli aspetti procedurali connessi sia all'adozione del provvedimento di revoca – almeno nei casi in cui essa derivi da una violazione delle norme regolamentari da parte dell'emittente – essi sono disciplinati nel Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni relativo a Euronext Growth Milan²²⁴.

Ciò che accomuna il *delisting* involontario dal mercato regolamentato e da quello non regolamentato è che gli azionisti della società delistata non dispongono di un diritto alla liquidazione del proprio investimento. Essi, al pari dell'emittente, subiscono la revoca dalla quotazione in modo passivo.

²²⁴ Per approfondimento vedi art. 3 del Manuale (25 ott. 2021)

Ciò dipende dal fatto che la revoca involontaria rappresenta un evento riconducibile alla concreta impossibilità di mantenere un mercato regolare dei titoli, ed è quindi estraneo dal novero delle decisioni della società²²⁵.

La qualificazione giuridica del provvedimento di revoca della quotazione adottato su iniziativa unilaterale della società di gestione del mercato presuppone una preliminare analisi della natura del rapporto che si instaura tra l'emittente e la società di gestione a seguito dell'ammissione alla negoziazione.

A tal proposito, infatti, è opportuno precisare come la concezione del rapporto di quotazione nell'ordinamento italiano abbia conosciuto una significativa evoluzione a seguito del processo di c.d. "privatizzazione" dei mercati finanziari, il quale ha avuto inizio con la Direttiva 93\22\CEE²²⁶.

Prima del recepimento della Direttiva di matrice europea, la disciplina dei mercati borsistici poteva essere ricondotta a due modelli principali: il primo, di stampo pubblicistico, tipico dei paesi dell'Europa Continentale; mentre il secondo, quello privatistico, tipico del Regno Unito.

Il modello pubblicistico si basa sull'assunto che la borsa sia un mercato "ufficiale", istituito per legge e gestito e controllato dalle Autorità pubbliche, generalmente operante in regime di monopolio²²⁷.

L'Italia, storicamente, aveva seguito questo modello: originariamente, la disciplina della Borsa era di impronta pubblicistica, di conseguenza, il diritto amministrativo e pubblico che regolavano il funzionamento e l'istituzione della Borsa²²⁸.

L'impostazione è diversa nei sistemi che seguono il modello privatistico, rispetto al quale la Borsa si configura non come un mercato pubblico ma come un'istituzione privata, operante sulla base del ricorso a forme di autoregolamentazione.

²²⁵ Così, U. MORERA, M. SCIUTO, Sez. II – Osservatorio sulla corporate governance - Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio.

²²⁶ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, ed. 12, Torino, 2023.

²²⁷ L'art. 1, R.D. 4 agosto 1983, n.1068, riservava la denominazione di "*Borsa di commercio*" o "*Borsa di valori*" o "*mercato di valori*", alle Borse esclusivamente istituite ai sensi della legge.

²²⁸ Per un esame dell'evoluzione storica della disciplina vedi M.SEPE (1998).

Negli anni Ottanta, l'esigenza di avvicinare i due modelli ha comportato l'avvio di un processo di progressiva privatizzazione dei mercati nei Paesi più aderenti al modello pubblicistico. Il processo si realizza attraverso la "trasformazione" della Borsa in una società per azioni, con abbandono della forma dell'ente pubblico. L'impianto pubblicistico però non è stato del tutto superato, in quanto le società di gestione dei mercati regolamentati, in Italia, sono sicuramente società per azioni – partecipate e gestite da soggetti privati – ma che sono sottoposte a pervasivi controlli pubblici, i quali si giustificano in virtù della tutela costituzionale riservata al risparmio *ex art. 47 della Costituzione*²²⁹.

All'indomani di tale processo, si è affermata la diversa interpretazione – ad oggi accolta da parte della dottrina – che ricostruisce i caratteri della quotazione alla stregua di un negozio giuridico di natura privatistica anche se connotato da un particolare rilievo pubblicistico²³⁰.

L'inquadramento del rapporto tra emittente e intermediario, come rapporto negoziale, trova conferma nelle modalità di accesso al mercato che, avviene attraverso un vero e proprio procedimento di ammissione – c.d. *listing agreement* – che, pur figurando come una sequenza di atti, non presenta natura amministrativa ma esprime la formazione progressiva di un accordo di diritto privato tra le parti.

In tale prospettiva, la domanda di ammissione presentata dalla società quotanda è interpretata come una proposta contrattuale mentre il provvedimento di ammissione rilasciato dalla Borsa Italiana integra l'accettazione della stessa.

In virtù del fatto che il regolamento di mercato che contiene i requisiti di accesso, i criteri di permanenza e l'insieme delle regole applicabili alla negoziazione, costituisce, di fatto, la sede in cui si "fossilizzano" le condizioni generali del rapporto, parte autorevole della dottrina, riconduce il c.d. *listing*

²²⁹ Art. 47 Cost.: "*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*".

²³⁰ Cfr., già, M. RUBINO DE RITIS – G. PISANI, *Commento all'art. 61 (Mercati regolamentati di strumenti finanziari)*, in G.F. CAMPOBASSO (dir.), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, vol. I, UTET, Torino, 2002, spec. p. 512, che qualificano il regolamento di mercato come contratto per adesione con condizioni unilateralmente predisposte dal gestore, pur in presenza di penetranti profili pubblicistici derivanti dai poteri di vigilanza e dall'esigenza di tutela del risparmio *ex art. 47 Cost.*

agreement, allo schema del negozio normativo o più correttamente, del contratto di adesione concluso mediante moduli o formulari predisposti dal gestore²³¹.

Questa ricostruzione trova riscontro, oltre che nell'impianto codicistico agli artt. 1341-1342 c.c., anche nelle stesse Istruzioni del Regolamento di Euronext Milan, che impongono all'emittente un'obbligazione espressa di osservanza delle norme regolamentari – comprese modifiche e integrazioni future – e configura la domanda di ammissione quale atto di adesione a tali condizioni²³².

Questa impostazione è coerente con la disciplina contenuta nell'art.7.2 del regolamento, il quale prevede l'attribuzione della competenza a decidere sulle controversie relative all'ammissione o alla revoca della quotazione al giudice ordinario – anziché a quello amministrativo –, individuando il Foro di Milano come giudice esclusivo. Questo aspetto rafforza l'idea che la disciplina del *listing*, pur caratterizzata da rilievo pubblicistico, si innesti nel ramo del diritto contrattuale²³³.

Alla luce di tali considerazioni, le ipotesi di revoca disciplinate dai regolamenti di mercato si presentano, logicamente, come cause di scioglimento del rapporto negoziale, predeterminate dalle parti al momento dell'ammissione. Da ciò consegue il riconoscimento, in capo al gestore, di un vero e proprio potere di risoluzione unilaterale del contratto di quotazione, esercitabile nel momento in cui si verificano determinati eventi che ostacolano la prosecuzione del rapporto.

Le fattispecie di *delisting* involontario – riconducibili a circostanze inerenti a titoli o alla situazione dell'emittente – operano come clausole risolutive incluse nel regolamento e accettate dall'emittente al momento dell'ingresso sul mercato; mentre, ulteriori ipotesi, fondate su valutazioni più ampie, attribuiscono alla società

²³¹ V. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, I sistemi di negoziazione: "il contenuto del contratto risulta in realtà predeterminato unilateralmente dalla società di gestione", p. 267

²³² Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati gestiti da Borsa italiana S.p.A. (Disciplina applicabile: Con la sottoscrizione della presente Domanda di Ammissione l'Emittente si obbliga all'osservanza delle norme di cui al Regolamento ed alle Istruzioni che dichiara di conoscere e accettare, nonché all'osservanza delle modifiche e delle integrazioni successive al Regolamento ed alle Istruzioni. La presente Domanda di Ammissione e i rapporti giuridici che ne derivano si intendono pertanto disciplinati, ai sensi degli artt. 1341 e 1342 c.c., dal Regolamento, dalle Istruzioni e dalle Condizioni Generali di fornitura del Servizio Quick, che l'Emittente stesso dichiara di ben conoscere ed accettare, avendone preso visione sul sito internet di Borsa Italiana).

²³³ Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.p.A.; Disp. Finali: Articolo 7.2 (Controversie sottoposte all'Autorità Giudiziaria) "*Le controversie aventi a oggetto i corrispettivi previsti dal presente Regolamento e quelle derivanti dal diniego dell'ammissione alla quotazione e dalla revoca della quotazione, sono sottoposte alla giurisdizione esclusiva dei giudici italiani e sono di competenza esclusiva del Foro di Milano. Tale disciplina si applica, per quanto compatibile, anche all'ammissione alle negoziazioni in assenza di domanda degli emittenti*".

di gestione del mercato una discrezionalità tecnica giustificata da esigenze di tutela degli investitori e di corretto funzionamento del mercato.

Difatti, se da un lato il rapporto tra il singolo emittente e la società di gestione del mercato può essere ricondotto all'autonomia contrattuale delle parti, dall'altro l'accesso al mercato e il conseguimento dello status di società quotata comportano la soggezione a uno specifico regime normativo e regolamentare, fondato sui principi di trasparenza, correttezza, informazione al mercato e tutela degli investitori. Tale regime determina, inoltre, una parziale deviazione dalla disciplina societaria ordinaria, a favore dell'applicazione del TUF, dei regolamenti Consob, delle regole proprie del mercato di riferimento e dei principi di *soft law* contenuti nel Codice di Corporate Governance.

Tuttavia, a seguito dell'introduzione nel sistema di un'autorità di vigilanza – la Consob – è impossibile che le vicende di ammissione e revoca possano coinvolgere solo l'emittente e la società di gestione del mercato. Difatti, l'art.62 TUF attribuisce alla Consob penetranti poteri di vigilanza, imponendo che la regolamentazione dei mercati sia idonea a garantire trasparenza, correttezza delle negoziazioni e tutela degli investitori e, autorizzando l'autorità a chiedere modifiche ai regolamenti o, nei casi di urgenza, a sostituirsi al gestore nell'adozione delle misure necessarie²³⁴. Il regolamento di borsa è così espressione di autonomia privata ma “filtrata” dall'intervento dell'autorità pubblica, che concorre a determinare il contenuto effettivo.

Alla luce di quanto osservato, risulta evidente che tanto le operazioni di ammissione, quanto quelle di revoca della quotazione, non possono essere ricondotte alla volontà dell'emittente o del gestore del mercato. Queste vicende, infatti, sono strutturalmente soggette alla valutazione dell'autorità di vigilanza, la quale può esercitare i poteri sostitutivi nei confronti della società di gestione, adottando direttamente i relativi provvedimenti quando ciò risulti necessario alla tutela delle finalità pubblicistiche cui il mercato è preordinato.

²³⁴ Art. 62 TUF: “2. La Consob vigila affinché la regolamentazione del mercato regolamentato e le regole delle altre sedi di negoziazione, adottate dai relativi gestori, siano idonee ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e può richiedere ai gestori delle sedi di negoziazione le opportune modifiche idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate. 3. In caso di necessità e urgenza, la Consob adotta nei confronti dei mercati regolamentati e per le finalità indicate al comma 1 i provvedimenti necessari, anche sostituendosi al gestore del mercato regolamentato”.

Più nello specifico, con riguardo alla fase di ammissione, sebbene la competenza formale ad adottare il provvedimento di listing spetti alla Borsa Italiana, la Consob conserva il potere di impedire l'esecuzione di tale decisione qualora ritenga che essa si ponga in contrasto con gli obiettivi di trasparenza, corretto funzionamento del mercato e tutela degli investitori; oltre a detenere, in via residuale, il potere di autorizzare la pubblicazione del prospetto informativo. Da ciò deriva che la domanda di ammissione presentata dall'emittente conserva senza dubbio la propria natura di proposta contrattuale ma la sua efficacia è condizionata al nulla osta dell'autorità di vigilanza, sia per quanto concerne la pubblicazione del prospetto sia per la determinazione della data di avvio delle negoziazioni.

Considerazioni analoghe valgono con riguardo alla revoca dalla quotazione. Anche in questo caso, il margine di discrezionalità attribuito al gestore dal regolamento incontra un limite nei poteri sostitutivi riconosciuti alla Consob dal TUF.

Gli artt. 66-ter e 66-*quater* TUF delineano un sistema nel quale l'autorità può, da un lato, adottare direttamente il provvedimento di sospensione o esclusione in caso di inerzia del gestore e, dall'altro, ordinare alla società di gestione di provvedervi, quando ricorrono le condizioni poste dall'ordinamento²³⁵.

A ciò, di contro, si aggiunge che la Consob ha il potere di impedire l'esecuzione delle decisioni di *delisting* adottate dal gestore qualora ritenga che esse siano incompatibili con le finalità pubblicistiche che le competono.

²³⁵ Vedi, TUF, Art. 66-ter (*Provvedimenti di ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalla quotazione e dalle negoziazioni adottati dal gestore della sede di negoziazione*) 1. Fatto salvo il potere della Consob di cui all'articolo 66-*quater*, comma 1, di richiedere la sospensione o l'esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni, il gestore di una sede di negoziazione può sospendere o escludere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole del sistema, a meno che tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato; Vedi anche TUF, Art. 66-*quater* (*Provvedimenti di sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni su iniziativa della Consob*) 1. La Consob può sospendere o escludere uno strumento finanziario dalle negoziazioni o richiedere che vi provveda il gestore di una sede di negoziazione. A tal fine la Consob può chiedere al gestore medesimo tutte le informazioni che ritenga utili. Per le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato, i poteri di cui al presente comma sono esercitati dalla Banca d'Italia, che ne dà tempestiva comunicazione alla Consob, ai fini dell'esercizio da parte della Consob delle funzioni di punto di contatto ai sensi dell'articolo 4 del presente decreto.

Ciò non significa che la revoca della quotazione perda il proprio carattere privatistico: i poteri dell'autorità non alterano la natura negoziale del rapporto di quotazione ma costituiscono una forma di controllo esterno necessario, volto ad assicurare la salvaguardia dell'interesse generale al corretto funzionamento del mercato.

In conclusione, alla luce di quanto osservato, il *delisting* involontario si configura come uno scioglimento unilaterale del rapporto di quotazione da parte del gestore, fondato sulle clausole contenute nel regolamento di mercato e accettate dall'emittente al momento dell'ammissione. Questo potere, però, non opera in un ambito puramente privatistico: esso è esercitato entro i limiti derivanti dai poteri di vigilanza e sostituzione attribuiti alla Consob, chiamata a garantire che la revoca della quotazione sia sempre coerente con le finalità di trasparenza, correttezza delle negoziazioni e tutela degli investitori. Ne risulta una fattispecie a struttura mista, nella quale la volontà contrattuale del gestore si intreccia con un imprescindibile profilo pubblicistico volto ad assicurare il corretto funzionamento del mercato e la protezione del risparmio.

1.3.2. Il *delisting* volontario indiretto

Dall'analisi effettuata nel paragrafo precedente emerge come le ipotesi di *delisting* involontario o imposto rappresentino solo una parte marginale del fenomeno, essendo perlopiù legate a situazioni patologiche dell'emittente o alla sopravvenuta inidoneità dei titoli alla negoziazione.

La fenomenologia dei casi di revoca dalla quotazione comprende un insieme più ampio di fattispecie, le quali appartengono alla categoria dei *delisting* volontario, ossia dei casi in cui la perdita dello status di società quotata è riconducibile, in via diretta o indiretta, alla volontà della società emittente.

In questa cornice si inserisce il *delisting* volontario indiretto, fenomeno che ricorre quando la revoca della quotazione, pur formalmente adottata dal gestore del mercato, costituisce l'esito di operazioni societarie o di mercato realizzate dalla società stesse o da soggetti che intervengono sul suo capitale, con l'obiettivo di creare i presupposti previsti dal regolamento di Borsa per la fuoriuscita dal listino.

Questo fenomeno può realizzarsi attraverso differenti strumenti – tra loro equivalenti a livello funzionale ma che sono caratterizzati da differenti modalità operative e implicazioni – che richiedono particolare attenzione sul piano della tutela degli azionisti.

Vengono identificate due principali modalità di *delisting* volontario indiretto, le quali saranno trattate nel dettaglio successivamente.

In primo luogo, quella che scaturisce dal lancio di un'offerta pubblica di acquisto – ad oggi la più diffusa – promossa dall'azionista di controllo o da un investitore terzo, al cui esito la società target perde i requisiti necessari ai fini del mantenimento presso il mercato regolamentato.

La seconda, invece, ricomprende le ipotesi in cui il *delisting* consegue a una deliberazione assembleare dell'emittente che approva un'operazione straordinaria tra cui rientrano, ad esempio, una fusione per incorporazione in società non quotata; una scissione totale o parziale o la conversione di una categoria di azioni in strumenti non quotati. Tali operazioni sono del tutto idonee a determinare la perdita dei requisiti di quotazione²³⁶.

L'esame di ambedue le forme di *delisting* consente di cogliere la complessità dei meccanismi attraverso i quali è possibile ottenere la fuoriuscita dal listino della società emittente e funge da premessa necessaria ai fini dell'analisi delle due principali categorie operative: l'OPA finalizzata al *delisting* e il c.d. *delisting puro*.

2. L'OPA finalizzata al *delisting*

Le recenti evoluzioni del mercato azionario evidenziano un legame sempre più stretto tra le offerte pubbliche di acquisto e il fenomeno del *delisting* volontario. Nella prassi, infatti, OPA ed esclusione dalla quotazione si configurano come momenti intrinsecamente connessi nel ciclo di vita di una società quotata in quanto l'offerta pubblica di acquisto rappresenta frequentemente lo strumento attraverso cui si realizza l'uscita dal mercato regolamentato²³⁷.

²³⁶ Cfr. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione del nuovo art.2437-quinques c.c.*, cit,535.

²³⁷ A. SACCO GINEVRI, *Rivista delle Società*, fasc.4, 2022, OPA e *delisting*: “Anche la tradizione storica lega fra loro OPA. e *delisting*, tanto che già nella l. 18 febbraio 1992, n. 149 (c.d. legge OPA) — all'interno del capo II relativo alla disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e scambio — l'art. 13 era dedicato al *delisting*.”

Come dimostrano anche i dati empirici, il *delisting* costituisce l'obiettivo, diretto o consequenziale della maggior parte delle offerte, siano esse volontarie o obbligatorie, promosse negli ultimi tempi, molte delle quali contemplavano il ritiro della target dal listino di borsa tra i programmi futuri dell'offerente²³⁸.

In tutti questi casi l'obiettivo può essere conseguito in esito all'offerta stessa quando vengono raggiunte le soglie previste dal TUF per l'attivazione dell'obbligo di acquisto, ex art.108 TUF o del diritto di acquisto, ex art.111 TUF (rispettivamente dedicati al c.d. *sell-out* e al c.d. *squeeze-out*) oppure, in un secondo momento, tramite una operazione di fusione per incorporazione della target in una società non quotata facente capo all'offerente (tipicamente il veicolo con cui è stata lanciata ovvero la società controllante)²³⁹.

In sostanza, come ha avuto modo di osservare la stessa Consob, la revoca dalla quotazione rappresenta la "ragione ultima dell'OPA". Ciò attesta una crescente preferenza, da parte dei *decision-makers* (offerente e/o azionisti di controllo), delle ragioni dell'impresa rispetto alle dinamiche del mercato, da cui emerge una progressiva insofferenza dalle prime nei confronti delle seconde e, in aggiunta, una interpretazione dell'interesse sociale sempre più orientato verso l'efficienza rispetto alla trasparenza²⁴⁰.

²³⁸ In particolare, come rilevato dall'indagine condotta da T. MARCELLI e S. CARBONE (Divisione Vigilanza Emittenti - Ufficio Opa e Assetti Proprietari) e D. FICHERA (Divisione Studi e Regolamentazione - Ufficio Analisi degli Impatti della Regolamentazione): *"il 60% delle offerte è motivata da obiettivi concernenti l'incremento della partecipazione di controllo societario/delisting, mentre altre motivazioni quali l'acquisizione del controllo, il buyback di azioni proprie¹⁴, l'investimento finanziario e l'obbligo di acquisto ex 108, comma 2, TUF (fuori Offerta) rappresentano, rispettivamente, il 21,1%, il 9,2%, il 5,3%, il 3,9% delle offerte considerate. Con particolare riferimento alle operazioni finalizzate all'acquisizione del controllo, si segnala come la quota di Offerte con tale obiettivo rilevata nel periodo in esame (21,1%) è pressoché uguale a quella rilevata nel periodo 2007-2019 (condotta da F. PICCO - V. PONZIANI - G. TROVATORE - M. VENTORUZZO: "Più della metà delle offerte su titoli azionari promosse nel periodo di analisi prevede il delisting della società target tra i programmi futuri dell'offerente (109 offerte su 174, pari al 60,6%). Queste "offerte con delisting programmato" sono equamente suddivise tra offerte obbligatorie e volontarie.*

²³⁹ Lo *squeeze-out* statutario: una prospettiva di fattibilità, lo *squeeze-out* è un termine di uso corrente nei paesi di common law per indicare l'istituto attraverso il quale il socio di maggioranza, detentore di una certa percentuale dell'azionariato di una società, di rilevare le residue azioni di minoranza; di contro negli Stati Uniti il fenomeno è conosciuto con il termine *freeze-out*.

²⁴⁰ Cfr. F. PICCO - V. PONZIANI, G. TROVATORE, M. VENTORUZZO, *Le Opa in Italia dal 2007 al 2019. Le evidenze empiriche e spunti di discussione*; Cfr. M. GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, p.150.

Da ciò si potrebbe dedurre che le offerte pubbliche di acquisto – precedentemente utilizzate come strumento per l'acquisizione del controllo societario, che mira a favorire la contendibilità delle imprese – stiano mutando la loro fisionomia, divenendo uno strumento attraverso il quale è possibile dare esecuzione a progetti imprenditoriali il cui intento è il ritiro dell'emittente dal mercato.

La promozione di una offerta pubblica di acquisto come forma di sollecitazione al disinvestimento nei confronti dei detentori delle azioni di un emittente quotato ha una duplice rilevanza, pubblica e privata, delle posizioni giuridiche e degli interessi coinvolti.

Il lancio di un'OPA, in ottica privatistica, rappresenta uno strumento contrattuale con cui l'offerente ha possibilità di acquisire un numero di azioni ad un prezzo uniforme e prestabilito secondo un procedimento di contrattazione standardizzato e senza sostenere costi che deriverebbero dalle trattative separate con i singoli azionisti.

Sul versante opposto, la circostanza che l'offerta sia rivolta ad una platea di azionisti-risparmiatori implica la necessità di garantire adeguate tutele connesse alla sollecitazione al pubblico risparmio, anche in virtù della sua tutela a livello costituzionale *ex art. 47 Cost.* Si tratta di prevenire e reprimere eventuali fenomeni speculativi, di ridurre le asimmetrie informative e assicurare parità di trattamento fra tutti gli investitori, salvaguardando due valori fondamentali quali, l'efficienza del mercato e la fiducia che si ripone nello stesso.

Sotto il profilo concettuale, inoltre, la presenza di questi due interessi eterogenei determina una tensione tra le esigenze di tutela dell'efficienza allocativa del mercato societario e le istanze rivolte alla protezione dell'efficienza allocativa del mercato degli strumenti finanziari che mirano a preservare il valore di investimento degli azionisti²⁴¹. Questa tensione risulta ancora più marcata quando il fine ultimo dell'offerta pubblica di acquisto sia la fuoriuscita dal listino dell'emittente quotato, in virtù delle rilevanti ricadute sulla liquidabilità dell'investimento dei soci di minoranza.

²⁴¹Cfr. M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in Riv. Diritto Commerciale II, 218,267, ss.

In definitiva, il ricorso all'OPA come strumento funzionale al *delisting* evidenzia come le operazioni sul capitale stiano assumendo una duplice funzione: da un lato, favoriscono l'efficienza organizzativa perseguita dall'offerente e, dall'altro, incidono profondamente sulla posizione degli azionisti di minoranza, per i quali l'uscita dal mercato implica una diversa configurazione della liquidità dell'investimento. Da ciò ne deriva un equilibrio delicato tra istanze imprenditoriali ed esigenze di tutela del mercato che impone di esaminare la disciplina delle soglie rilevanti poste dal TUF e i meccanismi di protezione ad essa collegati. È a tali aspetti – in particolare, all'obbligo e al diritto di acquisto – che si volge il paragrafo successivo.

2.1. L'obbligo e il diritto di acquisto

Alla luce del rapporto strutturale che lega le offerte pubbliche di acquisto al fenomeno del *delisting*, il primo profilo da esaminare riguarda la disciplina delle soglie rilevanti rispettivamente previste dagli artt. 108, comma 1 e 2 e 111 TUF, strumenti cardine nel sistema di tutela dei soci di minoranza nelle operazioni che conducono alla fuoriuscita dell'emittente dal mercato regolamentato²⁴².

La comprensione delle rispettive funzioni dei reciproci rapporti costituisce il presupposto necessario per valutare gli effetti dell'OPA in termini di assetto proprietario, protezione degli investitori e possibile *delisting*.

In primo luogo, è utile definire le fattispecie che tali norme disciplinano poiché, da un lato, rinveniamo il c.d. "obbligo di acquisto" – da distinguersi a loro volta, tra le ipotesi di obbligo di acquisto previste al primo comma e, quella di *sell-out*

²⁴² Art.108 TUF: "1. L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento.

2. Salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento".

prevista dal secondo comma – e dall’altro lato, il diritto di acquisto, il c.d. *squeeze-out*, ex art.111 TUF²⁴³ –.

In tali ipotesi l’efficacia dell’OPA è subordinata al raggiungimento di una soglia di adesioni che garantisca all’offerente una detenzione della partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale sociale della *target*, salvo che l’offerente stesso decida di rinunciare a tale condizione e decida di acquistare un quantitativo inferiore di azioni²⁴⁴.

Si tratta di ipotesi in cui la revoca della quotazione si configura all’esito di un’operazione che si colloca su un piano diverso da quello societario, in quanto direttamente rivolta agli azionisti dell’emittente, i quali possono decidere se aderire o meno all’offerta apportando le proprie azioni. Tale operazione dispiega i propri effetti esclusivamente nell’ambito del mercato azionario.

Sul piano sistematico si è avuto modo di osservare che le fattispecie sia di obbligo di acquisto che di diritto di acquisto rappresentino delle fattispecie tipiche di perdita della quotazione il cui minimo comune denominatore risiede nella concentrazione in capo a uno o più soggetti di un quantitativo di azioni tale da determinare una insufficienza del flottante e la conseguente impossibilità di mantenere il regolare andamento delle negoziazioni per i titoli oggetto dell’offerta.

Muovendo dall’analisi dell’art. 108 TUF, tale disposizione disciplina due fattispecie che, pur perseguendo finalità differenti, consentono agli azionisti che non abbiano aderito all’offerta, mediante la quale il soggetto offerente abbia acquisito la quasi totalità delle azioni, di cedere i propri titoli all’offerente stesso a un corrispettivo pari a quello riconosciuto agli altri oblati ovvero determinato secondo i criteri di legge²⁴⁵.

²⁴³ In luogo di molti A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in Trattato di Diritto Civile del Consiglio Nazionale del Notariato, V, 10, Napoli, 2005, 285 ss;”. Parimenti, Relazione in convegno A. SACCO GINEVRI OPA e “*desliting*”, in Riv. delle soc., fasc.4/2022, pp. 937-942

²⁴⁴ Relazione in convegno A. SACCO GINEVRI OPA e “*desliting*”, in Riv. delle soc., fasc.4/2022, pp. 937-942

²⁴⁵ Ai sensi dell’art.108 comma 3 TUF, il corrispettivo per l’obbligo di acquisto sarà pari a quello dell’offerta precedente nel caso in cui le soglie di partecipazione indicate nei primi 2 commi, siano raggiunte esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria e sempre che, in caso di OPA volontaria, l’offerente abbia acquistato a seguito dell’offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del 90% del capitale con diritto di voto compreso nell’offerta. Al di fuori di tali ipotesi, la Consob, tenendo conto del corrispettivo dell’eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all’annuncio dell’offerta ovvero antecedente l’acquisto che determinato il sorgere dell’obbligo.

L'obbligo di acquisto previsto dal comma 1 dell'art.108 TUF scatta quando, a seguito di un'OPA totalitaria – sia essa volontaria o obbligatoria – l'offerente arrivi a detenere almeno il 95% del capitale sociale rappresentato da titoli della società target. In questa situazione, chi ha promosso l'offerta è tenuto a comprare i titoli residui dagli azionisti che scelgano di venderli. Si tratta di un meccanismo introdotto nel nostro ordinamento solo con la Direttiva OPA – dir.2004\25\CE, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 229\2007 – in virtù della volontà di volere offrire una via d'uscita a quei soci di minoranza che non avevano aderito all'offerta poiché rimarrebbero “intrappolati” in una società il cui potere decisionale è ormai concentrato quasi interamente nelle mani dell'offerente. È in questo contesto che si manifesta il fenomeno noto come *pressure to tender*, secondo cui la pressione psicologica ed economica che spinge i piccoli azionisti ad accettare l'offerta anche quando non la considerano conveniente, per paura di ritrovarsi con titoli difficilmente liquidabili²⁴⁶.

Per evitare una simile situazione, il legislatore ha riconosciuto agli azionisti di minoranza un diritto potestativo di disinvestire a condizioni predeterminate, ponendo l'intero costo dell'operazione a carico dell'offerente.

Un analogo diritto potestativo, seppur con diverse finalità di tutela, è quello riconosciuto in capo agli azionisti nelle ipotesi di *sell-out*, rispettivamente disciplina dall'art. 108 comma 2 TUF²⁴⁷. A mente di tale disposizione, chiunque venga a detenere una percentuale pari al 90% del capitale sociale di un emittente rappresentato da titoli immessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dagli azionisti che ne facciano richiesta. Questo obbligo viene meno se, entro venti giorni dal superamento della soglia, il socio di controllo ristabilisca un flottante sufficiente a garantire l'ordinario funzionamento del mercato.

Dall'analisi della disposizione – introdotta dal TUF già prima del recepimento della direttiva OPA – emerge con chiarezza che la sua *ratio* non è quella di affrontare i problemi di coordinamento propri degli azionisti nel contesto di un'offerta

²⁴⁶ Per approfondimenti vedi: A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*. In Giur. Commerciale, fasc.1, 2014.

²⁴⁷ A. GUCCIONE, *Art. 108*, in E. PEDERZINI (a cura di), *La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto*, in nuove leggi civili comm., 2010, p. 181 ss.

pubblica di acquisto bensì, quella di tutelarli contro la perdita della liquidità del titolo, quale che sia l'evento che abbia determinato la concentrazione proprietaria. Coerentemente, come notato in dottrina, risulta del tutto irrilevante se il superamento della soglia del 90% deriva da un'OPA ovvero da un'operazione di natura differente²⁴⁸.

La finalità peculiare della fattispecie risulta ancora più evidente a paragone con quella disciplinata dal comma 1 dello stesso articolo. Mentre quest'ultimo impone al socio di controllo di acquistare l'intera massa dei titoli emessi dalla società bersaglio – anche quelli non negoziati sul mercato – il *sell-out* del comma 2 opera in relazione ai soli titoli ammessi alla negoziazione sui mercati regolamentati²⁴⁹.

Va osservato che l'obbligo di acquisto contemplato dal comma 2 è connotato da una marcata eventualità, poiché la sua operatività dipende dalla scelta di convenienza economica sia del socio di controllo sia dei soci di minoranza. Il primo, infatti, è gravato dall'onere di valutare se ridurre la propria partecipazione così da ricostituire un adeguato flottante ai fini del funzionamento del mercato oppure se procedere all'acquisto di partecipazione dei soci residuali che abbiano optato per l'esercizio del loro diritto²⁵⁰.

I soci di minoranza, simmetricamente, devono decidere se attivare il loro diritto di vendita forzata alle condizioni stabilite dalla norma oppure se alienare i propri titoli sul mercato, ove ciò risulti preferibile.

Tuttavia, nella prassi, il ripristino del flottante rappresenta un'ipotesi del tutto residuale. L'azionista che, a seguito di un'OPA, abbia raggiunto una partecipazione superiore al 90% del capitale non ha, di regola, alcun interesse a ricostituire una quota di azioni diffuse tra il pubblico poiché il suo obiettivo economico è quello di portare a compimento l'acquisizione integrale della società. In tale prospettiva, la scelta di procedere all'acquisto delle partecipazioni residue risulta funzionale al definitivo consolidamento del controllo e, come conseguenza naturale, alla

²⁴⁸ M. SAGLIOCCA, *la revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024; cfr. A. POMELLI, *Il delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *riv. Soc.*, 2009, p. 481

²⁴⁹ v. Art. 108 TUF.

²⁵⁰ U. PATRONI GRIFFI *Art. 108*, in G. FAUCEGLIA (a cura di), *Commentario dell'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010, p. 181; G. Cavallaro, *Commentario al testo unico della finanza: aggiornato con le modifiche apportate dalla l. n. 178 del 30.12.2020 e dal d.lgs. n. 17 del 2.2.2021*. Pisa, 2021.

successiva revoca della quotazione dell'emittente²⁵¹. Proprio per consentire il completamento di questo processo, l'ordinamento prevede un ulteriore strumento, disciplinato dall'art. 111 TUF: il c.d. "diritto di acquisto" (*squeeze-out*). Questo meccanismo attribuisce all'offerente che, all'esito di un'OPA totalitaria, abbia superato la soglia del 95% del capitale, la facoltà di acquisire coattivamente anche le azioni rimaste in capo alle minoranze a condizione che tale intenzione sia stata espressamente dichiarata nel documento di offerto. In questo modo si realizza la definitiva concentrazione della proprietà e si rende possibile il *delisting* senza la necessità di ricostituire artificialmente un flottante ormai privo di effettiva rilevanza economica²⁵².

In questa prospettiva, dunque, lo *squeeze-out* rappresenta lo strumento che consente di completare il processo di acquisizione, evitando la permanenza di strutture proprietarie ultra-concentrate e garantendo ai soci di minoranza un'uscita ordinata a condizioni non peggiorative rispetto a quelle riconosciute agli aderenti all'offerta. La *ratio* dell'istituto è duplice: favorire l'efficienza organizzativa dell'impresa e, al contempo, assicurare una tutela adeguata agli azionisti residui.

In continuità con tale impostazione, la giurisprudenza ha chiarito che il diritto di acquisto *ex art* 111 TUF, non può essere ricondotto ai tradizionali meccanismi societari di riscatto delle partecipazioni. A differenza del riscatto, lo *squeeze-out* non si fonda sulla preventiva previsione statutaria di ipotesi oggettive e circoscritte, né si colloca all'interno del rapporto contrattuale tra socio e società. Esso opera come uno strumento esterno alla dinamica societaria, derivante dal completamento di un processo di acquisizione avviato sul mercato tramite OPA totalitaria con la funzione di assicurare omogeneità tra aderenti e non aderenti all'offerta, nonché una idonea via al disinvestimento dei soci residui, evitando che questi rimangano confinati in un'emittente non più negoziata²⁵³.

²⁵¹ F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in Trattato di Diritto Commerciale, fondato da V. BUONOCORE e diretto da R. COSTI, 2014.

²⁵² La soglia del novantacinque per cento è stata introdotta dal d.lgs. 19 novembre 2007, n.229. Nella sua formulazione originaria, l'at.111 TUF prevedeva la soglia superiore o pari al novantotto per cento.

²⁵³ Trib.Milano, Sez. spec. Impresa, 8 giugno 2023, RG n.19245/2020, secondo cui Il diritto di acquistare i titoli residui, previsto dall'art. 111 TUF per l'offerente che detenga, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale di una società quotata (c.d. *squeeze-out*), non è atto di esercizio di un potere pubblico e,

Tuttavia, l'impianto attuale normativo evidenzia criticità rilevanti nelle ipotesi in cui l'offerente, all'esito di un'OPA, superi il 90% del capitale ma non raggiunga la soglia del 95%. In tale scenario si configura il c.d. *delisting imperfetto*: la società viene esclusa dalla negoziazione ma rimane qualificata come emittente con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante ex art. 2325-bis c.c., continuando quindi a essere soggetta a obblighi informativi e di *compliance* delle società quotate. Parallelamente, il socio di controllo non può esercitare lo *squeeze-out* né in modo immediato né in un momento successivo, poiché tale diritto potestativo è riconosciuto esclusivamente nelle società quotate e solo a seguito del superamento della soglia del 95%. Ne deriva un risultato inefficiente, sia per l'impresa – che resta gravata da un regime regolatorio oneroso pur essendo fuori mercato – sia per gli azionisti di minoranza, che rimangono “intrappolati” in un emittente non più negoziato e con limitate possibilità di liquidare il proprio investimento²⁵⁴.

La fattispecie dello *squeeze-out* soddisfa molteplici esigenze di tutela: soprattutto nella prospettiva dell'offerente, il riconoscimento della prerogativa di acquistare le residue partecipazioni degli azionisti di minoranza, a seguito dell'offerta, è uno strumento tramite il quale riuscire a mitigare eventuali condotte ostruzionistiche e/o abusive da parte degli azionisti di minoranza, i quali potrebbero rendere più oneroso il perseguimento delle strategie industriali poste a fondamento della decisione del lancio dell'OPA. Inoltre, questo meccanismo consente di prevenire fenomeni di *free-riding* tipici delle compagini azionarie frammentate, evitando che taluni soci possano beneficiare direttamente del sacrificio economico sopportato dagli aderenti all'offerta senza assumersi alcun rischio o onere. In assenza di uno strumento di estromissione coattiva, infatti, le minoranze residue potrebbero sfruttare i vantaggi derivanti dall'operazione promossa dall'offerente

pertanto, non integra gli estremi di un fenomeno espropriativo, suscettibile di censura di costituzionalità sotto il profilo dell'art. 42, comma 3, Cost.

La legittimità costituzionale dell'art. 111 TUF deve essere valutata ai sensi dell'art. 42, comma 2, Cost. poiché il diritto di acquisto definisce la legge di circolazione delle partecipazioni in società quotate e, pertanto, assume una portata conformativa della proprietà azionaria. Ciò premesso, la censura dell'art. 111 TUF è manifestamente infondata giacché, con il diritto di acquisto, si mira a promuovere interessi meritevoli di tutela, quali la contendibilità del controllo societario e l'efficienza dei mercati finanziari. (Artt. 111 TUF; artt. 3, 42, commi 2 e 3, Cost.)

²⁵⁴ A. SACCO GINEVRI, *OPA e delisting*, riv. Dir. Soc., fasc.4,2022, pag.937 ss. S. CAPIELLO, *Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto tra regolamentazione e autonomia statutaria*, Milano, 2010, pp. 225-226.

mantenendo la propria partecipazione in una società ormai stabilmente controllata senza aver contribuito al costo complessivo dell'acquisizione.

Alla luce di tali considerazioni, lo *squeeze-out* si rivela un istituto funzionale non solo a garantire l'effettività delle strategie industriali dell'offerente ma anche a incentivare la promozione di offerte pubbliche di acquisto totalitarie. Esso, infatti, assicura all'offerente la possibilità di conseguire la piena integrazione proprietaria della società target favorendo, come naturale conseguenza, il completamento dei processi di *delisting* e la razionalizzazione degli assetti societari²⁵⁵.

Sul piano sistematico, lo *squeeze-out* si colloca specularmente rispetto al *sell-out* disciplinato dall'art.108 TUF: mentre quest'ultimo attribuisce ai soci non aderenti il potere di pretendere l'acquisto dei propri titoli, nel caso dell'art.111 TUF è l'offerente a disporre di un potere potestativo di estromettere coattivamente i residui azionisti. Questa simmetria si riflette anche sulla disciplina del corrispettivo, che viene determinato secondo i medesimi criteri previsti dal TUF per l'obbligo di acquisto, così da garantire uniformità economica tra aderenti e non aderenti all'offerta.

Nelle ipotesi di *squeeze-out*, l'estromissione dei soci di minoranza e, parallelamente, la revoca della quotazione conseguono al venir meno delle condizioni necessarie al mantenimento di un mercato liquido ed efficiente per i titoli quotati. Questa situazione si determina in seguito al superamento delle soglie rilevanti da parte di un unico centro di interessi, al quale è normalmente imputabile la concentrazione partecipativa che finisce per svuotare il mercato del titolo.

In questa prospettiva, risulta chiaro che il fenomeno economico sottostante è il medesimo nelle ipotesi previste dalle due norme, artt.108 e 111 TUF. Questa sostanziale equivalenza funzionale tra i due istituti trova ulteriore conferma nella considerazione secondo cui, in tali contesti, gli azionisti destinatari dell'offerta sono consapevoli che il prezzo dell'OPA rappresenta il massimo ottenibile. Se l'offerta non raggiunge le soglie previste, gli azionisti minoritari non conseguono alcuna liquidazione; se invece l'offerta ha esito positivo, essi vengono liquidati al medesimo prezzo.

²⁵⁵ In argomento, vedi le ampie indagini di FERRARINI, *Le difese contro le OPA ostili: analisi economica e comparazione*, in Riv. soc., 2000, p. 737 ss.

Le ipotesi di *delisting* a questi correlate trovano riscontro tra le disposizioni del Regolamento Euronext Milan in materia di sospensione e revoca della quotazione. Specificatamente, il comma 6 dell'art.2.5.1 stabilisce infatti che, nelle ipotesi di obbligo di acquisto e *sell-out* previste dai primi due commi dell'art.108 TUF, i titoli oggetto degli acquisti effettuati ai sensi della legge siano revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni a partire dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo; ciò salvo che il soggetto non intenda ripristinare il flottante necessario ai fini del mantenimento alla negoziazione.

In termini analoghi, il Regolamento di mercato prevede che, laddove ricorrano i presupposti per l'esercizio dello *squeeze-out*, disciplinato dall'art.111 TUF, i titoli oggetto degli acquisti siano sospesi e/o revocati dalla quotazione tenuto conto dei tempi tecnici richiesti per il diritto di acquisto.

Le medesime disposizioni risultano replicate – per quanto compatibile – all'interno del regolamento del mercato non regolamentato.

In particolare, le Linee Guida, all'art.41 del Regolamento emittenti (EGM), precisano che, qualora a seguito di un'OPA espressamente finalizzata al *delisting* l'offerente venga a detenere una partecipazione non inferiore al 90% dei titoli negoziati sul mercato non regolamentato, la revoca potrà intervenire senza necessità di alcun previo assenso assembleare e diverrà efficace dalla data concordata tra l'offerente e Borsa italiana che, normalmente coincide con quella prevista per il mercato regolamentato.

In definitiva, l'attivazione degli strumenti di acquisto forzoso, ove sorretta da adeguati presidi informativi e da una corretta valutazione del titolo, consente di realizzare la trasformazione societaria senza compromettere né l'integrità del mercato né il valore del risparmio investito.

Ciò non esclude, tuttavia, la necessità di soffermarsi ulteriormente sulle forme di tutela predisposte dall'ordinamento a favore degli azionisti residuali, soprattutto nei casi in cui l'uscita dall'emittente non sia frutto di una scelta volontaria.

2.2. La tutela dei soci di minoranza

Per quanto riguarda la posizione dei soci di minoranza è opportuno procedere all'analisi delle forme di tutela che l'ordinamento prevede per questi ultimi.

Tra i caratteri distintivi dell'OPA vi è che tale operazione si svolge interamente sul piano del mercato azionario e riflette i suoi effetti sulla titolarità delle azioni in circolazione. L'intero procedimento di offerta si esaurisce al di fuori dei processi decisionali della società bersaglio la quale è soltanto gravata dall'adempimento dei doveri di informazione e pubblicità posti dalla legge a tutela della trasparenza e del regolare andamento del mercato senza che ciò possa andare ad impattare sulla struttura organizzativa ed operativa della stessa.

In questo contesto assume rilievo il comportamento dei singoli azionisti, in qualità di destinatari dell'offerta, i quali decideranno che comportamento adottare.

In altri termini, nel caso di OPA finalizzata al *delisting*, l'approvazione del progetto imprenditoriale che ha per oggetto l'acquisto della totalità delle azioni da parte di un terzo investitore – a prescindere che lo stesso sia l'azionista di controllo ovvero sia un soggetto estraneo alla compagine sociale – e la sua successiva dequotazione è rimessa alla discrezionalità degli oblati, i quali dovranno decidere se esercitare il potere di disposizione delle azioni.

In questo contesto i presidi di garanzia degli interessi facenti capo agli azionisti di minoranza si rinvergono non nel diritto di recesso – il quale è precluso agli oblati che non abbiano aderito all'offerta – ma nelle norme che regolano lo svolgimento di tale operazione considerate sufficienti da parte del legislatore ai fini della tutela della minoranza. Da ciò si deduce la necessità di garantire un adeguato quadro informativo sulle future prospettive imprenditoriali della società, nonché dei programmi che l'offerente intende perseguire una volta acquisita la *target* e le conseguenze in caso di revoca delle azioni dal listino di borsa²⁵⁶.

In dottrina si è osservato come, pur nella diversità strutturale delle operazioni, tanto la fusione tra controllante e controllata quanto l'offerta pubblica di acquisto totalitaria promossa dal socio di controllo e finalizzata alla revoca dell'emittente dalla quotazione risultino, sotto il profilo della funzione economica, pienamente equivalenti.

²⁵⁶ A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, Riv. delle soc.

Ambedue sono dirette alla definitiva eliminazione della minoranza e alla concentrazione della totalità del capitale in capo al soggetto che già esercita il controllo seppur mediante tecniche formalmente differenti. Tradizionalmente si sosteneva che le due operazioni meritassero un trattamento differente dato che la fusione è negoziata e deliberata dagli organi sociali della società bersaglio – con presenza evidente di conflitto di interessi posizionale – mentre nell’OPA il socio di controllo agisce come un offerente e gli azionisti destinatari di tale offerta restano liberi di aderirvi o meno. Tuttavia, la giurisprudenza statunitense e, in particolare quella della Corte del Delaware, ha evidenziato come tale diversità sia solo apparente: anche un’offerta rivolta ai soci di minoranza può assumere carattere sostanzialmente coercitivo, inducendo gli oblati a aderire non per convenienza economica del corrispettivo bensì per evitare conseguenze peggiorative che deriverebbero dalla mancata adesione²⁵⁷.

La coercizione può derivare da diversi fattori: in primo luogo, dalla natura stessa dell’offerta poiché essa può essere strutturata in modo tale da prospettare scenari futuri sfavorevoli per chi rimanga nel capitale – quali minor liquidità del titolo, riduzione del flottante, minore trasparenza informativa, attenuazione del monitoraggio da parte del mercato e rischio di operazioni straordinarie a condizioni economiche deteriori (come *short-term mergers*)²⁵⁸. In queste condizioni la scelta dell’azionista finisce per essere più apparente che reale, poiché l’alternativa al non aderire coincide con l’assumere un rischio futuro sensibilmente maggiore rispetto a chi accetta il corrispettivo dell’offerta.

A ciò si deve aggiungere il vantaggio che l’azionista di controllo ha rispetto agli oblati in quanto dispone di informazioni privilegiate sull’impresa – dati sulla gestione, proiezioni economiche, elementi potenzialmente price-sensitive non

²⁵⁷ *Unocal Corp v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (1985): In questa sentenza la Corte descriveva l’offerta di Mesa come coercitiva e inadeguata; riconosce che gli azionisti non aderenti alla prima fase sarebbero stati costretti ad accettare “titoli altamente subordinati” con un valore effettivo inferiore nella fase successiva. La sentenza legittima l’azione difensiva di *Unocal* (un’offerta di acquisto selettiva) proprio perché intesa a proteggere gli azionisti di minoranza da questa minaccia specifica e dalla pressione a vendere a un prezzo iniquo.

²⁵⁸ Il termine *short-form merger* (tradotto in italiano come fusione in forma abbreviata o fusione semplificata) identifica, nel diritto societario statunitense una procedura di fusione che consente a una società controllante, che detiene una percentuale molto elevata (di solito il 90% o di più) della società controllata, di procedere alla fusione senza la necessità di convocare l’assemblea straordinaria. Ai soci di minoranza è riconosciuto il diritto ad ottenere una valutazione equa delle proprie azioni.

ancora divulgati – e può scegliere il momento più favorevole per lanciare l’offerta, spesso coincidente con un periodo di compressione derivante dalla presenza di eventuali offerte concorrenti, che restano generalmente impraticabili proprio in ragione della sua posizione.

In base alle considerazioni svolte, si desume l’esistenza di uno squilibrio strutturale, in quanto, da un lato, l’azionista di minoranza può essere indotto ad aderire all’offerta anche qualora non ritenga equo il prezzo, al fine di evitare di rimanere titolare di azioni illiquide, difficilmente valorizzabili e prive delle tutele proprie di un investimento quotato.

La dottrina economica ha dimostrato come tale dinamica possa condurre a operazioni inefficaci dal punto di vista allocativo, poiché il *delisting* può realizzarsi anche in situazioni in cui la permanenza della società sul mercato risulterebbe più efficiente sotto il profilo della capitalizzazione, della visibilità finanziaria, dell’attrattiva per investitori qualificati e dell’utilizzo della quotazione quale leva strategica.

Alla luce di ciò, parte della dottrina ritiene sia opportuno provvedere alla introduzione di presidi ulteriori per le offerte di *delisting* promosse dal socio di controllo – quali la presenza di organi indipendenti nella valutazione del corrispettivo, *fairness opinion* obbligatorie, oppure meccanismi di approvazione da parte dei soli azionisti diversi dal controllante – ciò al fine di riequilibrare la posizione dei soci di minoranza rispetto alla posizione privilegiata dell’offerente.

Il quadro della disciplina delineato dalle norme relative alle offerte pubbliche di acquisto e, in particolare, dagli artt. 108 e 111 TUF, parrebbe confermare che è proprio l’interesse alla liquidità dell’investimento a costituire la ragione ultima della partecipazione delle minoranze residue nella compagine sociale. In tal senso, le soglie di adesione all’offerta previste dalle norme in commento fungerebbero da strumento di composizione delle istanze dell’offerente\socio di controllo e degli azionisti di minoranza, nonché da parametro di mercato per valutare la liquidabilità dell’investimento di questi ultimi nei titoli quotati.

Il venir meno di tale presupposto giustifica da un lato, l’attribuzione all’offerente del potere di escludere coattivamente gli azionisti residui dalla società determinandone la revoca dalla quotazione, in quanto gli azionisti di minoranza non avrebbero la potestà decisionale non solo rispetto alla possibile permanenza dei

titoli sul listino di borsa ma anche con riguardo alla possibilità di mantenere la propria qualità di azionisti *tout court*; dall'altro, qualora l'emittente non intenda procedere a tale operazione, l'imposizione di un corrispondente obbligo di acquisto volto a tutelare l'interesse degli azionisti di minoranza alla liquidazione delle proprie partecipazioni secondo quanto previsto dalla legge²⁵⁹.

È chiaro come il legislatore abbia inteso delineare due fattispecie distinte a seconda della diversa configurazione assunta degli assetti proprietari della *target* in esito all'offerta. Come si è affermato, se da l'art.111 TUF conferisce all'azionista di controllo la potestà di acquisire le azioni residue dietro congruo corrispettivo – per assicurare la parità di trattamento economico tra azionisti aderenti e non aderenti – e procedere allo *squeeze-out* degli azionisti di minoranza quando non intendono abbandonare la compagine sociale, l'art.108 TUF sancisce il diritto dei soci di minoranza di pretendere che l'offerente acquisti le proprie azioni, ormai prive di liquidabilità.

Tuttavia, deve comunque rilevarsi come il diritto di recesso rappresenti uno dei principali strumenti di tutela, normalmente previsto dall'ordinamento giuridico, a fronte di eventi e/o deliberazioni che andrebbero ad intaccare le caratteristiche originarie dell'investimento azionario.

Questo diritto verrebbe a configurarsi come strumento atto a controbilanciare e riequilibrare i rapporti di forza tra maggioranza e minoranza all'interno delle dinamiche societarie e, anche come forma di autotutela per le minoranze che non abbiano dato il consenso a vicende societarie che incidono sull'organizzazione societaria stessa.

Tuttavia, l'ordinamento riconosce tale diritto, in capo ai soci di minoranza, solo in ipotesi relative a eventi che andrebbero a riflettersi sul piano relativo all'organizzazione endosocietaria e non per operazioni che si risolvono sul piano del mercato azionario.

²⁵⁹ Cfr. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010

3. Il fenomeno del *delisting* puro

Come anticipato, le ipotesi di *delisting* volontario diretto comprendono, oltre alle due fattispecie previste dagli artt. 108 e 111 TUF richiamate nel paragrafo precedente²⁶⁰, l'adozione da parte dell'emittente di una deliberazione avente ad oggetto esclusivo la revoca dei titoli dalla quotazione. Questa ipotesi, diversamente dal *delisting* indiretto – nel quale la cessazione della quotazione deriva da un atto unilaterale della società di gestione del mercato – risulta del tutto svincolata da vicende riguardanti la società stessa.

Anche in questo caso, il procedimento finalizzato a conseguire la revoca dalla quotazione si svolgerebbe sul piano del diritto societario, in quanto si rende necessaria la manifestazione di volontà formalmente imputabile alla collettività dei soci da assumere in conformità alle norme di legge applicabili alle società per azioni e nel rispetto pieno dello statuto sociale.

Questa manifestazione di volontà si tradurrebbe in una mera richiesta da parte dell'emittente rivolta alla società di gestione del mercato, il cui oggetto è l'esclusione dei titoli dalle negoziazioni borsistiche, indipendentemente dal venir meno di una delle condizioni previste dal regolamento del mercato ai fini del mantenimento della quotazione. Una volta completate le formalità necessarie ed ottenuto il provvedimento di revoca da parte di Borsa Italiana, la società assumerebbe lo *status* di società chiusa e i relativi azionisti sarebbero detentori di azioni non quotate su alcun mercato o sede di negoziazione.

Questa precisazione è opportuna al fine di distinguere le ipotesi di *delisting* puro dalla diversa fattispecie dell'esclusione dalle negoziazioni su richiesta dell'emittente, la quale, nell'ordinamento italiano, è prevista e disciplinata dall'art. 133 TUF e dalle corrispondenti disposizioni di cui all'art. 2.5.5 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.²⁶¹.

²⁶⁰ Per tale distinzione, cfr. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2004, 535 ss.

²⁶¹ Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da borsa italiana S.p.A., 2024, Art.2.5.5 (esclusione su richiesta dalle negoziazioni): Articolo 2.5.5 (Esclusione su richiesta dalle negoziazioni) 1. Ai fini dell'esclusione dalle negoziazioni prevista dall'articolo 133 del Testo Unico della Finanza, le società emittenti italiane con azioni quotate sul mercato Euronext Milan e Euronext MIV Milan inoltrano a Borsa Italiana apposita richiesta scritta, sottoscritta dal legale rappresentante, conforme allo schema contenuto nelle Istruzioni. 2. Le società emittenti allegano alla domanda di esclusione di cui al comma precedente la seguente documentazione: a) delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni; b) attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato

La configurabilità di una fattispecie di *delisting* dal mercato regolamentato su richiesta diretta dell'emittente è stata oggetto di dibattito anche prima dell'entrata in vigore del TUF e della successiva riforma di diritto societario e risulta – ancora oggi – ampiamente dibattuta.

La prima disposizione in tema di esclusione dalla quotazione si individua nell'art.13 della c.d. “Legge OPA” (Legge 18 febbraio 1992, n. 149) con cui è stato riconosciuto, ai sensi dell'art. 2437 c.c.²⁶², il diritto di recesso ai soci di società quotate che abbiano votato contro la deliberazione assembleare relativa alla fusione dell'emittente, sia mediante incorporazione in una società non quotata, sia mediante la costituzione di una nuova società, anch'essa non quotata²⁶³.

Con l'entrata poi in vigore del TUF nel 1998 – a cui è seguita poi l'abrogazione della legge OPA – il contenuto dell'originario art. 13 è stato trasposto nell'art. 131 TUF, il quale riconosce il diritto di recesso a tutti gli azionisti dissenzienti rispetto alle deliberazioni assembleari di fusione e scissione comportanti le assegnazioni di azioni non quotate²⁶⁴.

Accanto a questa disposizione si colloca anche l'art. 133 TUF, tutt'oggi in vigore. La norma in esame riconosce alle società italiane quotate in mercati regolamentati nazionali la facoltà di richiedere l'esclusione dei propri strumenti finanziari dalle negoziazioni, a condizione che l'emittente abbia previamente ottenuto l'ammissione alla negoziazione su un altro mercato regolamentato, italiano

regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea; 3. Borsa Italiana, entro dieci giorni dalla presentazione della richiesta di cui al comma 1, completa della necessaria documentazione dispone l'esclusione dalle negoziazioni indicando la data di decorrenza della stessa. Il provvedimento di Borsa Italiana è tempestivamente comunicato al pubblico mediante Avviso di Borsa Italiana e trasmesso all'emittente. Dalla pubblicazione dell'Avviso alla effettiva esclusione dalle negoziazioni decorre almeno un mese. 4. Quindici giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni, l'emittente pubblica un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni e secondo le modalità di cui all'articolo 2.7.1, comma 1.

²⁶² P. PACIELLO, *Commento sub art. 2437 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di NICCOLINI e D'ALCONTRES, Napoli, 2004, 1114.

²⁶³ Cfr. F. MARASÀ e G. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle S.p.a., commento agli artt. 2437-2437sexies c.c.*, Padova, 2011, 6 ss.; P. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2004, I, 389 ss. R. GHETTI, *Sub art. 133*, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. VELLA, Torino, 2012, 1444.

²⁶⁴ Per un commento a tale disposizione – oggi abrogata – si veda M. NOTARI, *Sub art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. MARCHETTI – L. A. BIANCHI, I, Milano, 1999.

o di un altro Paese dell'Unione europea, e che sia garantita una tutela degli investitori equivalente, secondo i criteri stabiliti dalla Consob²⁶⁵.

Sul piano procedurale, inoltre, vengono in rilievo anche le disposizioni dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana e la prassi applicativa della Consob che richiedono adeguate forme di informativa al pubblico e un congruo intervallo temporale tra il provvedimento di esclusione e la sua efficacia, in funzione di tutela degli investitori e, in particolare, degli azionisti di minoranza.

Alla luce di quanto ricostruito, emerge come il *delisting* volontario – che molto spesso risponde a logiche di riduzione dei costi connessi alla compliance regolamentare, alla semplificazione degli assetti di governance e all'eliminazione degli oneri informativi propri dell'emittente quotato – non sia il risultato diretto di un automatismo normativo, bensì un atto dispositivo che muove dall'autonomia societaria e si innesta all'interno del procedimento deliberativo assembleare. Questa scelta, pur avendo come conseguenza la perdita dello *status* di quotata, non trova una disciplina unitaria ma si colloca nell'intersezione tra norme codicistiche in tema di deliberazioni assembleari e le disposizioni di settore dettate dal TUF e dal regolamento di Borsa. Da ciò deriva che la revoca pura della quotazione rappresenta, ancora oggi, un istituto a “geometria variabile”: formalmente consentito ma privo di un assetto procedurale definito e stabile, affidato in larga misura alla prassi delle società emittenti e alla valutazione dell'autorità di mercato. Questo rilievo pone dunque le premesse per affrontare i profili di maggiore criticità dell'istituto, con particolare riguardo alla sua natura e ai riflessi in termini di tutela degli azionisti di minoranza.

²⁶⁵ Come rilevato da M. DE MARI, *Il contratto di quotazione*, in G. GITTI, M. MAUGER, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati e intermediazione finanziaria*, Milano, 2010: la fattispecie prevista dall'art.133 TUF rifletterebbe il meccanismo dell'accordo tra la società quotata che, tramite delibera assembleare, richiede di uscire dal mercato e, la società di gestione del mercato, che può accettare tale richiesta solo nell'ipotesi in cui sussistano determinate condizioni. Dalla disciplina prevista dall'art.133 TUF si evince come la delibera non comporti una esclusione totale della quotazione ma subordina l'esclusione alla ammissione su un altro mercato regolamentato in Italia o nell'Unione Europea”.

3.1. La natura giuridica del *delisting* puro

La qualificazione giuridica della deliberazione avente per oggetto la revoca volontaria della quotazione ha da sempre posto una questione che l'ordinamento non ha esplicitamente affrontato.

La premessa da cui partire è che – a differenza di altri ordinamenti in cui l'ammissibilità del *delisting* puro era ormai fattispecie consolidata – il legislatore italiano non ha mai provveduto ad adottare una specifica disciplina della fattispecie in questione²⁶⁶.

Come già ribadito precedentemente, l'art. 13 della legge OPA (l. n. 149\1992) prevedeva l'ipotesi della esclusione della quotazione²⁶⁷. Questa norma, improntata alla tutela dei diritti dei soci nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto, riconosceva il diritto di recesso *ex art. 2437 c.c.* in favore di tutti i soci di società quotate in borsa che risultassero dissenzienti rispetto alla deliberazione assembleare riguardante la fusione dell'emittente tramite incorporazione in società non quotata ovvero mediante costituzione di una nuova società anch'essa non quotata²⁶⁸.

²⁶⁶ VELLA -CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, Il testo unico finanziario – Vol 2, (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020, p.1086; F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il delisting*, in Trattato delle società – Tomo IV, Torino, 2022, p.576. Contra DE MARI, la quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo, Torino, 2004, p.140, secondo cui “*laddove la legge tace vi sia non già una lacuna, bensì una norma implicita di contenuto opposto alla disposizione che si sta interpretando: nel caso di specie un divieto implicito di dequotazione tout court*”.

²⁶⁷ Per approfondimenti vedi: M. SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite di delibera assembleare: il c.d. delisting puro*. “La prima disciplina espressamente riferita alla perdita della quotazione era contenuta nell’art.13 della legge OPA (l.149\1992) che riconosceva il diritto di recesso ai soci dissenzienti in caso di fusione dell'emittente mediante incorporazione in società non quotata o mediante costituzione di una società nuova non quotata. Con l'entrata in vigore del TUF nel 1998 – cui seguì l'abrogazione della legge OPA – la disposizione fu trasportata nell'art.131 TUF, ampliandone l'ambito applicativo: il diritto di recesso veniva riconosciuto a tutti i soci dissenzienti rispetto alle deliberazioni di fusione e scissione che comportassero l'assegnazione di azioni non quotate, a tutela della possibilità di disinvestire in presenza di operazioni idonee a far cessare l'accesso al mercato regolamentato. Contestualmente veniva introdotto l'art.133 TUF che consente alle società italiane quotate di deliberare l'esclusione dalla negoziazione, condizionando tale facoltà a due elementi: la preventiva ammissione delle azioni su altro mercato regolamentato nazionale o europeo e la garanzia di una tutela equivalente degli investitori secondo i criteri fissati dalla Consob. L'impostazione della norma rende evidente che l'ambito di applicazione dell'art.133 TUF non contempla il fenomeno del *delisting* puro ma del c.d. trans-listing, orientato alla continuità delle negoziazioni del titolo e alla preservazione della liquidabilità dell'investimento. In questa prospettiva, la ratio della disposizione era chiaramente quella di consentire una migrazione protetta del titolo, assicurando all'azionista la possibilità di liquidare la partecipazione su un mercato avente standard informativi e regolamentari equivalenti”.

²⁶⁸ Cfr. F. ANNUNZIATA - M. SCOPSI (nt. 15), 571 ss.; A. DACCO, Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale, in Società, banche e crisi d'impresa. A tale concezione — che può ritenersi oggi definitivamente accantonata —

L'applicazione del diritto di recesso *ex art. 2437 comma 1 lett. b)* – non ai sensi dell'*art. 2437-quinquies* – è stata ricondotta al rilievo endosocietario della decisione di *delisting*, nella misura in cui essa costituisce espressione della volontà sociale di cessare la permanenza sul mercato regolamentato.

Sul punto, muovendo da una teoria risalente che configurava la società quotata come autonomo tipo sociale, si poteva argomentare che la decisione di *delisting* – comportando una regressione allo status di società non quotata – determinasse un mutamento del tipo sociale. Per questa via, infatti, l'operazione veniva configurata come una vera e propria trasformazione, giustificando l'applicazione del diritto di recesso previsto dall'*art. 2437 comma 1 lett. b)*²⁶⁹.

A sostegno di tale tesi, si affermava che l'autonomia del *genus* delle società quotate fosse giustificata, da un punto di vista prettamente fattuale, dai profili di specificità tipici della disciplina degli emittenti quotati rispetto alle regole di diritto comune che generalmente vengono applicate alle società di capitali, tali da costituire un vero e proprio status normativo "autonomo".

L'autonomia del *genus* delle società quotate veniva giustificata non solo dalla maggiore complessità degli assetti organizzativi e delle regole sul funzionamento della governance ma anche dalla peculiare posizione giuridica che l'ordinamento riconosce ai soci emittenti i cui titoli siano negoziati sul mercato: una posizione arricchita da diritti informativi, presidi di trasparenza, forme rafforzate di tutela e meccanismi di contendibilità propri della disciplina speciale.

Da ciò derivava l'idea che l'abbandono del mercato comportasse un mutamento dell'assetto organizzativo societario e che, come tale, dovesse essere qualificato come una trasformazione.

si contrappone invece chi, negando la configurabilità delle società quotate come autonomo tipo sociale, vede nel recesso uno strumento finalizzato a consentire il disinvestimento degli azionisti dal capitale della società; sicché i presupposti per il relativo esercizio devono rinvenirsi nella modifica delle originarie condizioni alle quali tali azionisti hanno investito il proprio risparmio nella società, come, ad esempio, la revoca delle azioni dalla quotazione e il conseguente venir meno della possibilità di negoziarle sul mercato.

²⁶⁹ Così, F. ANNUNZIATA, *sub art. 133 TUF*, cit., 1217, per cui la decisione di *delisting* richiede «l'avvio di meccanismi compensativi a favore della minoranza». In termini generali, enfatizzando la necessità di *exit*, l'intervento di C. CAMPI, *Convegno "I problemi della borsa valori"*, cit., 836 (pur con riferimento al *delisting* d'ufficio).

Questa ricostruzione è stata poi superata alla luce di una più corretta definizione del concetto di “tipo” di società. Quest’ultimo non coincide con l’insieme delle regole applicabili in un dato momento bensì rappresenta la matrice organizzativa e funzionale che informa la fattispecie nel suo nucleo essenziale. Il “tipo” svolge quindi la funzione di modello di riferimento, indipendentemente dalle stratificazioni normative che possono intervenire nel tempo. Alla luce di queste considerazioni, non può sostenersi che il *delisting* determini un mutamento del tipo sociale: esso incide sulle regole applicabili alla società in virtù della cessazione della quotazione ma non altera la struttura contrattuale e organizzativa che definisce la fattispecie societaria.

In questa prospettiva, la società quotata non costituisce un autonomo tipo negoziale ma un modello di fatto strettamente dipendente dall’ammissione di titoli nel mercato regolamentato ai sensi dell’art. 119 TUF²⁷⁰. Riconoscere natura trasformativa al *delisting* imporrebbe di configurare analogo mutamento anche nel percorso inverso – di accesso al mercato – con conseguente necessità di riconoscere il recesso del socio nella fase di IPO. Questa interpretazione si porrebbe in contrasto con il *favor* legislativo verso la quotazione in borsa, oltre che con la più generale concezione della stessa quale punto del percorso evolutivo della società azionaria.

È per questo motivo che, ad oggi, la revoca della quotazione è ricondotta su un piano distinto rispetto alla trasformazione: ciò che muta non è il tipo sociale bensì le condizioni originarie di investimento del socio che vengono incise sul versante della liquidabilità della partecipazione, della contendibilità proprietaria e del regime informativo applicabile²⁷¹.

²⁷⁰ Art. 119 TUF (ambito di applicazione): “Le disposizioni del presente capo di applicano, salvo che sia diversamente specificato, alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea (società con azioni quotate)”.

²⁷¹ E. FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, cit., 219, per cui la l. 216/1974 “si inserisce nel sistema del codice creando un nuovo tipo di società per azioni: quello della società per azioni quotata in borsa”; con toni meno espliciti, G. MIGNOLI, *Quotazione e società*, cit., 1171 s., per cui “il legislatore ha infatti voluto incidere sulla struttura della società per azioni quotata in borsa, ben al di là di una semplice disciplina esterna”. In senso contrario al riconoscimento della società quotata come tipo: G. CABRAS, *Le trasformazioni*, in *Trattato delle società per azioni - vol. 7* (diretto da Colombo - Portale), Torino, 2000, 20 s.; S. RICHTER JR, “Trasferimento del controllo” e rapporto tra soci, cit., 352.

L'art. 2437-*quinquies* c.c. si muove esattamente in questa direzione²⁷²: non tutela un presunto mutamento del tipo sociale ma garantisce una forma di smobilizzo del socio che non intenda subire gli effetti negativi del venir meno della quotazione. Di qui la conclusione – ad oggi condivisa – che la delibera di *delisting* non costituisce trasformazione ma decisione idonea a incidere sulle condizioni economiche e giuridiche di partecipazione a cui l'ordinamento appresta tutela mediante il recesso²⁷³.

Muovendo ora l'analisi sul rilievo “esterno” della manifestazione di volontà dell'emittente in ordine alla revoca dei titoli dalle negoziazioni sul mercato regolamentato, giova richiamare i caratteri essenziali della concezione con “contrattualistica” della quotazione.

Come rilevato precedentemente, il rapporto che sussiste tra l'emittente quotato e la società di gestione del mercato parrebbe riconducibile a una fattispecie negoziale di stampo privatistico – pur connotata da un rilievo pubblicistico in virtù degli interessi coinvolti – ove la presentazione della domanda di ammissione alle negoziazioni da parte dell'emittente identifica il momento della proposta e la conseguente emanazione del provvedimento di ammissione da parte del gestore rappresenta il momento dell'accettazione della stessa²⁷⁴.

²⁷² G. CALLEGARI, sub art. 2437-*quinquies* c.c., in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da G. COTTINO – P. BONFANTE – C. CAGNASSO – G. MONTALENTI), Bologna, 2004, p.142 s.; F. CARMIGNANI, sub art. 2437-*quinquies* c.c., in P. SANDULLI – G. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo II*, Torino, 2003, p.898 ss.; P. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 540 s.; F. MARASÀ, sub artt. 2437-2437-*quinquies* c.c., cit., 786. Il punto era ampiamente discusso prima della riforma del diritto societario: per la nullità della delibera per violazione di legge ex art. 2379 c.c.: G. MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato - Vol. XVII* (diretto da Bessone), Torino, 2002, p.202.

²⁷³ M. SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite di delibera assembleare: il c.d. delisting puro*: tale assetto è mutato con la riforma del diritto societario del 2003 che ha introdotto l'art. 2437-*quinquies*, il quale ad oggi, riconosce il diritto di recesso a tutti i soci – dissenzienti, assenti o astenuti – rispetto alle deliberazioni assembleari che comportino la perdita della quotazione, a prescindere dal titolo giuridico dell'operazione. L'ordinamento tutela l'uscita della quotazione non più solo in relazione alle operazioni straordinarie tipizzate ma in ogni ipotesi in cui venga meno la possibilità di negoziare il titolo sul mercato regolamentato, includendo espressamente anche il c.d. *delisting* puro.

²⁷⁴ M. SAGLIOCCA, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024: “Il c.d. *listing agreement* può essere inquadrato come un contratto di durata a prestazioni corrispettive; ove, per tutto il permanere della relazione contrattuale, la società di gestione del mercato si obbliga a fornire all'emittente il complesso dei servizi di quotazione e le relative infrastrutture e dall'altro lato, l'emittente è obbligato alla prestazione di un corrispettivo in favore del gestore e soggiace agli ulteriori obblighi previsti dal regolamento”.

In tal senso, se la richiesta di ammissione assume rilievo per il momento iniziale del rapporto contrattuale, quella di esclusione incide sul momento risolutivo del medesimo rapporto negoziale. Più in particolare, guardando alle categorie giuridiche dei contratti è intuibile come la fattispecie del *delisting* puro non possa essere ricondotto alla ipotesi della risoluzione contrattuale per inadempimento della controparte ma debba, invece, ricadere nello scioglimento del rapporto contrattuale per volontà dell'emittente.

Ebbene, considerato che la possibilità di risolvere un contratto consensualmente implica che le parti abbiano previsto una condizione risolutiva o una clausola risolutiva espressa ovvero abbiano concluso un successivo accordo di risoluzione del contratto, deve rilevarsi come tale istituto non sarebbe idoneo a fornire una adeguata veste giuridica alle ipotesi di *delisting* puro²⁷⁵.

Esclusa questa ricostruzione, l'ipotesi interpretativa che ad oggi appare più adeguata a ricondurre nella categoria degli istituti del diritto dei contratti la forma di esercizio unilaterale – da parte dell'emittente – del potere di disporre dello status di società quotata porta a prendere in considerazione la fattispecie del recesso unilaterale e, in particolare, del recesso *ad nutum* da un contratto di durata a tempo indeterminato.

Nell'ipotesi in cui il *listing agreement* venisse considerato alla stregua di un contratto di durata il cui termine non è definito ciò comporterebbe che lo stesso possa essere risolto tramite recesso unilaterale – *ex* artt. 1373 e 1569 c.c. – di una delle parti²⁷⁶.

²⁷⁵ Il Regolamento emittenti, al Titolo 2.4 (domanda e procedura di ammissione), Art.2.4.1 (domanda di ammissione alla quotazione e domanda di ammissione alle negoziazioni) non contiene alcuna clausola che consenta all'emittente di poter sciogliere unilateralmente il rapporto contrattuale con Borsa Italiana; Cfr. M. DE MARI, *Il contratto di quotazione*, "Circostanza che secondo una interpretazione dottrinale potrebbe avere rilievo decisivo nel concludere per la inammissibilità nel nostro ordinamento del *delisting* puro dal mercato regolamentato".

²⁷⁶ A tal proposito, si rammenta come, l'art.1373 c.c.: "*Nei contratti a esecuzione continuata o periodica, tale facoltà può essere esercitata anche successivamente, ma il recesso non ha effetto per le prestazioni già eseguite o in corso di esecuzione*"; Al pari, l'art.1569 c.c. (con riferimento al contratto di somministrazione) "*Se la durata della somministrazione non è stabilita ciascuna delle parti può recedere dal contratto, dando preavviso nel termine pattuito o in quello stabilito dagli usi o, in mancanza, in un termine congruo avuto riguardo alla natura della somministrazione*".

Questa ricostruzione muove dall'assunto che l'ordinamento non approvi i rapporti contrattuali la cui durata sia indeterminata e prende le mosse dall'esigenza di evitare l'imposizione di vincoli eccessivamente onerosi sull'autonomia privata, suscettibili di nuocere alle libertà fondamentali degli individui e della circolazione dei beni, incidendo negativamente sull'andamento dei mercati e delle relazioni commerciali²⁷⁷.

Alla luce di queste considerazioni, il provvedimento di revoca della quotazione emesso dal gestore del mercato assurge a strumento per la determinazione del periodo di preavviso necessario affinché il recesso dell'emittente possa avere efficacia, la cui congruità – in linea con il richiamo alla natura del contratto ai sensi dell'art. 1569 c.c. – dovrebbe essere valutata tenendo conto delle fondamentali istanze quali: tutela degli investitori e del mercato in generale.

3.2. Il *delisting* e la tutela delle minoranze: il diritto di recesso *ex art. 2437 quinquies c.c.*

Prima di analizzare il diritto di recesso previsto dall'art. 2437-*quinquies c.c.* quale strumento di tutela delle minoranze in caso di *delisting*, è necessario soffermarsi sull'individuazione dell'organo competente ad assumere la relativa deliberazione.

Questo profilo è stato oggetto di ampio dibattito, soprattutto a seguito della riforma del diritto societario di cui al d.lgs. 6/2003, che ha segnato il definitivo

²⁷⁷ A tal proposito, si noti, inoltre, la molteplicità delle fattispecie contrattuali di durata in relazione alle quali, in mancanza di un termine, si prevede la facoltà di recesso *ad nutum* per i contraenti. Basti pensare, ad esempio, al contratto di associazione, dal quale l'associato può sempre recedere ai sensi dell'art. 24, comma 2, c.c.; al contratto di somministrazione a tempo indeterminato; al contratto di agenzia (art. 1750 comma 2, c.c.) o di comodato (art. 1810 c.c.) sprovvisti di termine di durata. Con particolare riguardo al diritto societario è possibile, altresì, richiamare, in riferimento alle società contratte a tempo indeterminato, il diritto di recesso (previsto dall'art. 2285 c.c. per le società di persone e dagli artt. 2473, comma 2, e 2437, comma 3, c.c. per le società a responsabilità limitata e le società azionarie non quotate in un mercato regolamentato). Più in particolare, per quanto attiene alle società per azioni, il socio gode del diritto di recesso *ad nutum* ove la società sia costituita a tempo indeterminato, da esercitarsi con un preavviso di almeno 180 giorni, che lo statuto può incrementare fino ad un anno. È discusso in giurisprudenza e in dottrina se tale diritto di recesso possa trovare applicazione anche laddove la durata della società sia determinata, ma in un arco temporale eccedente l'aspettativa di vita dei soci, oppure sia eccessivamente lunga. Cfr. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 32. In giurisprudenza, cfr. Cass. civ., Sez. I, sent. n. 9662, 22 aprile 2013;

superamento del principio della “supremazia assembleare” in favore di una più rigida separazione delle competenze tra l’assemblea e l’organo amministrativo²⁷⁸.

A tal proposito, se si aderisce all’interpretazione precedentemente condivisa circa il rapporto tra l’emettente e la società di gestione del mercato – inteso come rapporto contrattuale – la competenza ad adottare la decisione di esclusione dalle negoziazioni dovrebbe competere all’assemblea degli azionisti in sede straordinaria.

A favore di questa conclusione depongono ragioni di coerenza sistematica con l’art. 133 TUF, che prescrive la necessaria deliberazione dell’assemblea straordinaria in ordine alla decisione di *trans-listing*. Sul piano ontologico, le peculiarità che connotano la fattispecie del *delisting* puro e la sua idoneità a incidere in modo sostanziale sull’organizzazione della società, ma soprattutto sui caratteri dell’investimento nei titoli azionari, confermano la necessità del coinvolgimento assembleare²⁷⁹.

Come già accennato precedentemente, la riforma del 2003 ha comportato una modifica circa il riparto di competenze tra l’assemblea e l’organo di amministrazione, in quanto si voleva rivalutare e delimitare gli spazi di intervento dell’assemblea dei soci e rafforzare i diritti di *voice* degli azionisti²⁸⁰.

In tal senso, la predetta normativa ha inteso esplicitare il principio in forza del quale il compimento di tutti gli atti riguardanti la gestione dell’impresa spettano all’organo amministrativo, salvo diversa disposizione di legge²⁸¹.

²⁷⁸ Cfr. M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema di competenze assembleari nella s.p.a* cit., 339 s. L’opportunità di riconoscere maggiori spazi degli azionisti è stata messa in discussione in virtù del deficit di adeguate competenze tecniche sulle materie che vengono rimesse alla loro cognizione.

²⁷⁹ G. CALLEGARI, *Art. 2437-quinquies c.c.*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*. Diretto da G. COTTINO- P. BONFANTE – C. CAGNASSO – G. MONTALENTI, II ed., 2004.

²⁸⁰ Alla luce del quadro normativo vigente, la delimitazione dell’ambito delle competenze tra gli organi sociali è tracciata dagli artt. 2364 e 2365 c.c. (che definiscono la separazione di competenze tra assemblea ordinaria e straordinaria) e dall’art. 2380-*bis* c.c. (che individua le materie rientranti nella sfera di competenza dell’organo amministrativo).

²⁸¹ Il dato normativo è rinvenibile nel n.5 comma 1 dell’art. 2364 c.c., ai sensi del quale è competente l’assemblea ordinaria a deliberare sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto sociale per il compimento di atti degli amministratori, i quali restano comunque responsabili per gli atti compiuti. Disposizione in cui viene ravvisato l’intento del legislatore di evidenziare il distacco tra proprietà e attività di carattere amministrativo, con conseguente distacco dagli azionisti nella gestione dell’impresa.

Alla luce di quanto precede, qualora si volesse sostenere che la competenza a decidere sul *delisting* puro spetti al consiglio di amministrazione invece che all'assemblea, si potrebbe richiamare la natura gestionale che tale decisione assumerebbe in una prospettiva contrattualistica.

In particolare, considerando ancora una volta la quotazione come un rapporto contrattuale, si è osservato come il *delisting* puro costituirebbe, in sostanza, una forma di recesso unilaterale da parte della società quotata da un contratto a tempo indeterminato.

In questo senso, l'esercizio di tale facoltà dovrebbe essere ricondotto nelle attività di gestione del contratto in corso e, poiché rappresenta l'espressione di un potere di natura essenzialmente contrattuale, spetterebbe all'organo amministrativo²⁸².

Infine, sotto un diverso profilo, con un'argomentazione di tipo sistematico, si potrebbe sostenere che la competenza a decidere sull'uscita dal mercato dovrebbe essere attribuita all'organo amministrativo per ragioni di pura simmetria rispetto ai poteri che gli vengono riconosciuti nella fase di ammissione alla quotazione²⁸³. Ed infatti, poiché non sembra richiesta alcuna delibera assembleare per decidere l'accesso al mercato²⁸⁴ – fatta salva l'approvazione di modifiche statutarie eventualmente imposte dalla legge o dal regolamento – non si comprende il motivo per cui adottare una soluzione diversa nella ipotesi di abbandono dalle negoziazioni in borsa.

²⁸² G. DACCÒ, *Il recesso nelle S.p.A.*, in *Le nuove S.p.A.*, diretto da C. CAGNASSO – G. PONZANI, II ed., 2010.

²⁸³ Sul punto, cfr. M. NOTARI, Art. 119, cit., 758-759, ove «*l'ammissione [alla quotazione] sarebbe rimessa ad una semplice decisione di natura gestoria, ad opera degli amministratori*» e *il mutamento della disciplina applicabile alla società in esito a tale decisione non rappresenterebbe un ostacolo a tale conclusione*; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, 262 ss. In senso contrario, secondo un orientamento che attribuisce all'assemblea ordinaria la competenza per decidere in ordine alla quotazione, cfr. A. TUCCI, *Le competenze in Società per azioni. L'Assemblea*, in *Trattato di Diritto Commerciale* diretto da R. COSTI, Torino, 2012.

²⁸⁴ Peraltro, appare opportuno sottolineare come l'art. 2.4.1. del Regolamento Dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana S.p.A. (Domanda di ammissione alla quotazione e domanda di ammissione alle negoziazioni) non individui espressamente l'organo competente a decidere in ordine alla richiesta di quotazione, limitandosi a precisare come tale richiesta debba essere formalizzata dal competente organo sociale. Probabilmente tale formulazione trova la sua giustificazione nell'ottica di agevolare l'accesso al mercato anche a società costituite in ordinamenti diversi e, pertanto, soggette a criteri di riparto delle competenze tra organi sociali potenzialmente difforni da quelli fatti propri dall'ordinamento societario italiano.

Di contro, le tesi appena esposte non sembrano valorizzare a pieno i significativi riflessi che la decisione circa il *delisting* dell'emittente avrebbe sugli assetti organizzativi della società e soprattutto sugli interessi degli azionisti.

Al fine di soddisfare al meglio tali esigenze, un primo orientamento, aveva individuato nella competenza ad assumere la deliberazione di *delisting* puro in capo all'assemblea, uno spunto da cui ricavare la presenza di competenze gestorie "implicite" o "non scritte" dell'organo assembleare²⁸⁵. L'esistenza di competenze implicite rappresenterebbe un principio generale dell'ordinamento alla stregua del quale l'assemblea dei soci è l'organo deputato ad assumere le decisioni che potrebbero incidere sull'organizzazione della società e sui diritti degli azionisti.

In conseguenza di quanto procede, dovrebbe rigettarsi la tesi secondo cui – al di là delle materie espressamente riservate dalla legge all'assemblea – le ulteriori decisioni siano di automatica competenza dell'organo amministrativo. Questa interpretazione risponderebbe all'esigenza di riservare in capo alla competenza dei soci tutte quelle operazioni i cui effetti si rifletterebbero sulla struttura organizzativa dell'impresa sociale e sulle partecipazioni sociali²⁸⁶.

Tuttavia, in contrasto con tale orientamento, una parte della dottrina ha osservato che, in coerenza con lo spirito della riforma del 2003, il riparto di competenze tra gli organi sociali delineato dal legislatore sia di natura inderogabile. Ciò, infatti, risponderebbe all'esigenza di valorizzare le funzioni dell'organo amministrativo in relazione alla determinazione degli assetti istituzionali e organizzativi della società, mentre all'assemblea spetterebbero le decisioni relative ai profili inerenti al contratto sociale²⁸⁷.

Se ciò è corretto, occorre tuttavia rilevare che ridurre le competenze assembleari alle sole materie indicate dalla legge rischierebbe di compromettere l'esigenza che gli azionisti partecipino direttamente alle decisioni idonee a incidere sensibilmente sui loro interessi.

²⁸⁵ P. ABBADESSA - A. MIRONE, *La competenza dell'assemblea nelle S.p.A.*, in Riv. soc., 2010, pp. 322 ss.

²⁸⁶ G. B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G. F. CAMPOBASSO. *Assemblea - amministrazione*, vol. 2, Torino, 2006, 5 ss.

²⁸⁷ M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024

In realtà, pur riconoscendo la validità dell'orientamento appena descritto, il fattore decisivo per attribuire la competenza all'assemblea straordinaria deriva da ragioni di coerenza sistematica.

Ragionando per analogia con l'art. 133 TUF – e considerando che l'ipotesi, ivi prevista, di trasferimento della quotazione su un altro mercato regolamentato è subordinata alla previa delibera dell'assemblea straordinaria – non vi sarebbe motivo per escludere tale passaggio anche nei casi in cui si deliberi la fuoriuscita dal listino di borsa²⁸⁸.

Infatti, la delibera di *delisting* puro – a differenza delle ipotesi disciplinate dall'art. 133 TUF²⁸⁹ – non accompagnata dalla tutela equivalente della negoziabilità dei titoli su un altro mercato regolamentato, avrebbe conseguenze decisamente più significative sulla liquidità dell'investimento tali da giustificare l'applicabilità dei quorum rafforzati previsti per le decisioni dell'assemblea straordinaria, pur in assenza di una espressa qualificazione normativa in tal senso²⁹⁰.

In linea con tale impostazione, si è sostenuto che, considerata la peculiarità della fattispecie e la sua capacità di incidere in modo rilevante sull'organizzazione e sulla posizione degli azionisti, la valutazione e l'approvazione della delibera di cessazione volontaria della quotazione debbano essere rimesse all'assemblea straordinaria; con il conseguente riconoscimento – ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* c.c. – del diritto di recesso ai soci che non abbiano partecipato favorevolmente alla decisione²⁹¹.

²⁸⁸ U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, Riv. Di Dir. Societario, fasc. 3, 2007.

²⁸⁹ Sul punto, si veda R. GHETTI, Art. 133, in *Commentario TUF*, a cura di F. VELLA, Torino, 2012, 1444

²⁹⁰ La medesima conclusione si potrà pervenire nelle ipotesi di migrazione su un mercato diverso rispetto a quelli contemplati nell'art. 133 TUF (e.g., mercato regolamentato extra-UE).

In proposito, A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, cit., 420; F. VELLA - V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, cit.; nonché M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 546 e M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella S.p.A.*, cit., 398 (nota 197), il quale ritiene che proprio la presenza nell'ordinamento domestico di una norma come l'art. 133 TUF imponga un'applicazione analogica dello stesso alle ipotesi di *delisting* puro, con conseguente rigetto della possibilità di porre in capo all'assemblea ordinaria un mero potere autorizzativo o — a maggior ragione — di sostenere l'esistenza di una competenza autonoma dell'organo amministrativo.

²⁹¹ Sul punto, cfr. A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, cit., 420, ove “[...]Eppure, si direbbe che l'attribuzione inderogabile del diritto di recesso segnali la volontà dell'ordinamento di offrire tutela nei confronti

Le considerazioni sulla necessità che la deliberazione relativa al ritiro dei titoli dal mercato borsistico sia assunta dalla maggioranza dei soci permettono di affrontare un secondo aspetto: la tutela delle minoranze azionarie nel caso in cui non partecipino all'approvazione di tale decisione.

In relazione a ciascuna delle principali fattispecie di *delisting* volontario analizzate nel corso della trattazione, si riscontrano specifici presidi approntati dal legislatore al fine di salvaguardare la possibilità che i gruppi degli azionisti i cui interessi non siano allineati a quelli dei soci di controllo (o del soggetto che assume l'iniziativa di "delistare") mantengano la possibilità di liquidare agevolmente il proprio investimento.

In tal senso, si giustifica l'introduzione del già citato art.2437-*quinquies* c.c. da parte del legislatore con la riforma del diritto societario del 2003, cui si è successivamente accompagnata l'abrogazione dell'art.131 TUF, svincolando la configurabilità del diritto di recesso per esclusione dalla quotazione per le sole ipotesi di deliberazioni assembleari concernenti la fusione o la scissione dell'emittente²⁹².

Al riguardo, nel commentare le peculiarità della norma in parola, si può rilevare come le ipotesi di recesso per esclusione dalla quotazione assumano un connotato di specialità in quanto, se raffrontata con il quadro della disciplina generale delle ipotesi di recesso nelle società per azioni "chiuse" di cui all'art.2437 c.c., il legislatore non ha incluso nel novero delle cause legali e inderogabili l'esecuzione di operazioni di fusione e scissione, a meno che l'operazione non abbia determinato dei cambiamenti significativi dell'attività della società, la sua trasformazione ovvero altra ipotesi attributiva di tale diritto ai sensi della legge²⁹³.

di modifiche delle basi originarie della struttura organizzativa o di mutamenti nel profilo originario del rischio d'investimento e che tale tutela si atteggi in ogni caso come tutela di secondo livello, il primo livello di tutela essendo assicurato dalla necessità per la maggioranza di conquistare un più vasto consenso sociale di quello ordinariamente necessario e corrispondente ai più elevati quorum richiesti per l'assemblea straordinaria".

²⁹² Cfr. M. NOTARI, 539, il quale rileva come il previgente art.131 TUF e l'art.2437-*quinquies* c.c., si collochino su una progressiva linea evolutiva di affinamento normativo, che da parte dell'art.13 della legge OPA e – passando per l'art.131 TUF – giunge, infine alla vigente disposizione

²⁹³ M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 537, secondo cui "la fattispecie di recesso in esame va collocata anzitutto sul piano delle caratteristiche della partecipazione azionaria, più che su quello del modello organizzativo adottato dalla società"; nello stesso senso, CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, p.498, per cui la disposizione "si giustifica in

Il riconoscimento di questo diritto di recesso in capo a titolari di azioni quotate sul mercato regolamentato è avvenuto soltanto ad opera della riforma del diritto societario del 2003 e si collocava a valle di un lungo percorso di stratificazione normativa²⁹⁴.

Alla luce di quanto precede, aderendo all'orientamento secondo cui il diritto di recesso *ex art.2437-quinquies* c.c. deve ritenersi configurabile sia nelle ipotesi in cui la deliberazione assembleare determini indirettamente il *delisting*, sia in quelle in cui la delibera abbia direttamente ad oggetto la revoca dalla quotazione, può ritenersi ammissibile anche nell'ordinamento italiano la figura del c.d. *delisting* puro dal mercato regolamentato²⁹⁵.

In questa prospettiva, appare opportuno evidenziare come, di fronte a una possibile deliberazione di *delisting* puro gli azionisti di maggioranza, quanto quelli di minoranza, siano portatori di interessi distinti ma egualmente meritevoli di tutela. Da un alto, i soci di controllo possono ritenere conveniente l'uscita dal mercato regolamentato al fine di ridurre i costi di compliance e incrementare la redditività della propria partecipazione; dall'altro, i soci di minoranza mirano a preservare nella misura più ampia possibile l'interesse a un'agevole liquidabilità dell'investimento, nonché a mantenere l'insieme dei diritti e delle garanzie tipicamente connessi allo status di azionisti di una società quotata²⁹⁶.

virtù dell'essere la quotazione elemento d'importanza essenziale nella valutazione dell'investimento azionario, essendovi connessa una serie di rilevanti effetti quali, tra gli altri, la possibilità di rapido disinvestimento e l'assoggettamento ad un complesso sistema di informazione e controllo”.

²⁹⁴ Cfr. M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024, “In un primo momento, la disciplina del recesso pareva infatti essenzialmente incardinata sul tipo societario della s.p.a. non quotata. E ciò in quanto, si rilevava, l'accesso al mercato regolamentato e la conseguente possibilità di negoziare agevolmente i titoli quotati sarebbero stati di per sé sufficienti a garantire l'interesse individuale di ciascun azionista a liquidare il proprio investimento in condizioni ottimali (date, cioè, dall'equilibrio tra domanda e offerta sul mercato). Di conseguenza, anche traendo spunto dalle previsioni in vigore in taluni ordinamenti esteri, pareva potersi affermare che in caso di quotazione delle azioni sul mercato (ovvero di diffusione delle stesse tra il pubblico in misura rilevante) la previsione di un diritto di recesso non sarebbe stata affatto necessaria, in quanto gli azionisti avrebbero già avuto a disposizione una via d'uscita, « rappresentata dalla presenza di un mercato delle azioni che può, in alcuni casi, rendere superflua o addirittura negativa la previsione di uno strumento ulteriore di exit”.

²⁹⁵ M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024.

²⁹⁶ Sul punto, cfr. ex multis, L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, cit., 1078 (nota 156), “Come noto, nell'attuale panorama normativo, il socio di una società quotata, da un lato, gode di rilevanti prerogative sul piano dei diritti al disinvestimento in caso di cambio di controllo, della partecipazione all'attività dell'assemblea e della designazione dei componenti gli organi societari, dall'altro, risulta tutelato, sebbene in via indiretta, sia dalla diffusione di informazioni relative al governo, alle principali attività e ai risultati finanziari

Sin dalla introduzione del diritto di recesso – previsto dall’art.13 della legge OPA – la dottrina ha elaborato due distinti orientamenti, dei quali uno oggi può considerarsi definitivamente superato e, oltretutto, non condivisibile.

Il primo filone interpretativo, muovendo dalla concezione delle società quotate come “tipo sociale autonomo”, qualificava la revoca dalla quotazione come una forma di trasformazione societaria. Questa lettura, concependo l’operazione di revoca dalla quotazione come meccanismo di trasformazione, poneva l’attenzione sul rilievo organizzativo della deliberazione di *delisting*, riconoscendo nel recesso una tutela a carattere reale, funzionale non solo a compensare la perdita della negoziabilità dei titoli sul mercato ma anche il pregiudizio derivante dal venir meno dell’intero complesso normativo applicabile alle società quotate.

Sul fronte opposto, il secondo orientamento tendeva ad inquadrare la vicenda del recesso nella prospettiva individuale del singolo azionista, inteso come soggetto investitore che, attraverso il conferimento al capitale della società, abbia investito la propria ricchezza in cambio della partecipazione sociale²⁹⁷.

Alla stregua di questa interpretazione, ciò che veniva in rilievo ai fini del recesso non è l’impatto di una determinata deliberazione assembleare sul piano organizzativo endo-societario ma il carattere di investimento in capitale di rischio, che è connaturato da una singola partecipazione azionaria. Pertanto, l’inquadramento del recesso si individuava come istituto “strutturalmente di disinvestimento” che trova applicazione quando viene presa una specifica decisione da parte dell’assemblea e ove vengano a modificarsi le originarie condizioni dell’investimento effettuato dal singolo socio-investitore nel capitale azionario.

della società (che, da socio di società non quotate, non avrebbe o non avrebbe con altrettanta frequenza), sia dalla presenza e incisività di controlli esterni (si pensi non soltanto alla vigilanza esercitata dalla Consob, ma anche alla disciplina relativa all’esercizio dell’attività di revisione contabile), sia, ancora, dalla complessiva conformazione del sistema dei controlli interni (che attiene tanto alla predisposizione di varie funzioni interne, quanto alla composizione, ai doveri e ai poteri degli organi societari)”.

²⁹⁷ Sul punto, fra gli altri, cfr. G. FERRI IR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 25 ss., ove «più che in termini di trasferimento di beni o di destinazione di elementi produttivi all’attività, [il conferimento]] sembra emergere innanzitutto in quelli di impiego di ricchezza da parte del socio»; nonché P. SPADA, *Diritto commerciale - II. Elementi*, 2 ed., Padova, 2009, 6 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.

In definitiva, alla base del diritto di recesso, quale strumento di disinvestimento, dovrebbe identificarsi l'esigenza del legislatore di fornire una tutela di carattere reale in favore di quegli azionisti che non abbiano concorso alla approvazione delle deliberazioni che determinino una sostanziale alterazione delle condizioni dell'investimento nel capitale della società²⁹⁸.

Alla luce delle considerazioni svolte, è ora possibile soffermarsi sulla concreta operatività del recesso nelle ipotesi di esclusione dalla quotazione, con riferimento sia al presupposto delineato dall'art. 2437-*quinquies* c.c., sia ai criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso.

In questa prospettiva assume rilievo l'impostazione adottata dal legislatore, il quale, all'art. 2437-*quinquies* c.c., riconosce il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione comportante l'esclusione delle azioni dalla quotazione in mercati regolamentati²⁹⁹.

La fattispecie ha ampia portata e non si limita alle delibere aventi ad oggetto direttamente il *delisting* ma ricomprende anche quelle che ne producono l'effetto in via immediata – come affermato in precedenza –, come avviene nelle operazioni straordinaria (fusioni o scissioni) in cui le azioni dell'incorporata cessano di essere negoziate e vengono sostituite con partecipazioni non quotate.

²⁹⁸ M.SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, 2024. “Muovendo da tale premessa, ben si comprende, dunque, la ratio della espansione delle fattispecie di recesso per esclusione dalla quotazione perpetrata dal legislatore con la riforma del 2003. Difatti, abrogate le restrizioni originariamente previste dall'art. 131 TUF — applicabile, come si è detto, soltanto alle operazioni di fusione e scissione — è evidente come l'art. 2437-*quinquies* abbia inteso garantire la tutela dell'exit a fronte di tutte quelle deliberazioni assembleari (a prescindere dal relativo oggetto) suscettibili di incidere sulla quotazione nel mercato regolamentato, determinando, pertanto, un sostanziale mutamento delle originarie condizioni dell'investimento effettuato dagli azionisti che non abbiano concorso alla relativa approvazione. In quest'ottica, si rileva, l'aver acquistato azioni quotate «concorre a definire i tratti essenziali dell'operazione di investimento e fonda la previsione di un exit a prezzo predeterminato, là dove la perdita della quotazione dipenda da una decisione volontariamente assunta dai soci. Ancora, come più volte segnalato, non pare oggi potersi dubitare che il recesso ex art. 2437 *quinquies* c.c. trovi applicazione nei riguardi di tutte le deliberazioni assembleari suscettibili di determinare il *delisting*, a prescindere dalla circostanza che la revoca della quotazione sia l'oggetto o soltanto la conseguenza mediata della relativa deliberazione. Cfr. ancora M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 536; D. Galletti, *Art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 1625 ss. Nondimeno, deve pure richiamarsi l'orientamento di segno parzialmente diverso che richiede, ai fini dell'applicabilità della norma in parola, che l'esclusione dalla quotazione si configuri quale conseguenza certa e non soltanto eventuale della delibera assembleare (e.g., fusione o scissione con assegnazione in concambio di azioni non quotate; conversione obbligatoria di azioni quotate in azioni non negoziate su alcun mercato regolamentato).

²⁹⁹ Art. 2437-*quinquies* c.c. prevede testualmente “se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione”.

In tali ipotesi, la tutela deve essere garantita indipendentemente dall'operazione deliberata, rilevando esclusivamente l'effetto dell'esclusione dal mercato regolamentato³⁰⁰.

Questa ricostruzione va necessariamente coordinata con la disciplina contenuta nell'art. 133 TUF, disposizione che consente alle società quotate di deliberare l'esclusione dalle negoziazioni a condizione che sia contestualmente ottenuta l'ammissione delle azioni su un altro mercato regolamentato dell'Unione europea, purché venga assicurata una tutela equivalente agli investitori. In questi casi, la disciplina del recesso non opera poiché il socio conserva la possibilità di negoziare i titoli aventi caratteristiche di liquidabilità assimilabili a quelle originarie. Questa disposizione rappresenta una eccezione sistematica rispetto all'ambito di applicazione dell'art. 2437-*quinquies* c.c.

Il tema della tutela del socio dissenziente si intreccia, infine, con quello relativo alla determinazione del valore delle azioni oggetto di liquidazione. Ai sensi dell'art. 2437-*ter* comma 3 c.c., per le società quotate esso coincide con la media aritmetica dei prezzi ufficiali nei sei mesi antecedenti la convocazione dell'assemblea deliberante. Tale criterio è stato oggetto di rilievi critici in dottrina, in quanto fondato su una formulazione non pienamente univoca del dato normativo e suscettibile di differenti interpretazioni³⁰¹.

³⁰⁰ C. PISTOCCHI, *Questioni applicative in tema di recesso del socio di S.p.A.*, in Riv. dir. soc., n. 12/2017, 1473. Si noti come il presupposto dell'art. 2437-*quinquies* c.c. sia quello di salvaguardare «la negoziabilità dei titoli e dei benefici derivanti dalla quotazione, la cui esclusione si traduce comunque in una regressione della situazione soggettiva del socio». A tale norma deve peraltro affiancarsi l'analisi dell'art. 133 del Testo Unico della Finanza, ai sensi del quale «le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento».

³⁰¹ Cfr., M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in Riv. soc., 2005, 387, nt. 196, nonché più di recente, Id., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit., 94 ss. «una prima notazione meritevole di attenzione riguarda la scelta di impiegare, nel calcolo, i prezzi “di chiusura”. Si deve precisare che l'attuale Regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana s.p.a. non parla di “prezzo di chiusura”, bensì di “prezzo di asta di chiusura”, nozione alla quale l'espressione utilizzata dal legislatore può essere ricondotta [...] [essendo il “prezzo di chiusura” in grado di] esprime[re], rispetto al prezzo ufficiale, un dato maggiormente “tendenziale”, in quanto emerge da una media calcolata nella sola fase di chiusura degli scambi, senza tenere conto dell'apertura e dell'andamento delle negoziazioni nella fase continua”. Come noto, la riforma del diritto societario ha inciso in parte minore sui criteri di liquidazione relativi alle società quotate, limitandosi ad aggiustare alcune questioni applicative insorte nel vigore della precedente disciplina. In questi termini, G. PISCITELLO, *Recesso*

La modifica normativa intervenuta tramite l'art. 20, comma 3, D. L. 24 giugno 2014, n. 91. ha chiarito che gli statuti possono prevedere l'applicazione dei criteri valutativi tipici delle società non quotate, ferma la condizione che il prezzo di liquidazione non risulti inferiore a quello determinabile sulla base della media semestrale: ciò ha posto fine al dibattito dottrinale sulla derogabilità del metodo valutativo legale, assicurando una più elevata protezione al socio che esercita lo stesso³⁰².

3.2.1. La legittimazione all'esercizio del diritto di recesso

Una volta chiariti i presupposti di applicazione e le finalità di tutela della disciplina del recesso per esclusione dalla quotazione, è ora possibile muovere l'indagine verso interrogativi di maggiore rilievo pratico.

Anzitutto, per quanto riguarda i soggetti legittimati all'esercizio del diritto di recesso *ex art. 2437-quinquies c.c.*, quest'ultimo può essere esercitato da parte di coloro i quali, in qualità di azionisti non hanno concorso all'approvazione della deliberazione³⁰³.

L'ampia formulazione della norma ha contribuito a chiarire i profili interpretativi controversi sorti in relazione alla disciplina di cui all'art. 131 TUF, il cui dato letterale si limitava a richiamare i soli soci dissenzienti.

Ne consegue che è oggi pacifico includere tra i soggetti che non abbiano concorso alla deliberazione avente ad oggetto il *delisting*, non solo gli azionisti che abbiano manifestato il proprio dissenso nel corso della procedura di votazione in assemblea, ma anche coloro che non abbiano preso parte all'adozione della delibera, in quanto assenti o astenuti³⁰⁴.

organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a., cit., 162. Per un'analitica esposizione delle problematiche pregresse, G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 114; A. IOVINETTI, *Scorporo e diritto di recesso: il caso delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 1979, 640 ss.

³⁰² V. art. 2437 – *ter* comma 3; vv. Art. 20 comma 3 d.l. 91\2014

³⁰³ GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p 630: “Già si esprimeva negli anni ‘60 il Progetto De Gregorio «il quale disciplinava la revoca volontaria della quotazione vietando che vi fossero in alcun modo coinvolte le azioni di risparmio, e prevedeva il diritto di recesso (da esercitarsi contro la delibera di assemblea straordinaria che decidesse il ritiro) per assenti e dissenzienti (ai sensi dell'art. 2437 c.c. e non, significativamente, dell'art. 21 stesso articolato), così mettendo in primo piano il profilo della dialettica maggioranza-minoranza rispetto al fatto oggettivo della perdita della quotazione”.

³⁰⁴ U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, Riv. Di Dir. Societario, fasc. 3, 2007: “In effetti, la mancata previsione di un diritto di recesso da parte

In assenza di una disciplina espressa, si è posto il dubbio circa la riconoscibilità del diritto di recesso anche in capo ai soci titolari di azioni prive del diritto di voto, quali le azioni di risparmio e le azioni privilegiate a voto limitato.

A tal proposito, in presenza di qualsiasi deliberazione assembleare suscettibile di incidere sui diritti di una determinata categoria di azionisti debba necessariamente soggiacere all'approvazione, ai sensi dell'art. 2376 c.c., dell'assemblea speciale degli azionisti appartenenti a tale categoria, che si configura quale condizione di efficacia della delibera medesima³⁰⁵. In tal senso, il pregiudizio deve riguardare il diritto di una categoria e si ha quando viene modificata *in peius* la posizione della categoria rispetto alle altre categorie di azioni. Il pregiudizio deve essere attuale - e non eventuale - e deve essere diretto. Costituiscono categorie speciali anche quelle degli strumenti finanziari partecipativi che conferiscono diritti amministrativi.

Alla luce di quanto precede, è intuibile come in tali ipotesi l'azionista di categoria potrebbe essere in astratto legittimato ad esprimersi sulla relativa deliberazione sia in sede di assemblea straordinaria che nell'assemblea speciale degli azionisti titolari della medesima categoria di azioni³⁰⁶.

La possibilità per i soci appartenenti a categorie speciali di esercitare il diritto di recesso in caso di esclusione dalla quotazione dipende direttamente dalla qualificazione che si attribuisce alla deliberazione dell'assemblea speciale. Se, infatti, si ritenesse che tale deliberazione abbia natura meramente autorizzativa, si dovrebbe concludere per l'impossibilità di riconoscere il recesso ai titolari di quella categoria di azioni.

dell'art. 145 TUF, potrebbe ritenersi ormai sopravanzata dal «nuovo» art. 2437 quinquies c.c., che, accordando il diritto di recesso non soltanto ai soci «assenti o dissenzienti» ma a tutti i soci che non abbiano concorso all'approvazione del voto, sembra comprendere anche gli azionisti di risparmio».

³⁰⁵ V. Art. 2376 c.c., “*Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie. Quando le azioni o gli strumenti finanziari sono ammessi al sistema di gestione accentrata la legittimazione all'intervento e al voto nella relativa assemblea è disciplinata dalle leggi speciali*”.

³⁰⁶ M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, 2024, A tal proposito, si è già detto in precedenza come qualsiasi deliberazione assembleare suscettibile di incidere sui diritti di una determinata categoria di azionisti — comportando, nel caso di specie, un significativo deterioramento delle condizioni di liquidabilità di tali titoli - debba necessariamente soggiacere all'approvazione, ai sensi dell'art. 2376 c.c., dell'assemblea speciale degli azionisti appartenenti a tale categoria, che si configura pertanto quale condizione di efficacia della delibera medesima.

La ragione risiederebbe nel fatto che l'autorizzazione dell'assemblea speciale interverrebbe in un momento logicamente precedente rispetto alla deliberazione dell'assemblea generale, quale una volta ricevuto tale assenso, rimarrebbe di decidere sull'operazione.

Tuttavia, come già osservato commentando l'art. 2376 c.c., la deliberazione delle assemblee speciali deve essere ricondotta non a una semplice autorizzazione bensì ad una forma di approvazione. Da ciò consegue che la causa di recesso – coincidente con l'approvazione della delibera che comporta la revoca dalla quotazione – si configura come fattispecie a formazione progressiva, che presuppone anche il voto degli azionisti appartenenti alla categoria interessata.

Alcuni autori hanno escluso, in tali circostanze, la configurabilità del diritto di recesso sostenendo che il voto espresso nell'assemblea speciale assolverebbe la medesima funzione protettiva del recesso, rendendo superflua l'attribuzione di quest'ultimo³⁰⁷.

Questa conclusione, tuttavia, non appare condivisibile. Anche nell'ambito dell'assemblea speciale, infatti, trova applicazione il principio maggioritario: ciò implica che eventuali soci dissenzienti o non favorevoli all'approvazione della decisione debbano esercitare il recesso come rimedio alternativo.

Sulla base di questa ricostruzione, si deve riconoscere che anche i soci appartenenti alla categoria speciale, che non abbiano concorso alla approvazione della delibera, sono legittimati ad esercitare il diritto di recesso³⁰⁸.

³⁰⁷ A. ABU AWWAD, Art. 2376 c.c., in *Le società per azioni*. Codice civile e norme complementari, diretto da P. ABBADESSA - G. B. PORTALE, I, Milano, 2016, 1024 ss.

³⁰⁸ Cfr. M. VENTORIZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2015, 1059 ss.; A. BUSANI - D. CORSICO, *Il "punto g" del recesso (ovvero: quando c'è modifica dei "diritti di partecipazione" del socio di S.p.A.)*, in *Soc.*, 2019, 943 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Parere sul "punto 8" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 383 SS. Sul tema v. anche comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie, Massima H.I.28, *Conversione forzata azioni e parità di trattamento di categoria*, 2019, per cui sarebbe «preferibile ritenere che l'applicazione di tale disposizione [i.e., l'art. 2376 c.c.] non inibisca il diritto di recesso spettante al socio assente, astenuto o dissenziente che si trovi in posizione di minoranza tanto nell'assemblea generale quanto in quella speciale, atteso che proprio quei soci impossibilitati ad influenzare le decisioni adottate dall'assemblea tenutasi ex art. 2376 c.c. necessitano dell'ulteriore protezione offerta dalla facoltà di exit dalla società, e ciò a maggior ragione nell'ipotesi in cui il gruppo di controllo detenga la maggioranza dei voti sia nell'assemblea generale sia nell'assemblea speciale».

Un diverso tema – di rilievo pratico – riguarda il socio che abbia acquistato azioni successivamente alla deliberazione o, comunque, durante il periodo utile per l'esercizio del diritto di recesso³⁰⁹. In questa ipotesi, la dottrina ha escluso che questo soggetto possa legittimamente recedere: il diritto, infatti, riguarda esclusivamente i soci già tali al momento della decisione e che subiscono effettivamente le conseguenze dell'operazione deliberata.

Chi diviene azionista in un momento successivo non può dirsi pregiudicato rispetto all'investimento effettuato e, pertanto, non è titolare della facoltà di recesso³¹⁰.

Ancora più rilevante è la questione relativa alla persistenza della legittimazione all'esercizio del recesso quando la società mantenga quotate alcune categorie di azioni. Su tale punto, si confrontano due indirizzi: secondo un primo orientamento, il recesso non sarebbe configurabile ove almeno una categoria continui ad essere negoziata, poiché non si verificherebbe un *delisting* totale; una ricostruzione alternativa, invece, ritiene che il diritto debba essere riconosciuto anche quando soltanto alcune categorie vengano escluse dal mercato.

Quest'ultima tesi appare preferibile alla luce del tenore letterale dell'art. 2437-*quinquies* c.c., che fa riferimento non alla società nel suo complesso ma alla singola categoria di azioni oggetto di revoca.

³⁰⁹ D. FICO, *Il diritto di recesso del socio nelle società di capitali*. Milano, 2024, È utile precisare, al riguardo, in primo luogo, che la qualità di socio è fondamentale per l'attribuzione della legittimazione all'esercizio del diritto di exit; in secondo luogo, che lo status soci deve sussistere al momento dell'adozione della deliberazione che di fatto determina il recesso, con la conseguenza che tale diritto non compete a colui che abbia acquistato le azioni della società successivamente alla data di adozione della deliberazione stessa, ancorché anteriore a quella della sua iscrizione nel registro imprese, senza che possa farsi leva, in senso contrario, sul rischio che tale socio ignori la modifica dello statuto nel frattempo intervenuta, « dovendo la corrispondente tutela essere ricercata nella sfera dei rapporti contrattuali tra venditore ed acquirente delle azioni, o comunque su un piano che non coinvolga la società » (*). In questo senso Cass. civ. 8 novembre 2005, n. 21641, in Riv. dir. comm., 2005, 279. In senso conforme, in dottrina, B. ACQUAS, C. LECIS, *Il recesso del socio nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, 2010, 28 s.

³¹⁰ Ad ogni modo, deve rilevarsi come la questione sopra citata assumi connotati del tutto marginali nel caso del recesso per esclusione dalla quotazione, dal momento che momento che è onere dell'emittente comunicare tempestivamente alla società di gestione (nonché al mercato stesso) l'intervenuta approvazione della delibera e il suo contenuto. Tale adempimento consente, da una parte, alla società di gestione di prendere gli opportuni provvedimenti, tra cui la sospensione delle negoziazioni e, dall'altra, pone gli eventuali soggetti interessati ad entrare nella compagine sociale in condizione di conoscere il contenuto della delibera. A maggior ragione, pare quindi potersi escludere il riconoscimento del diritto di recesso in capo ad un soggetto che acquisti un pacchetto azionario versando nella piena consapevolezza dell'esistenza di una delibera che comporti l'esclusione dalle negoziazioni.

Essa, inoltre, si armonizza con la *ratio* sottesa a questo istituto, volta a tutelare l'azionista-investitore rispetto alla perdita di negoziabilità e, dunque, di liquidabilità dell'investimento.

Specularmente, la dottrina si è interrogata sulla possibilità di estendere il diritto di recesso ai titolari di categorie di azioni non precedentemente quotate, nel caso in cui la società venga completamente delistata.

Anche in questo caso, la risposta prevalente è negativa: né il dettato normativo né la funzione del recesso consentono di riconoscere il diritto a soggetti che non subiscano alcuna variazione significativa del regime di liquidabilità del loro titolo. Chi possiede azioni non quotate sin dall'origine non vede mutare la natura del proprio investimento a seguito della revoca della quotazione riferita ad altre categorie di titoli.

In conclusione, la legittimazione all'esercizio del diritto di recesso trova fondamento non nella vicenda societaria considerata nella sua globalità bensì nella concreta incidenza della decisione assembleare sulla posizione del singolo socio-investitore.

Il presupposto applicativo dell'art. 2437-*quinquies* c.c. va ricercato nella perdita della negoziabilità del titolo e nel conseguente pregiudizio patrimoniale derivante dall'alterazione delle condizioni originarie dell'investimento.

Ne discende che il diritto di recesso deve essere riconosciuto a tutti coloro che non abbiano concorso all'assunzione della delibera pregiudizievole, ivi compresi i soci appartenenti a categorie speciali nei cui confronti la decisione produca effetti³¹¹.

Questo approdo consente di ricondurre l'istituto alla sua funzione primaria, ossia garantire un meccanismo di uscita equo e coerente con la struttura del capitale di rischio nelle società quotate, preservando l'equilibrio tra il potere decisionale della maggioranza e tutela degli interessi individuali dei soci.

³¹¹ NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437 quinquies c.c.*, in Riv. D. comm., 2004.

3.2.2. Il termine per l'esercizio del diritto di recesso

Per quanto riguarda i termini entro i quali i soggetti legittimati a vedere liquidate le proprie partecipazioni in caso di mancata approvazione della delibera di esclusione dalla quotazione, il riferimento normativo della fattispecie deve rinvenirsi nella disciplina generale del recesso nelle società per azioni e, segnatamente, nel disposto dell'art. 2437-*bis* c.c.³¹².

Partendo dall'assunto che il recesso consiste in una dichiarazione unilaterale del socio e, come tale, non richiede accettazione da parte della società, la sua efficacia discende non da un "accordo" con la società, bensì con la semplice ricezione della comunicazione da parte degli amministratori.

In tale contesto, si noti come l'art. 2437- *bis* c.c., abbia stabilito che il recesso debba essere esercitato – a pena di decadenza – con invio di lettera raccomandata entro il termine di quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera societaria da parte del socio presente o assente in assemblea. In tal senso, la norma fissa un termine "breve" di carattere generale, destinato a trovare applicazione in tutti i casi in cui il diritto di recesso sorga a seguito di deliberazione assembleare³¹³.

³¹² L. DELLI PRISCOLI, et al. *Il recesso delle società per azioni: [artt. 2437-2437-sexies]*. 2. ed. Milano, 2024. Già da un semplice raffronto tra il testo attuale dell'art. 2437-*bis* c.c. con l'analoga disciplina anteriore alla riforma attuata con il d.lgs. n. 6 del 2003 (contenuta nel secondo comma dell'art. 2437 c.c., secondo cui "la dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci intervenuti in assemblea non oltre tre giorni dalla chiusura di questa, e dai soci non intervenuti non oltre quindici giorni dalla data dell'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese) è infatti evidente il maggior favor per il recesso della disciplina attuale, che offre al socio uno spazio temporale maggiore per decidere di esercitare il recesso.

³¹³ D. FICO. *Il diritto di recesso del socio nelle società di capitali*. Milano, 2024. In linea generale, la ristrettezza dei termini previsti dall'art. 2437-*bis* c.c. trova giustificazione nella esigenza che in un arco temporale breve la società e gli azionisti siano messi in grado di sapere se vi sono, o meno, dichiarazioni di recesso. Per tale ragione, pare lecito ritenere che i termini fissati dalla legge non sono suscettibili di abbreviazione statutariamente; ciò, peraltro, anche alla luce dell'art. 2437, comma 6, c.c., che considera affetto da nullità qualsiasi accordo che renda più gravoso l'esercizio del diritto in esame.

Si può discutere, al contrario, sulla validità di clausole statutarie che prevedono un allungamento dei predetti termini. Su questo aspetto, in dottrina prevale l'opinione secondo cui è da reputarsi valida una clausola contenuta nello statuto che preveda un termine ragionevolmente più ampio di quello legale (a titolo esemplificativo: trenta, sessanta giorni), mentre sarebbe da escludere la validità di un termine statutario notevolmente più lungo di quello previsto dalla legge (a titolo esemplificativo, sei mesi/un anno), proprio in considerazione di un preciso interesse da parte della società e degli azionisti ad una rapida espressione della dichiarazione di recesso

Diversamente, se la causa di recesso consiste in un fatto differente dalla deliberazione – intesa come diverso elemento di natura fattuale – il termine sale a trenta giorni che iniziano a decorrere dalla conoscenza del fatto da parte del socio recedente. Per le ipotesi di recesso con causa statutaria, dovrà invece farsi riferimento alle stesse previsioni per l'individuazione dei termini di decorrenza.

In tale secondo caso, infatti, il *dies a quo* per la decorrenza del termine coincide con il momento in cui il socio abbia avuto conoscenza del fatto legittimante l'esercizio del diritto di exit. A differenza del primo caso, tuttavia, questa ipotesi presenta maggiori difficoltà applicative, poiché la data di effettiva conoscenza del fatto non è sempre agevolmente individuabile.

Onde evitare qualsiasi tipo di pregiudizio o ritardi nella procedura, è bene che nella raccomandata da trasmettere alla società, siano indicati tutti i più importanti aspetti di riferimento.

Dunque – nella raccomandata – serve indicare in modo esplicito e chiaro la volontà di recedere e tutti i dati indicati dal comma 1 dell'art. 2437-bis c.c., in particolare il dettaglio sul numero e sulla categoria di azioni per le quali viene esercitato tale diritto.

La giurisprudenza della Corte di Cassazione ritiene che il recesso del socio da una società per azioni sia un atto unilaterale recettizio, cioè un atto che determina l'immediata produzione degli effetti non appena giunga a conoscenza del destinatario – la società –, momento dal quale deve essere considerato irrevocabile.

Alla luce del quadro normativo delineato dall'art. 2437-bis c.c., ci si è interrogati su quale sia il termine effettivamente applicabile in caso di recesso per mancata approvazione della delibera concernente il *delisting* puro.

Se, in prima battuta, appare quasi “scontato” l'applicazione del termine dei quindici giorni – il quale, come si è detto, opera in tutti i casi in cui il recesso discenda da una deliberazione sociale – deve, tuttavia, rilevarsi come la delibera assembleare che dispone l'esclusione volontaria dalla quotazione non dovrebbe rientrare nel novero delle deliberazioni di modifica dello statuto sociale, la cui efficacia è subordinata alla iscrizione nel Registro delle imprese ai sensi dell'art. 2436 comma 5 c.c.

Di conseguenza, nella fattispecie in esame verrebbe a mancare il *dies a quo* richiesto dall'art. 2437-bis c.c., per il calcolo del termine di recesso.

In tal senso, pare preferibile sostenere che il termine applicabile sia quello dei trenta giorni decorrenti dalla conoscenza, da parte del socio, del fatto-deliberazione assembleare relativa al ritiro della società dal mercato³¹⁴.

Ciò si giustifica in quanto il grado di certezza richiesto dalla norma in commento ai fini dell'operatività del termine di quindici giorni è legato alla circostanza che la delibera assembleare sia soggetta a iscrizione nel Registro delle Imprese, all'esito del quale è possibile presumere che il socio sia edotto dal presupposto legittimante il diritto di recesso.

Una volta stabilito quale norma è applicabile, un punto fondamentale riguarda la determinazione del momento esatto in cui un socio si considera a conoscenza della decisione assembleare che gli permette di esercitare il diritto di recesso.

A questo proposito, per garantire chiarezza e rapidità nell'informare la società emittente sulla potenziale volontà di recesso di un socio e sul numero di azioni da liquidare, è necessario un'interpretazione della legge meno letterale e restrittiva.

L'interpretazione strettamente letterale sembrerebbe legare il recesso all'effettiva e personale conoscenza della delibera da parte dell'azionista. Di conseguenza, adottando un'interpretazione che considera il contesto complessivo delle norme, si ritiene assodato che il termine di trenta giorni per esercitare il recesso non inizi a decorrere dall'effettiva conoscenza da parte del socio ma dal momento in cui la delibera è oggettivamente conoscibile da parte sua, applicando il principio dell'ordinaria diligenza.

Questa problematica invece non si pone per gli azionisti che, pur avendo partecipato all'assemblea, si sono astenuti o hanno votato contro la delibera di *delisting*. In questi casi, è ovvio che essi siano a conoscenza della decisione per il solo fatto di aver preso parte all'assemblea – come testimoniato dal relativo verbale–.

Per gli azionisti assenti, si può sostenere che la delibera diventi conoscibile (e che, quindi, inizi a decorrere il termine di trenta giorni per il recesso) a partire dalla data di pubblicazione del verbale dell'assemblea sul sito web della società emittente oppure, al più tardi, dalla data di pubblicazione dell'avviso rilasciato da Borsa Italiana, con il quale la società di gestione del mercato – seguendo una procedura

³¹⁴ Cfr. F. ANNUNZIATA, Artt. 2437-2437-quinquies c.c., cit.; M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*.

simile a quella utilizzata per le operazioni straordinarie che comportano il *delisting* – deve informare il mercato e il pubblico della delibera di revoca della quotazione adottata dalla società.

Questa soluzione appena menzionata permette una decorrenza uniforme del termine per esercitare il recesso tra tutti gli azionisti, cosa impossibile se si dovesse considerare il momento in cui il singolo socio ne ha avuto effettiva conoscenza.

3.2.3. Il procedimento per l'esercizio del diritto di recesso

Una volta aver riconosciuto il termine entro cui l'azionista ha la facoltà di esercitare il diritto di recesso, è opportuno soffermare l'analisi sulle modalità e sul procedimento per l'esercizio del diritto stesso.

In relazione alle modalità, il procedimento di recesso si apre con la dichiarazione di volontà del socio che intende uscire dalla società, per la cui formalizzazione il primo comma dell'art. 2437-*bis* c.c., richiede la lettera raccomandata, senza però specificare se sia o meno necessario l'avviso di ricevimento.

A tal proposito, deve rilevarsi come la legge sembri prevedere solo un mezzo di comunicazione affinché il socio possa manifestare la propria volontà alla società emittente, ovverosia la lettera raccomandata³¹⁵.

In proposito, deve precisarsi che il recesso esercitato dall'azionista si configura come un atto unilaterale recettizio, soggetto, in via generale, alla regola secondo cui gli effetti si producono nel momento in cui la dichiarazione giunge a conoscenza della società destinataria. Proprio in relazione a tale natura, tuttavia, il legislatore ha introdotto una specifica deroga con riferimento al termine di esercizio del diritto, facendo rilevare non il momento della conoscenza, bensì quello dell'invio della dichiarazione nei limiti temporali previsti dalla legge.

³¹⁵ M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, 2024, La dottrina sia oggi concorde nell'ammettere che il recesso possa essere esercitato mediante altri mezzi di comunicazione, purché idonei a garantire il medesimo grado di certezza sulla ricezione della dichiarazione. Nondimeno, ferma

delle società quotate nel Testo Unico della Finanza. D. Igs. 24 febbraio 1998, n. 58, a cura di P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI, I, Milano, 1999, 338 ss. Cfr., V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. G. F. CAMPOBASSO, DIRETTO DA P. ABBADESSA G.B. PORTALE, III, 2007, 243, il quale, per coerenza sistematica, ritiene sicuramente ammissibili quanto meno gli strumenti di comunicazione ammessi nel processo societario.

La normativa ancora la tempestività del recesso non al momento della ricezione da parte della società bensì a quello dell'invio della comunicazione da parte del socio. Questa scelta legislativa è motivata dall'esigenza di tutelare l'azionista, impedendo che la validità della sua manifestazione di volontà possa essere compromessa da fattori estrinseci e non imputabili al dichiarante, come ritardi o disguidi nella consegna.

Tuttavia, questa agevolazione non opera in caso di errore o omissione ascrivibile all'azionista: qualora la mancata ricezione della prima dichiarazione sia dovuta a una sua negligenza e si renda necessaria una successiva comunicazione, gli effetti del recesso avranno decorrenza dalla data del secondo invio senza possibilità di retroagire al momento in cui si è manifestata la volontà del soggetto.

Per quanto riguarda il contenuto della dichiarazione di recesso, risulta imprescindibile la chiara specificazione del quantitativo di azioni oggetto del recesso. In assenza di tale indicazione espressa, la legge ha stabilito che il diritto si ritiene esercitato per l'intera partecipazione detenuta dal socio³¹⁶.

Inoltre, la dottrina concorda sull'opportunità che l'azionista indichi in modo esplicito il presupposto legale che legittima l'esercizio del recesso, al fine di consentire alla società – in maniera rapida e precisa – di stabilire se davvero sussista il caso legittimante l'uscita del socio³¹⁷.

In termini procedurali, ai sensi del secondo comma dell'art. 2437-bis c.c., l'esercizio del diritto di recesso obbliga il socio recedente a non alienare la propria partecipazione, con l'ulteriore precisazione che le azioni oggetto di recesso, ove rappresentate da un certificato azionario, devono rimanere depositato presso la sede sociale³¹⁸.

³¹⁶ Per gli altri requisiti vedi L. DELLI PRISCOLI, et al. *Il recesso delle società per azioni: [artt. 2437-2437-sexies]*. 2. ed. Milano, 2024. La dichiarazione di recesso deve comunque contenere (art. 2437-bis, comma 1, c.c.): le generalità dell'azionista recedente; il domicilio per le comunicazioni concernenti il procedimento; non anche, invece, l'indicazione dei motivi del recesso.

³¹⁷ G. STASSANO, M. STASSANO, *Il recesso e l'esclusione del socio nella s.r.l e nella s.p.a*, Torino, 2005.

³¹⁸ L. DELLI PRISCOLI, et al. *Il recesso delle società per azioni: [artt. 2437-2437-sexies]*. II. ed. Milano, 2024: “La comunicazione di recesso comporta, in ogni caso, l'obbligo per il socio di astenersi da qualsiasi atto di disposizione dei titoli azionari per i quali il recesso è esercitato e di deposito dei medesimi presso la sede sociale. Ai sensi del secondo comma dell'art. 2437-bis c.c., infatti, le azioni per le quali è esercitato o il diritto di exit non possono essere cedute e devono essere depositate presso la sede della società”.

Al riguardo, seppur tale onere non possa configurarsi come una condizione di efficacia del recesso, si potrebbe sostenere però che il deposito delle azioni debba avvenire contestualmente alla dichiarazione di esercizio del diritto.

Dalla prospettiva della società emittente, l'esercizio del diritto di recesso viene paragonato ad una sequenza procedimentale composta da una serie di tentativi finalizzati ad addivenire alla cessione delle azioni per cui è esercitato il recesso agli altri soci oppure ai terzi e, solo in ultima istanza, alla società.

La finalità principale del procedimento di recesso è quella di preservare i mezzi propri della società evitando che l'onere di liquidare tale partecipazione gravi direttamente sul patrimonio della società.

L'intero iter procedimentale è demandato all'organo amministrativo della società sin dalle fasi iniziali, inclusa la cruciale valutazione della partecipazione secondo i criteri legali applicabili.

Una volta esercitato il diritto di recesso e quantificato il valore della quota, gli amministratori devono perseguire una sequenza di scenari liquidatori. Il primo scenario, considerato prioritario, consiste nella cessazione della partecipazione agli altri soci. Ai sensi dell'art. 2437 *quater* c.c., gli amministratori sono tenuti a offrire le azioni del socio recedente in opzione agli altri azionisti in rapporto proporzionale alle azioni da questi già possedute, estendendo l'offerta anche ai titolari di strumenti finanziari convertibili in azioni³¹⁹.

Al riguardo, è stato osservato che il divieto di alienazione ed il conseguente deposito sono finalizzati ad evitare il rischio di una doppia alienazione all'esito del procedimento di liquidazione. In questa ottica, la ratio del deposito delle azioni andrebbe ricercata non soltanto nello spossessamento, ma, alla luce del procedimento di liquidazione, anche come effetto di un trasferimento della loro disponibilità alla società, essendo quest'ultima che offre i titoli azionari agli altri soci o ai terzi, stipula con gli stessi il contratto di trasferimento ed eventualmente le acquista. Cfr. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 245: "In maniera difforme si è espressa altra dottrina, secondo la quale l'alienazione delle azioni in violazione del divieto di cessione sarebbe comunque valida inter-partes. In tale circostanza, l'acquirente subentrerebbe nella medesima situazione dell'alienante e, pertanto, avrebbe soltanto il diritto a percepire il controvalore delle azioni come determinato nel procedimento di liquidazione, salvo l'eventuale diritto di revocare la dichiarazione di recesso".

³¹⁹ M. SAGLIOCCA, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, 2024, Più in particolare, ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 2, c.c., l'offerta in opzione deve essere depositata dagli amministratori presso il Registro delle Imprese nei quindici giorni successivi alla determinazione definitiva del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso. Ai fini dell'esercizio del diritto di opzione, gli azionisti devono godere di un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito della predetta offerta. Sul punto, cfr. ancora M. STELLA RICHTER JR., *ivi.*, ove si segnala come l'esercizio dell'opzione si traduca in un trasferimento delle azioni dal socio recedente al socio optante dietro pagamento della somma stabilita alla stregua del criterio legale di valutazione applicabile alla singola fattispecie di recesso (di seguito individuato con riferimento al *delisting* puro).

A coloro che esercitano il diritto di opzione è inoltre riconosciuto un diritto di prelazione sulle partecipazioni rimaste inoperte purché ne abbiano fatta contestuale richiesta³²⁰.

La ratio di questa prima fase del procedimento di liquidazione deve rinvenirsi nella volontà del legislatore di far sì che la partecipazione del socio recedente rimanga all'interno della compagine sociale senza che avvenga l'ingresso di nuovi soggetti terzi ovvero vi sia la fuoriuscita delle risorse da parte della società.

In tale ottica si giustifica, la disciplina contenuta nel quarto comma dell'art. 2437-*quater* c.c., ai sensi del quale: “qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi; nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati medesimi”.

Alla luce del dettato normativo è evidente che la fase della vendita presso terzi ovvero sul mercato, abbia carattere residuale quindi meramente eventuale e facoltativo per gli amministratori della società³²¹.

Più in particolare, stante il tenore letterale della norma, parte della dottrina ha sostenuto che in caso di azioni quotate l'offerta ai terzi debba avvenire mediante offerta pubblica di acquisto sul mercato regolamentato tuttavia, tale interpretazione risulta di difficile applicabilità nella fattispecie di recesso conseguente ad una deliberazione di *delisting* puro. Pertanto, si ritiene che l'offerta debba avvenire mediante trattativa privata, quindi tramite atto di compravendita e successiva annotazione nel libro dei soci.

³²⁰ M. SAGLIOCCA, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024, Sul piano sistematico, è evidente come il procedimento di offerta in opzione segua una disciplina sostanzialmente analoga a quella prevista per il diritto di opzione in sede di aumento di capitale (art. 2441 c.c.), il cui parallelismo risulta funzionale, altresì, a risolvere il problema che si verrebbe a verificare ove vi fosse un eccesso di adesioni da parte degli azionisti non recedenti. In tal caso, si rileva, sarebbe infatti necessario procedere a una assegnazione proporzionale delle azioni tra i diversi offerenti. Cfr. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 443 ss.

³²¹ Peraltro, deve rilevarsi come la ipotesi di vendita a terzi non trova frequente applicazione, dal momento che, se la stessa avesse rappresentato una strada realmente percorribile, allora l'azionista recedente avrebbe dovuto optare per tale soluzione anziché per quella del recesso. Sul punto, cfr. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 250.

Il collocamento presso i soci dei titolari di obbligazioni convertibili presso terzi deve comunque avvenire nel rispetto del termine di centottanta giorni dalla comunicazione del recesso pena eventuale responsabilità dell'organo amministrativo verso la società e i soci³²².

In caso di mancata collocazione presso i terzi delle quote di partecipazione del socio recedente – entro il termine di centottanta giorni – la legge prevede che le azioni oggetto di recesso vengano liquidate mediante l'operazione di *buy-back* (ossia acquisto da parte della società emittente)³²³.

Questa fase procedimentale ha carattere obbligatorio ed è destinata ad operare in via residuale, a seguito della infruttuosa offerta della partecipazione sia agli azionisti sia a terzi investitori.

Il legislatore ha voluto agevolare tale forma di liquidazione del socio non prevedendo l'applicazione del limite per l'acquisto di azioni previsto dall'art. 2357 c.c. – il quale stabilisce che il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate e quindi permettendo che l'operazione di *buy back* possa avvenire in deroga allo stesso purché, in ogni caso, entro il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e con l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria degli azionisti.

³²² La perentorietà del sopra menzionato termine costituisce elemento necessario al fine di assicurare l'effettivo bilanciamento dei diversi interessi che rilevano nella complessa vicenda del recesso del socio dalla società, bilanciamento che potrebbe essere pregiudicato da un differimento temporale sostanziale del rimborso del socio uscito. Di questa opinione F. GUSSO, *Recesso del socio e scioglimento della società*, in Soc., 2011, 1287 ss.

³²³ Il Buy Back – Glossario – Borsa Italiana: Con il termine anglosassone *buy back* si indica comunemente nel linguaggio finanziario il riacquisto di azioni proprie da parte di una società. Si tratta di un'operazione che una società può mettere in atto per diversi fini e che è regolamentata dalle leggi vigenti e, in particolare, dagli articoli 2357-2358 del Codice civile. In particolare, ogni società che vari un piano di buy back non potrà eccedere nel riacquisto la somma degli utili distribuibili e delle riserve disponibili iscritte nell'ultimo bilancio approvato. Il buy back non potrà coinvolgere più del 10% del capitale sociale e potrà avere una durata massima di 18 mesi. Perché un piano di riacquisto di azioni proprie sia varato è, inoltre, necessario che l'assemblea degli azionisti approvi il piano di buy back e le sue modalità, compresi i corrispettivi minimi e massimi del riacquisto, la durata del piano e il numero massimo di azioni riacquistabili. L'infrazione di questo regolamento prevede l'obbligo di cessione degli stessi titoli entro un anno e secondo modalità definite dall'assemblea degli azionisti. L'avvio di un piano di buy back prevede l'iscrizione del controvalore dei titoli nel bilancio nel patrimonio netto alla voce riserva per azioni proprie.

Laddove non sia possibile, per mancanza delle condizioni richieste o delle risorse necessarie, procedere all'acquisto di azioni proprie, gli amministratori devono convocare l'assemblea straordinaria al fine di deliberare la riduzione del capitale sociale ovvero, in caso di opposizione dei creditori, procedere allo scioglimento della società³²⁴.

Come è intuibile, quest'ultima rappresenta una *extrema ratio* difficilmente configurabile in esito ad una operazione di *delisting* puro, ove gli azionisti di controllo sono generalmente intenzionati a rafforzare la posizione di controllo concentrando il capitale nelle proprie mani.

Con riferimento alla prima ipotesi menzionata, l'applicazione della disciplina generale della riduzione del capitale sociale dettata dall'art. 2445 c.c., risulta necessaria.

In questo specifico caso, la riduzione del capitale sociale non è calcolata in base al valore nominale delle partecipazioni per le quali è stato esercitato il diritto di recesso, bensì sulla differenza tra il valore di liquidazione delle azioni (ovvero, l'importo da versare al socio recedente) e l'ammontare delle eventuali riserve disponibili utilizzate per tale scopo.

Sul punto, infatti, si ritiene che la riduzione del capitale non si commisuri alla quota di capitale corrispondente alle azioni del socio recedente ma è correlata alle risorse effettivamente necessarie per adempiere all'obbligo di rimborso nei confronti del socio stesso.

Inoltre, si osserva anche la riduzione del capitale non deve necessariamente interessare in via esclusiva le azioni oggetto di recesso poiché tale operazione – oltre a poter incidere sulle azioni recedute – può anche estendersi alla totalità dei titoli emessi dalla società. In questa ultima eventualità, anche le azioni oggetto di recesso potrebbero rientrare nella disponibilità della società come azioni proprie, assorbendo l'esborso finanziario derivante dalla liquidazione dell'azionista uscente.

³²⁴ In termini generali, la competenza alla riduzione del capitale sociale in caso di recesso spetta all'organo assembleare. Tuttavia, l'art.2365 comma 2, consente allo statuto di attribuire tale funzione all'organo amministrativo o, in caso di adozione del modello di governance dualisti, al consiglio di gestione o sorveglianza. In virtù di tale espressa previsione statutaria, l'operazione può essere sottratta alla competenza dell'organo assembleare per essere delegata all'organo gestorio.

Ipotesi di massima rilevanza è quella concernente lo scioglimento della società. Questa eventualità può verificarsi, ai sensi del sesto e del settimo comma dell'art. 2437-*quater* c.c., nel caso in cui la società abbia deliberato di ridurre il capitale e i creditori abbiano presentato opposizione ovvero qualora, a seguito della riduzione del capitale, il medesimo sia sceso al di sotto del minimo legale³²⁵.

Nel contesto del recesso dell'azionista, l'ordinamento prevede due circostanze che rendono il recesso inefficace, in applicazione dell'art. 2437-*bis* comma 3 c.c.; la revoca della delibera che ha legittimato l'esercizio del diritto di recesso oppure la deliberazione di scioglimento della società stessa. Entrambe le azioni devono essere attuate entro novanta giorni dall'esercizio del recesso.

Nella prima ipotesi – qualora la società deliberi il proprio scioglimento entro il termine perentorio di novanta giorni – il recesso diviene inefficace. Nonostante la mancanza di una espressa previsione normativa, si ritiene maggiormente coerente che il diritto dell'azionista debba essere determinato secondo i criteri legali stabiliti dall'art. 2437-*ter* c.c., e, curialmente, che esso conservi il carattere dell'immediata esigibilità. Questa interpretazione si pone in contrasto con l'orientamento che postula la liquidazione della quota soltanto al termine del procedimento di liquidazione dell'intero patrimonio³²⁶.

Lo scenario alternativo – realizzabile sempre entro il termine di 90 giorni – è la revoca della delibera che ha originato il diritto di recesso. In questa evenienza, il recesso già esercitato risulta privo di efficacia³²⁷.

La dottrina individua nella facoltà di revoca della delibera la principale e più incisiva forma di tutela dell'integrità del patrimonio sociale³²⁸.

³²⁵ Lo scioglimento e la conseguente liquidazione della compagine societaria rappresentano, quindi, l'ultima soluzione percorribile da parte dell'organo amministrativo, una volta che siano risultati vani i tentativi di collocamento delle azioni del socio receduto presso gli altri soci o i titolari di obbligazioni convertibili o presso i terzi e non sia stato possibile né il rimborso delle azioni con gli utili distribuibili e le riserve disponibili, né procedere alla riduzione del capitale sociale o, perché, a seguito di tale operazione vi sia stata opposizione da parte dei creditori.

³²⁶ M. SAGLIOCCA, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024

³²⁷ V. Art. 2437-*bis* comma 2 c.c. (Termini e modalità di esercizio): Il recesso non può essere esercitato e, se già esercitato, è privo di efficacia, se, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società

³²⁸ Cfr. C. BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 305: “La facoltà di revocare la delibera assembleare che ha originato il recesso è volta a tutelare l'integrità del patrimonio della società al fine sia della conservazione generica dei creditori sociali, che della capacità produttiva dell'impresa sociale”.

Questo meccanismo mira a salvaguardare la garanzia generica dei creditori sociali, l'equilibrio patrimoniale e la capacità produttiva dell'impresa.

Nel caso specifico di un'operazione di *delisting* puro, la facoltà di revoca della delibera ha un impatto significativo sull'efficacia dell'operazione stessa. Se si ammette che l'emittente possa revocare la delibera di *delisting* entro novanta giorni, ne consegue che l'efficacia della cessazione della quotazione deve intendersi sospensivamente condizionata alla mancata adozione della revoca fino allo spirare del termine di legge.

Un'importante questione interpretativa sollevata dalla norma è relativa al momento esatto dal quale far decorrere il termine di novanta giorni, data la rilevanza pratica delle conseguenze. Una tesi sicuramente più protettiva nei confronti del socio, ancora la decorrenza del termine al momento del concreto esercizio del recesso³²⁹.

Tuttavia, in presenza di una pluralità di recessi, questa tesi condurrebbe il termine a decorrenza dalla prima dichiarazione, introducendo un notevole margine di incertezza per la società emittente.

Al contrario, al fine di garantire maggiore certezza nei rapporti giuridico-patrimoniali e di consentire alla società una valutazione completa e aggregata dell'impatto dei recessi, si ritiene preferibile far decorrere il termine dalla data ultima in cui il diritto di recesso poteva essere esercitato. Questo *dies a quo* è fisso e certo, indipendentemente dal numero dei soci recedenti e dalla sequenza temporale delle loro dichiarazioni.

³²⁹ Cfr. D. GALLETI, Commento sub artt. 2437-2437-sexies, cit., 1635; A. PACIELLO, Commento sub art. 2437, cit., 1119. Parte della dottrina, ponendosi in una prospettiva di tutela degli interessi di chi esercita il diritto di recesso, ha considerato che il termine di novanta giorni decorre dal concreto esercizio del diritto di recesso (202). Tale chiave di lettura, tuttavia, comporta che, in presenza di una pluralità di recessi — ipotesi frequente in società ad ampia base azionaria — il termine dovrà considerarsi decorrere dalla prima comunicazione di dichiarazione di recesso. In questo modo M. STELLA RICHTER JR, A. PONTECORVI, *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, cit., 113. Conforme, V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 246 s. Altri, al contrario, hanno ritenuto, in considerazione della ratio dell'art. 2437-bis, comma 3, c.c. “*e nella prospettiva di consentire di mantenere l'investimento alla destinazione produttiva (ben si intenda, alle pristina condizioni di rischio)*» che il predetto termine decorre dalla data ultima nella quale il diritto di exit poteva essere esercitato, indipendentemente dal fatto che da uno o più soci lo sia stato anche prima. Tale soluzione presenterebbe inoltre il vantaggio di una maggiore linearità e certezza, potendo prescindere dalla ricostruzione in fatto del momento in cui sia realizzata la eventuale prima comunicazione di voler uscire dalla società”.

In conclusione, l'analisi delle diverse fasi procedurali dimostra che nella sua configurazione normativa attuale, il recesso ha perso la sua natura di evento societario straordinario intrinsecamente pericoloso per l'integrità patrimoniale e gli interessi dei creditori.

La tutela di queste istanze non è più affidata a una limitazione delle cause di recesso ma è garantita dalla maggiore profondità della disciplina del procedimento di liquidazione e con l'introduzione di criteri di valutazione improntati alla prudenza.

4. Il *delisting* nei sistemi giuridici esteri

Al di fuori del contesto italiano, il dibattito sul *delisting* è stato affrontato all'interno di diversi ordinamenti, tra cui quello del Regno Unito e della Francia.

L'esperienza britannica, tradizionalmente basata su un approccio molto flessibile e disposto a lasciare ampio margine di manovra all'autorità di vigilanza e al gestore del mercato (e in parte agli emittenti stessi), dà prova di un approccio che mette in risalto la centralità del *delisting* volontario puro, ritenuto nettamente prevalente rispetto alle altre fattispecie.

Nel Regno Unito, il *delisting* si caratterizza per la marcata valorizzazione del ruolo degli azionisti, incluse le minoranze, che potranno esercitare il proprio diritto di voce in tutti i casi in cui l'emittente cerchi di ottenere la cancellazione dalle negoziazioni. Questo ultimo aspetto rappresenta il principale punto di contatto tra l'esperienza d'oltremania e quella italiana che invece ruota attorno alla decisione assembleare dei soci.

Dall'altro lato, l'ordinamento francese, il cui impianto normativo si avvicina molto di più a quello italiano, rispetto a quello inglese, merita di essere attenzionato per i particolari rimedi approntati in materia di *delisting* volontario e anche per la particolare flessibilità che lo caratterizza e, infine per la peculiare attenzione che viene riposta alle ipotesi di *downlisting*, disciplinato entro certi limiti, in modo flessibile.

Pur prendendo in considerazione i punti di contatto tra la disciplina francese e quella italiana, il raffronto tra i due ordinamenti è utile per evidenziare come alcuni strumenti "negletti" per il legislatore italiano possano rappresentare delle soluzioni pratiche efficienti e rilevanti.

Dall'analisi di queste esperienze sarà possibile comprendere la *ratio* che ha dato vita all'evoluzione del dibattito sul tema della revoca della quotazione anche nel diritto nazionale e, conseguentemente, trarre utili spunti affinché vi possa essere una utile evoluzione della disciplina.

Su queste basi, seguirà una trattazione, seppur sintetica, delle varie forme di *delisting* apprestate nei diversi contesti nazionali.

4.1. Il *delisting* nel sistema britannico

Nell'ordinamento britannico, la fattispecie di *delisting* è caratterizzata da una disciplina più flessibile rispetto a quella conosciuta nell'ordinamento non solo italiano ma anche francese ³³⁰.

L'apparato normativo previsto in materia di quotazione si basa sulle competenze dell'autorità di vigilanza, la *Financial Conduct Authority* (FCA), la quale è dotata di poteri regolamentari molto più estesi rispetto a quelli tipicamente rinvenibili nell'Europa continentale.

³³⁰ Il quadro normativo britannico in materia di listing e *delisting* è in fase di revisione. In particolare, oggetto di consultazione è il corpus normativo predisposto dall'autorità di vigilanza, le c.dd. Listing Rules (su cui più nel dettaglio infra), che confluiranno in una nuova sede, denominata UK Listing Rules Sourcebook. L'autorità prevede di "spostare" la maggior parte delle disposizioni all'interno del novo corpus, mantenendole, per quello che attiene agli sviluppi della disciplina analizzata in questa sede, sostanzialmente invariate. La stessa autorità di vigilanza, nel documento di pubblica consultazione ha espressamente statuito: "*cancellation and transfer of listing at the request of the issuer are proposed to remain matters requiring prior shareholder approval by the holders of the shares of the listed commercial companies' category. Enhanced voting rights would not be exercisable*". Cfr. FCA, Consultation Paper CP23/31-Primary Markets Effectiveness Review: Ciononostante, tra le principali direttrici della riforma è prevista la cancellazione della distinzione tra il segmento premium e il segmento standard del London Stock Exchange, a cui seguirà, inevitabilmente, l'eliminazione progressiva delle distinzioni delle tutele attuali anche con riferimento al *delisting*. Come espressamente statuito dall'autorità di vigilanza, con riferimento a questo specifico punto: « We have broadly maintained the approach set out in CP23/10 of removing our current premium' and 'standard' listing segments and designing a new 'commercial companies' category for equity share listings. We have carefully calibrated the proposed commercial companies' category to balance flexibility and accessibility for issuers, with appropriate disclosure and safeguards to preserve market integrity and support investors' decisionmaking both at initial public offering (IPO) and once listed [...]», Cfr. FCA, Consultation Paper CP23/31, cit., paragrafo 1.3. Tra le principali novità in materia di « cancellation » si sottolineano, poi, quelle previste (nell'attuale proposta) con riferimento ai reverse takeover e alla cancellazione a seguito di sospensione per periodi di tempo maggiori di sei mesi (su entrambe, ancora una volta, si rimanda alla trattazione proposta infra): in ambo i casi, l'obiettivo dell'autorità è quello di attenuare l'approccio particolarmente severo sinora mantenuto, facendo sì che la cancellazione possa non essere disposta in tutti i casi in cui, valutate le circostanze del caso, essa non si renda necessaria (FCA, Consultation Paper CP23/31, cit., paragrafi 15.8 e 15.11).

Il quadro normativo di riferimento che definisce quali debbano essere le attribuzioni, i doveri e i limiti dell'operato della FCA è dettato dal *Financial services and Markets Act* (FSMA), entrato in vigore negli anni 2000 e affiancato successivamente dal *Financial Services Act* del 2012 e dal *Financial Services Act* 2021³³¹.

La sezione 137A del *Financial and Services Markets Act* prevede espressamente una delega di competenze regolamentari all'autorità la quale, in virtù degli obiettivi essenziali, è dotata della facoltà di dettare norme cogenti per gli operatori del mercato.

Ciò che assume rilievo, ai fini della disciplina del *delisting*, sono gli obiettivi che l'autorità è chiamata a perseguire, i quali possono essere suddivisi in due categorie: da un lato, il corretto funzionamento del sistema dei mercati; dall'altro, una serie di obiettivi di carattere operativo, riconducibili alla protezione dei consumatori nonché alla tutela dell'integrità dei mercati e della concorrenza.

In primo luogo, per quanto riguarda gli obiettivi di carattere operativo, il FSMA si sofferma sulla tutela dei consumatori, stabilendo una serie di fattori che l'autorità di vigilanza deve tenere in considerazione. Tra questi vi sono il dovere di valutare e soppesare correttamente i diversi livelli di rischio che riguardano le diverse tipologie di operazioni finanziarie, i diversi livelli di esperienza e professionalità dei consumatori e le diverse esigenze informative che i consumatori possono avere a seconda dei casi e in base al proprio grado di esperienza e professionalità³³².

³³¹ A ciò si deve aggiungere che, nel 2023 è stato emanato un provvedimento integrativo dell'FSMA, noto come *Financial Services and Markets Act 2023*. L'impatto di tale provvedimento sulla disciplina del listing e *delisting* è tuttavia limitato (su tutti, si veda quanto disposto dalle sezioni 41, con riferimento a Listing Authority Advisory Panel). Pertanto, ove nel corso della trattazione si faccia riferimento a "Financial Services and Markets Act" ovvero a "FSMA", si dovrà intendere richiamato solamente il *Financial Services and Markets Act 2000*.

³³² Il FSMA, sezione 1C, prevede che: "*The consumer protection objective is: securing an appropriate degree of protection for consumers. In considering what degree of protection for consumers may be appropriate, the FA must have regard to: the differing degrees of risk involved in different kinds of investment or other transaction; the differing degrees of experience and expertise that different consumers may have; (c) the needs that consumers may have for the timely provision of information and advice that is accurate and fit for purpose; (d) the general principle that consumers should take responsibility for their decisions; (e) the general principle that those providing regulated financial services should be expected to provide consumers with a level of care that is appropriate having regard to the degree of risk involved in relation to the investment or other transaction and the capabilities of the consumers in question; (f) the differing expectations that consumers may have in relation to different kinds of investment or other transaction; (g) [omissis] (b) any information which the scheme operator of the ombudsman scheme has provided to the FCA pursuant to section 232A*".

Il secondo obiettivo è quello di proteggere e aumentare l'integrità dei mercati e del sistema finanziario del Regno Unito. Il concetto dell'integrità – nell'intenzione del legislatore britannico – ricomprende la stabilità, la funzionalità e resilienza, nonché la lotta verso gli abusi di mercato e ai reati finanziari.

Infine, il terzo e ultimo obiettivo è quello inerente alla tutela della concorrenza. Esso viene declinato nella sezione 1E dell'FSMA nei termini di una garanzia per i consumatori, che dovranno vedere soddisfatte le proprie esigenze di accesso ai servizi finanziari e, in particolare alle informazioni necessarie per poter compiere scelte informate³³³.

Dall'analisi degli obiettivi che vengono posti dal legislatore si evince come l'attenzione sia rivolta verso i consumatori favorendo al contempo lo sviluppo dei mercati e della concorrenza al fine di garantire la costante crescita del sistema finanziario nazionale.

Nel quadro normativo del Regno Unito, la Parte IV dell'FSMA istituisce un regime di accesso al mercato che si fonda sulla distinzione tra quotazione – *listing* – e negoziazione – *trading* – conferendo alla FCA un ruolo di vigilanza primario e fortemente discrezionale. La centralità dell'autorità, sancita dalla possibilità di stabilire a sua discrezione i limiti per l'ammissione alla *official list* (come espresso dalla clausola “*as it considers appropriate*”), è sintomatica di un sistema incentrato sul potere regolamentare della FCA – attraverso la *Listing Rules* –, per il bilanciamento degli interessi da tutelare³³⁴.

Tuttavia, il processo è completato da un secondo livello di controllo demandato al gestore del mercato, il London Stock Exchange (LSE), il quale detiene l'autonoma e assoluta discrezionalità di rifiutare l'ammissione alla negoziazione di

³³³ Cfr. FSMA, sezione 1E, che testualmente recita: “*The competition objective is: promoting effective competition in the interests of consumers in the markets for - (a) regulated financial services, or (b) services provided by a recognised investment exchange in carrying on regulated activities in respect of which it is by virtue of section 285(2) exempt from the general prohibition*”.

³³⁴ L'approccio adottato dal legislatore dell'FSMA, se guardato dalla prospettiva della autorità di vigilanza, può essere definito “*bottom up*”, in quanto non pone dei limiti alla discrezionalità dell'autorità di negare l'ammissione, limitandosi a prevedere solamente i termini minimi oltre i quali l'ammissione non è possibile a prescindere: al di fuori di questi casi, l'autorità avrà pieni poteri di negare l'ammissione alla quotazione. Il FSMA, sezione 75, no. (4), dà un'ulteriore indicazione di tale approccio, chiarendo ulteriormente che “*The FCA may not grant an application for listing unless it is satisfied that (a) the requirements of listing rules (so far as they apply to the application), and (b) any other requirements imposed by the FCA in relation to the application, are complied with*”.

titoli già quotato qualora l'operazione possa compromettere l'ordinaria operatività o integrità dei suoi mercati.

Questo doppio binario autorizzativo garantisce un meccanismo di *gatekeeping* che opera in sequenza, massimizzando la tutela del mercato attraverso la combinazione della vigilanza preventiva (FCA) e del controllo operativo (LSE).

Il sistema britannico di regolamentazione non prevede soltanto la distinzione tra l'autorizzazione alla quotazione (*listing*) e quella alla negoziazione (*trading*) ma anche tra i segmenti del mercato regolamentato, separando in modo drastico il segmento ordinario da quello premium³³⁵. Questa segmentazione non è meramente nominale: essa comporta l'applicazione di requisiti più stringenti per gli emittenti *premium*, come evidenziato dalla LR6 del FCA *Handbook* e dalla specifica adozione dei Premium Listing Principles (LR 7:2), garantendo un elevato standard di governance e protezione.

Sul versante opposto, relativamente all'uscita dal mercato, il sistema ha delineato un meccanismo di *delisting* forzoso che riflette la dualità di vigilanza.

La FCA (in qualità di UK Listing Authority) può disporre la cancellazione della quotazione qualora subentrino “circostanze speciali che precludono la normale regolarità delle negoziazioni”, includendo ipotesi specifiche tra cui: la riduzione del flottante sotto il 10% o la sospensione oltre i sei mesi (LR 5.2.2), nonché nelle ipotesi di reverse takeover che vedano come protagonista l'emittente³³⁶.

Contestualmente, il London Stock Exchange, in date circostanze specifiche, detiene il potere di disporre l'esclusione dalle negoziazioni, tipicamente dopo una sospensione prolungata.

³³⁵ FCA, *Handbook*, cit, Sezione LR 1.5 (denominata *Standard and Premium Listing*). Come anticipato è in corso una consultazione per la riforma delle regole sulla quotazione che prevederà la cancellazione di tale distinzione e l'applicazione di un corpo di regole uniformi a tutti gli emittenti.

³³⁶ Definito, ai sensi del FCA *Handbook*, cit., sezione LR 5.6.4, nei seguenti termini: “*A reverse takeover is a transaction, whether effected by way of a direct acquisition by the issuer or a subsidiary, an acquisition by a new holding company of the issuer or otherwise, of a business, a company or assets: (1) where any percentage ratio is 100% or more; or (2) which in substance results in a fundamental change in the business or in a change in board or voting control of the issuer. When calculating the percentage ratio, the issuer must apply the class tests and LR 10.2.10R (Aggregating transactions)*”. Si ricordi che, la disciplina del reverse takeover nel più ampio ambito del *delisting* sarà uno dei (pochi) profili che verosimilmente verrà interessato da cambiamenti sostanziali una volta definito il testo di riforma delle Listing Rules. (Si rimanda, ancora una volta, al testo della bozza attualmente disponibile; cfr. UKLR Instrument 2024)

Nonostante tale struttura di controllo, il *delisting* involontario costituisce un rimedio residuale nell'ordinamento, pensato per situazioni di non conformità estrema. Questa marginalità è dovuta al fatto che l'ampio ventaglio di ipotesi di *delisting* volontario previste nel sistema copre la maggior parte delle esigenze di privatizzazione o riorganizzazione societaria, limitando l'intervento coercitivo delle autorità ai soli casi patologici.

La tradizionale ripartizione tra *delisting* volontario indiretto e *delisting* volontario puro, che si fonda sulla riconducibilità della prima categoria a operazioni di diritto societario e della seconda alla mera richiesta di cancellazione dell'emittente, non trova un puntuale riflesso nel contesto britannico, nel quale si registra una tendenziale commistione tra i piani del diritto finanziario e del diritto societario *tout court*.

L'ordinamento britannico distingue le *private companies* (società chiuse) e le *public companies*, tipicamente caratterizzate da un azionariato più o meno diffuso ma, non prevede una distinzione altrettanto marcata con riferimento alle regole che possono essere applicate alle *public companies* quotate e alle *public companies* non quotate – come avviene nell'ordinamento italiano –.

A ciò si deve aggiungere che il diritto societario britannico si caratterizza per un approccio minimale, demandando all'autonomia statutaria molte delle regole di funzionamento della società, che potranno organizzarsi nel modo più pertinente rispetto al loro operare e all'oggetto sociale prescelto³³⁷.

Dall'insieme di questi elementi si può confermare l'approccio liberale, fiducioso e ottimista da parte del legislatore britannico rispetto alla capacità del mercato di trovare un equilibrio ottimale entro i limiti previsti espressamente.

In coerenza con tale filosofia, appare logico che la FCA, nell'attuare le deleghe conferitele, abbia privilegiato e favorito le fattispecie di *delisting* volontario, in particolare nella sua forma “pura”.

³³⁷ A conferma di ciò, le stesse Listing Rules — formalmente attinenti a quotazione e disciplina degli emittenti quotati — integrano poi solo parzialmente il quadro normativo con talune disposizioni di natura più propriamente societaria (e.g. attinenti alla governance), in un corpus che tuttavia è pensato per trovare applicazione anche a società straniere, a condizione che siano quotate sul LSE. Da ciò si evince ancora una volta come il sistema britannico prediliga un approccio tendenzialmente flessibile, basato su di una cornice normativa essenziale, di volta in volta integrata dall'autorità di vigilanza (ovvero direttamente dagli emittenti in sede statutaria).

Questa scelta si giustifica non solo per l'evidente flessibilità operativa che tale meccanismo offre agli emittenti, ma anche perché essa rappresenta la formula più idonea a realizzare un bilanciamento ottimale ed efficiente tra la salvaguardia dell'investitore-consumatore e la necessità di sostenere le esigenze macroeconomiche di sviluppo dei mercati, di creazione di valore aziendale nel lungo termine e di stimolo all'innovazione.

L'enfasi sulle fattispecie di *delisting* volontario puro riflette un impegno a minimizzare gli oneri regolamentari non strettamente necessari, promuovendo al contempo la vitalità e l'attrattività della piazza finanziaria di Londra.

Il *delisting* volontario attuato in via indiretta si realizza ordinariamente in conseguenza di operazioni straordinarie che comportano la perdita dei requisiti essenziali ai fini della permanenza delle azioni sul mercato e, nel contesto britannico, per l'iscrizione nell'*official list*.

Questa fattispecie viene disciplinata nel *Companies Act* 2006, il quale interviene in particolare sulle ipotesi di trasformazione societaria che determinano l'abbandono della forma di *public companies*, rendendo impossibile per l'emittente mantenere lo status di società quotata³³⁸.

Una seconda e fondamentale ipotesi di *delisting* volontario indiretto trova la sua base nelle disposizioni generali sulle offerte pubbliche di acquisto, come definito dal medesimo *Companies Act* 2006 e dalle norme di dettaglio contenute nel *Listing Rules*. In tal contesto, si attivano i meccanismi di *sell-out* e di *squeeze-out* a tutela delle minoranze.

³³⁸ Per una completa disamina dei requisiti, *Companies Act* 2006, sezione n.98, n (1) ultimo capoverso: la trasformazione deve essere adottata con una apposita delibera "speciale" ("special resolution") dei soci che rappresentino almeno il 75% del capitale votante e non deve essere opposta dai soci dissenzienti (*rectius*, da tutti coloro che non abbiano votato a favore né prestato il proprio consenso) che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale. L'opposizione avanzata dalle minoranze comporta l'intervento dell'autorità giudiziaria, consistendo in una sorta di ricorso da effettuarsi dinanzi ad essa nei 28 giorni successivi alla adozione della delibera. Tra i poteri attribuiti all'autorità giudiziaria chiamata a decidere sull'opposizione, a ulteriore garanzia delle minoranze, il legislatore del *Companies Act* 2006 ha previsto che l'autorità giudiziaria possa imporre alla società l'acquisto delle azioni delle minoranze che hanno opposto la delibera, con successive riduzioni del capitale sociale. Il legislatore del *Companies Act* 2006 — che, a differenza dell'autorità di vigilanza, non è vincolato al perseguimento di diversi obiettivi di tutela dei mercati — prevede così una forma di protezione onnicomprensiva delle minoranze, che non solo saranno avvantaggiate dalla necessità di una super maggioranza per l'approvazione della delibera, ma potranno anche trovare una via di uscita agevole laddove impugnino la delibera.

Queste norme si applicano specificatamente nell'ambito di un *takeover*, il quale, ai fini della presente analisi, può essere concettualmente inquadrato come un'offerta pubblica totalitaria che coinvolge tutte le categorie di titoli non ancora detenute dall'offerente ed è promossa a condizioni uniformi.

Per quanto attiene allo *squeeze-out* (acquisto coattivo della minoranza) diviene esercitabile una volta che l'acquirente abbia superato la soglia del 90% del capitale sociale (o dei diritti di voto, se votanti). L'offerta coattiva viene comunicata agli azionisti che non hanno aderito all'offerta.

Infine, in piena tutela della minoranza, l'adeguatezza del prezzo offerto può essere contestata da uno o più azionisti, al fine di ottenere una dichiarazione di inefficacia dell'acquisto e una revisione equitativa dei termini dell'offerta.

Con riferimento al contrapposto diritto del *sell-out*, riconosciuto alle minoranze, la soglia di capitale è la medesima, potendo la richiesta essere inviata da coloro che non hanno aderito all'offerta tutte le volte in cui l'acquirente riesca a raggiungere la soglia del 90%³³⁹.

Quanto alla determinazione del prezzo, che dovrà essere pari a quello offerto in sede di *takeover bid*, la sezione 986 del *Companies Act* 2006 prevede la possibilità di proporre un'apposita domanda all'autorità giudiziaria, tanto nelle ipotesi di *squeeze-out* quanto nelle ipotesi di *sell-out*, al fine di ottenere l'*enforcement* della relativa pretesa, nonché ove rilevante, un *restatement* del prezzo, che potrà essere eventualmente superiore a quello dell'offerta, ma mai inferiore a quest'ultimo³⁴⁰.

Per le società ad oggi quotate sul segmento *premium*, il quadro in materia di offerte pubbliche di acquisto si completa con una serie di requisiti più stringenti rispetto a quelli previsti nel *Listing Rules*.

In tale senso, viene compiuta una differenza tra le ipotesi in cui l'offerente sia interessato ad ottenere il 50% o meno dei diritti di voto, rispetto a quelle in cui l'offerente, al contrario, vorrebbe ottenere più del 50% dei diritti di voto.

³⁴⁰ Cfr. *Companies Act* 2006, sezione 986, no. (3), ove: « (a) the court may not require consideration of a higher value than that specified in the terms of the offer ("the offer value") to be given for the shares to which the application relates unless the holder of the shares shows that the offer value would be unfair; (b) the court may not require consideration of a lower value than the offer value to be given for the shares».

In ambedue i casi le regole in materia di *cancellation at issuers' request* – che nel sistema del Regno Unito rappresenta la regola e non, come negli altri casi, l'eccezione – cedono il posto ad un diverso regime.

Quando l'offerente miri al raggiungimento di una determinata percentuale – pari al 50% del capitale (votante) – ma, mediante offerta pubblica di acquisto, ottiene il 75% del capitale votante, al fine di ottenere il *delisting*, dovrà indicare nel documento di offerta o, in qualsiasi altro circolare successivamente inviato agli azionisti, un termine non inferiore a 20 giorni lavorativi allo spirare del quale la cancellazione sarà efficace.

In ipotesi opposta – quando l'offerente miri al raggiungimento di una percentuale superiore al 50% del capitale votante – si aggiunge la necessità di ottenere in via preventiva l'approvazione della maggioranza dei voti esercitabili da tutti gli azionisti indipendenti alla data in cui è stata annunciata l'offerta di acquisto.

Le *Listing Rules* vanno a rafforzare la tutela delle minoranze in tutte le ipotesi di *takeover* che interessi le società quotate sul segmento *premium*, completando la disciplina prevista per le *public companies* nel *Companies Act* 2006 e andando ad ufficializzare lo stretto rapporto sussistente tra il *delisting* e le offerte pubbliche di acquisto, anche in presenza di soglie nettamente inferiori rispetto a quelle del 90% o del 95%.

L'abbassamento di tali soglie mostra, ancora una volta, come l'approccio dell'ordinamento britannico sia molto più flessibile rispetto ad altri ordinamenti, tra cui quello italiano³⁴¹.

A rivestire un ruolo centrale nell'ordinamento britannico è la diversa ipotesi di *delisting* volontario diretto (o puro). Esso si basa sull'adozione da parte dei soci di una delibera volta direttamente al ritiro delle azioni dalla official list.

Nel contesto britannico, il *delisting* puro trova la propria realizzazione in tutti i casi in cui l'emittente perda lo *status* di *publicly traded company* senza ricorrere alla trasformazione della società in privata.

³⁴¹ M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024, A sostegno di ciò: La FCA — nel bilanciare l'interesse degli investitori-consumatori e quello dell'emittente e del mercato nella sua interezza — ha infatti costruito una norma capace di fornire simultaneamente risposta alle esigenze imprenditoriali dell'emittente a liberarsi dalla quotazione, fornendo tuttavia al contempo agli azionisti di minoranza un termine per esercitare il proprio exit e/o, a seconda dei casi, un diritto di voice particolarmente rilevante.

La disciplina dettata dall'autorità di vigilanza, coerentemente con l'esigenza di bilanciare i diversi interessi e le diverse esigenze di tutela che tipicamente orientano l'attività, prevede una distinzione tra la disciplina che deve essere applicata nei confronti delle società quotate nel segmento standard rispetto a quelle quotate nel segmento *premium*³⁴².

Nel prevedere la possibilità per un emittente di vedere cancellati i propri titoli dalla official list, la sezione LR 5.2.4, richiede soltanto che venga avanzata una semplice richiesta al verificarsi delle circostanze previste dalle rispettive successive sezioni tra cui LR 5.2.5 e la LR 5.2.11 CR (che prevedono i presupposti sostanziali che giustificano la proposizione della domanda) e che siano rispettati i requisiti di cui alla sezione LR 5.3 (che disciplina i presupposti formali che la richiesta deve avere).

Partendo dalle società che sono quotate sul segmento standard, le *Listing Rules* prevedono un termine di 20 giorni di preavviso che l'emittente dovrà dare agli azionisti, senza che sia necessaria un'approvazione da parte degli stessi. Ciò tradisce una evidente prevalenza dell'interesse dell'emittente a rinunciare alla quotazione dato la non sussistenza in capo ai soci di minoranza né di un diritto di veto o approvazione, né un diritto di recesso azionabile nella ipotesi remota in cui gli stessi decidano di aderire alla decisione di procedere alla cancellazione della quotazione.

In senso contrario appare la disciplina che viene applicata alle società quotate nel segmento premium, in quanto la *Listing Rules*, prevede che alle minoranze sia riservata la facoltà di bloccare il processo mediante l'esercizio del diritto di voto.

A conferma di ciò è la previsione che impone una preventiva decisione in sede assembleare, da adottarsi con il voto favorevole di una maggioranza rappresentativa del 75% degli aventi diritto di voto.

Inoltre, sempre con l'evidente finalità di garantire una protezione verso le minoranze, la norma prevede un presidio ulteriore in presenza di un azionista di controllo (i.e. tipicamente un azionista che detenga, individualmente o di concerto,

³⁴² Tale distinzione verrà meno a seguito della modifica apportata alla Listing Rules

una percentuale superiore al 30% dei diritti di voto in assemblea³⁴³), essendo richiesto il voto favorevole anche della maggioranza degli azionisti “indipendenti”.

Oltre alla decisione assembleare, è necessario l’invio di una circolare condivisa per l’approvazione dell’autorità di vigilanza prima della pubblicazione, con cui l’emittente comunica il giorno di efficacia del *delisting*, che non può essere inferiore a 20 giorni lavorativi dalla data di approvazione in assemblea della delibera che lo autorizza³⁴⁴.

A completamento della trattazione del tema del *delisting* nell’ordinamento britannico, merita di essere menzionata la particolare disciplina dedicata alle migrazioni tra i diversi segmenti del mercato regolamentato e tra mercato regolamentato e non regolamentato.

³⁴³ In proposito, si rinvia alla definizione completa di “*controlling shareholder*” ai sensi del FCA Handbook per l’individuazione di ulteriori ipotesi in cui uno o più azionisti maggioritari possono definirsi di maggioranza.

La definizione contenuta nel glossario incorporato nel FCA Handbook prevede letteralmente quanto segue: «*any person who exercises or controls on their own or together with any person with whom they are acting in concert, 30% or more of the votes able to be cast on all or substantially all matters at general meetings of the company. For the purposes of calculating voting rights, the following voting rights are to be disregarded: (1) any voting rights which such a person exercises (or controls the exercise of independently in its capacity as: bare trustee, investment manager, collective investment undertaking or a long-term insurer in respect of its linked long-term business if no associate of that person interferes by giving direct or indirect instructions, or in any other way, in the exercise of such voting rights (except to the extent any such person confers or collaborates with such an associate which also acts in its capacity as investment manager, collective investment undertaking or long-term insurer); or (2) any voting rights which a person may hold (or control the exercise of solely in relation to the direct performance, by way of business, of: (a) underwriting the issue or sale of securities; or (b) placing securities, where the person provides a firm commitment to acquire any securities which it does not place; or (c) acquiring securities from existing shareholders or the issuer pursuant to an agreement to procure third-party purchases of securities; and where the conditions below are satisfied: (i) the activities set out in (2)(a) to (c) are performed in the ordinary course of business; (ii) the securities to which the voting rights attach are held for a consecutive period of 5 trading days or less, beginning with the first trading day on which the securities are held; (iii) the voting rights are not exercised within the period the securities are held; and (iv) no attempt is made directly or indirectly by the person to intervene in (or attempt to intervene in) or exert (or attempt to exert) influence on the management of the issuer within the period the securities are held*”.

³⁴⁴ Si rimanda a FCA, FCA Handbook, sezione LR 5.2.7, per una disamina dei casi di esenzione: sono date in alcuni casi, in cui l’emittente pubblicamente (i.e. mediante comunicazione a un Regulatory Information Service) informa di trovarsi in una situazione di imminente insolvenza, ovvero che è in corso una operazione di ristrutturazione necessaria a garantire la sopravvivenza dell’emittente, e dà spiegazione al mercato circa le ragioni per le quali il *delisting* è fondamentale per perseguire il migliore interesse di azionisti e stakeholders della società in genere e sul perché non è stata richiesta la preventiva approvazione da parte degli azionisti.

Nella prima ipotesi, il diverso grado di tutela previsto per il segmento premium e per il segmento standard ha comportato la definizione di una procedura ad *hoc*, che governa il passaggio dal primo al secondo trattandolo come un fenomeno di *delisting*.

Se infatti la procedura di trasferimento da un segmento ad un altro del LSE richiede normalmente l'adempimento di un mero obbligo di preventiva notifica all'autorità di vigilanza – il quale deve contenere brevemente una spiegazione delle motivazioni sottese alla migrazione e i tempi previsti per l'adempimento dei relativi passaggi –, in altri casi – tipicamente nelle ipotesi di passaggio dal segmento *premium* a quello standard – diviene necessaria una preventiva decisione da parte dell'assemblea di soci, la quale deve approvarla con la maggioranza del 75% dei diritti di voto e dalla maggioranza degli azionisti indipendenti.

D'altra parte, l'ipotesi di migrazione dal *main market* (mercato regolamentato) ad un sistema multilaterale di negoziazione è trattata invece come una *cancellation at issuers' request*, con applicazione delle norme esaminate in precedenza, a cui si aggiungerà la necessità di rispettare i requisiti previsti dall'apposito regolamento che disciplina il sistema multilaterale di negoziazione.

4.2. Il *delisting* nel sistema francese

La disciplina dei mercati nel sistema francese, e con essa la materia del *delisting*, originariamente rientrava nell'ambito del diritto pubblico.

A seguito del recepimento della MiFiD II – 2014/65/EU – si è assistito ad una progressiva migrazione verso il diritto privato³⁴⁵.

Conseguentemente, l'organizzazione dei mercati in Francia è stata demandata ad uno specifico gestore, sotto la vigilanza dell'autorità amministrativa, l'*Autorité des Marchés Financiers (AMF)*.

³⁴⁵ Tale approccio ruotava intorno al ruolo della autorità di vigilanza, la quale aveva i necessari poteri di ammettere ed escludere un titolo dalle negoziazioni. L'impianto normativo si reggeva infatti sulla Loi n. 96-597, il cui art. 42 prevedeva al comma II-1°, quanto all'ammissione, che «*L'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé est décidée par l'entreprise de marché, sous réserve du droit d'opposition de la Commission des opérations de bourse*», per poi specificare al comma II-3°, quanto alla esclusione, «*La radiation d'un instrument financier est décidée par l'entreprise de marché, sous réserve du droit d'opposition de la Commission des opérations de bourse*».

Competente a deliberare la revoca delle negoziazioni sarà un ente di diritto privato che provvederà a interrompere il rapporto di natura contrattuale³⁴⁶.

Il centro della disciplina è rappresentato dalle ipotesi di *delisting* volontario.

L'ordinamento francese riserva un ampio spazio a questo fenomeno, soprattutto, nei confronti delle fattispecie di *delisting* indiretto, poiché, come si avrà modo di vedere, lo stesso non disciplina un'ipotesi di *delisting* puro.

Uno dei tratti caratteristici dell'ordinamento francese consiste nella applicabilità delle norme in materia di *delisting* anche con riferimento alle sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati e al trattamento tendenzialmente “liberale” che viene apprestato dall'ordinamento alle migrazioni dall'uno all'altro sistema.

La disciplina previgente delle ipotesi di *delisting*, prevedeva che tale prerogativa fosse di competenza della precedente autorità competente in materia di mercati ed emittenti – *Commission des Opérations de Bourse* – mentre, ad oggi, viene disposto con provvedimento da parte del gestore del mercato che lo emetterà in tutte le ipotesi in cui sia venuto meno il presupposto per la prosecuzione delle negoziazioni (tipicamente, l'esaurimento del flottante).

La disciplina adottata dal legislatore francese ricalca quella della MiFiD II, ai sensi della quale, fatte salve le diverse ipotesi in cui il provvedimento venga adottato su richiesta dell'autorità di vigilanza, il gestore del mercato può “sospendere o escludere dalla negoziazione gli strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole del mercato regolamentato, a meno che tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno significativo agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinario del mercato”.

³⁴⁶ La natura contrattuale del rapporto non va esente da critiche. Non diversamente da quanto avvenuto nel contesto italiano, infatti, anche la dottrina francese si è posta il problema di identificare correttamente la fattispecie, che inevitabilmente presenta degli elementi di carattere pubblicistico fattispecie. Tra gli argomenti principali sollevati in dottrina è proprio il coinvolgimento dell'autorità di vigilanza tanto in sede di quotazione quanto di revoca della stessa a creare i maggiori dubbi interpretativi, rappresentando una evidente “ingerenza” della sfera pubblicistica in quello che invece dovrebbe essere un rapporto di diritto privato. Si veda in tal senso J. DAIGRE, *Nouvelles régulations économiques*. Revue des Sociétés, in Journal des Sociétés, 2001, fasc.3, p. 617 ss; nonché le argomentazioni affini in M. DE MARI, *Il contratto di quotazione* cit. e Cfr. M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*.

L'art. 420-10 del CMF ha formalmente una portata più ampia in quanto il riferimento ai soli mercati regolamentati è stato sostituito con un termine più generico quale “*règles de la plateforme*”³⁴⁷.

Ciò conferma l'intento del legislatore francese di avvicinare i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione e può essere interpretato come un ulteriore indizio dell'approccio particolarmente flessibile riservato in Francia alle ipotesi di *downlisting*³⁴⁸.

Inoltre, a ulteriore tutela degli interessi del mercato e degli investitori, la cancellazione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario può essere richiesta anche al gestore di una piattaforma di negoziazione dal presidente dell'AMF.

Per quanto attiene agli obblighi informativi specifici verso l'autorità di vigilanza, sorgono quando la cancellazione decisa dal gestore del mercato è motivata dal sospetto di condotte abusive rilevanti ai sensi del Reg. (UE) n.596/2014³⁴⁹. Questi obblighi si applicano anche nel caso in cui l'abuso sia stato segnalato e poi successivamente sanzionato da un'altra autorità di vigilanza europea. In queste situazioni l'autorità dispone la sospensione o l'esclusione dello strumento dalla negoziazione, salvo che ciò risulti contrario alla tutela degli

³⁴⁷ Il *Code Monétaire et Financier*, all'art. L420-10, primo comma, primo capoverso, dispone intatti «*Le gestionnaire d'une plateforme de négociation peut suspendre, pour une durée déterminée, ou radier de la négociation un instrument financier, lorsque cet instrument ou les conditions de sa négociation n'obéissent plus aux règles de la plateforme, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné de la plateforme*». Per quel che rileva ai fini della presente analisi, basti ricordare che le regole del mercato regolamentato Euronext Paris sono contenute nell' Euronext Rule Book - Book II: *Specific rules applicable to the French regulated markets*, e in particolare alle norme di cui al Title 1: Admission to trading of financial instruments. Si noti peraltro che il regolamento del mercato si limita a prevedere, in punto di poteri di revoca conferiti al gestore, che «*Euronext Paris as a market undertaking may decide to delist financial instruments from the list of financial instruments admitted to trading on Euronext Paris*», senza dunque specificare ulteriormente quanto previsto nella normativa di carattere primario.

³⁴⁸ Si pensi al fatto che i sistemi multilaterali di negoziazione sono sempre più regolati in modo simile ai mercati regolamentati. Da ultimo basti avere riguardo alla normativa sugli abusi di mercato, che trova applicazione tanto con riferimento ai titoli quotati su mercati regolamentati, quanto ai titoli negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione (cfr. Regolamento (UE) no. 596/2014, considerando no. 8). Il passaggio dall'uno all'altro, seguendo questa tendenza normativa, sembrerebbe diventare sempre più naturale, sebbene con le dovute cautele, per tutti quegli emittenti che non siano più disposti a sostenere i costi della quotazione sul mercato regolamentato.

³⁴⁹ Il Regolamento (UE) n.596/2014, noto come MAR (Market Abuse Regulation) disciplina gli abusi di mercato nei mercati finanziari dell'Unione Europea, creando un quadro unico e rafforzato per contrastare l'insider trading, la manipolazione del mercato e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, con l'obiettivo di aumentare la trasparenza e proteggere gli investitori, abrogando e sostituendo la precedente Direttiva MAD I.

investitori o possa incidere in modo significativo sul corretto funzionamento del mercato.

Come già rilevato, l'ordinamento francese non conosce una procedura basata su una vera e propria domanda di *delisting*, la maggioranza azionaria può ottenere tale risultato mediante il ricorso all'istituto del *retraite obligatoire*³⁵⁰.

Il *Code Monétaire et Financier*, nel disciplinare tale istituto, ha introdotto una ipotesi di *squeeze-out* nell'ordinamento francese attivabile al sussistere di determinate condizioni.

Il *retraite obligatoire* potrà essere richiesto da parte degli azionisti di maggioranza che, nel contesto di un'offerta pubblica ed entro tre mesi dalla chiusura della stessa, potranno chiedere e, successivamente, ottenere che gli vengano trasferiti i titoli posseduti da una minoranza che detenga meno del 10% del capitale sociale e dei diritti di voto esercitabili, a fronte di un indennizzo.

A seguito della presentazione della richiesta di *squeeze-out* spetta all'AMF valutarne l'idoneità per quanto attiene all'indennizzo nei confronti delle minoranze. Il richiedente, a supporto della propria domanda, e per facilitarne la valutazione da parte dell'autorità, è tenuto ad allegare una stima *ad hoc* o un report di un esperto indipendente ai sensi dell'art. 261-1, del medesimo regolamento generale dell'AMF. In questo secondo caso, la stima dell'esperto avviene conformemente alle istruzioni e raccomandazioni dell'AMF e tiene conto *inter alia* "del valore contabile dell'attività; del corso di borsa della società; delle operazioni significative registrate sui titoli della società oggetto di valutazione; e dei corsi target degli analisti".

³⁵⁰ Invero, il sistema francese conosceva, prima del 2009, anche un'ipotesi di Radiation sur demande de l'Emittent, disciplinata, nei suoi presupposti, dall'allora vigente art. 215-1 del Règlement général de l'AMF, ai sensi del quale: «*Les émetteurs qui ont acquis le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne peuvent quitter ce statut s'ils remplissent les conditions suivantes: 1° Les instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 du Code Monétaire et Financier ne sont pas ou ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé; 2° Les instruments financiers mentionnés au 1° qui ont fait l'objet d'une opération par appel public à l'épargne sont répartis entre moins de 100 personnes; 3° Les instruments financiers mentionnés au 1° n'ont pas fait l'objet d'une opération par appel public à l'épargne dans l'année qui précède ou ont fait l'objet d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire*». Questa norma si basava su di una concezione, ormai superata, di "società facenti ricorso al pubblico risparmio», che era una categoria separata da quella delle società quotate e prevedeva in ogni caso degli oneri particolari in capo alle società interessate. Tale status poteva per l'appunto essere revocato su richiesta dell'emittente laddove gli strumenti non fossero (o non fossero più) negoziati in un mercato regolamentato, laddove fossero distribuiti tra meno di 100 persone e sono stati oggetto di un'offre publique de retrait oppure di una domanda di *retraite obligatoire*.

Tuttavia, vi sono ipotesi in cui la valutazione – da parte della stessa autorità – è esclusa, tra cui a titolo esemplificativo vi rientra quella in cui lo *squeeze-out* comprenda il pagamento in denaro effettuato nel corso dell'offerta pubblica precedente e una delle seguenti condizioni si è verificata: (i) l'offerta è conforme alle disposizioni relative alla procedura “*normal*” prevista per le offerte pubbliche di acquisto nel medesimo regolamento dell'AMF o (ii) lo *squeeze-out* fa seguito ad una offerta pubblica di acquisto per la quale l'AMF ha già disposto la stima *ad hoc* ai sensi dell'articolo L. 433-4 del *Code Monétaire et Financier* o, il report dell'esperto indipendente ai sensi dell'art.261-1 del regolamento dell'AMF.

Ciò detto, la procedura di *squeeze-out*, una volta divenuta efficace la *déclaration de conformité*, si conclude con la revoca delle negoziazioni³⁵¹.

Alla luce della ricostruzione della procedura di ritiro obbligatoria, bisogna fare due considerazioni.

In primo luogo, a differenza di quanto avviene nel sistema italiano, la procedura di *squeeze-out* prevede un particolare coinvolgimento dell'autorità di vigilanza.

In secondo luogo, la determinazione dell'indennizzo, a differenza di quanto avviene nelle ipotesi di offerta pubblica di acquisto, è oggetto di una disciplina analitica che è conseguenza diretta dell'assimilazione dello *squeeze-out* delle minoranze ad una vera e propria espropriazione della loro partecipazione. In Francia ciò assume particolare rilievo data la valenza del concetto di proprietà azionaria che è incompressibile e tutelata di fronte ad abusi o pretese espropriative della maggioranza³⁵².

³⁵¹ Cfr. *Code Monétaire et Financier*, art. L433-4, primo comma. Le norme in esame si applicano anche, per esplicita previsione dell'art. L. 433-5, anche alle società le cui azioni, precedentemente ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato, siano state fatte migrare su di un sistema multilaterale di negoziazione. Ciò implica, nel caso di *downlisting* di cui al successivo 4.4., che le norme in esame, e, più in generale, le norme sulle offerte pubbliche e sul *retraite obligatoire*, troveranno applicazione all'emittente che abbia trasferito le negoziazioni su di un sistema multilaterale di negoziazione, il tutto «*pendant une durée de trois ans à compter de la date à laquelle ces instruments financiers ont cessé d'être admis aux négociations sur un marché réglementé*».

³⁵² Sul punto si rimanda all'analisi e alla definizione di *droit propres*: la teoria dei diritti propri, elaborata in Francia nel XIX secolo, ha senza dubbio perso la sua originaria portata, alla luce dell'ampio sviluppo a cui sono andate incontro le competenze attribuite all'assemblea straordinaria. Del resto, si discute oggi ampiamente di quali diritti possano annoverarsi ancora all'interno di quella categoria. Sul punto, M. GERMAIN nel 1999 faceva già rilevare come “*Certes la loi du 24 juillet 1966 prévoit l'interdiction d'augmenter les engagements des actionnaires ou des associés de société à responsabilité limitée et l'interdiction de principe du changement de nationalité des sociétés par actions. Mais au-delà, l'hésitation est grande: le droit de vote, le droit aux bénéfices, le droit à la cession des titres, le droit de demander la nullité sont-ils des droits propres? En revanche, le droit*

Nell'ordinamento francese, inoltre, alle fattispecie del *retrait obligatoire* si affianca una seconda ipotesi di *delisting* volontario indiretto, azionabile dalla maggioranza, che consiste nel lancio di una *offre publique de retrait*, disciplina nel *Code Monétaire et Financier*.

Questo istituto consiste in un'offerta pubblica di acquisto lanciata con il solo obiettivo di azzerare il flottante e ottenere la cancellazione delle negoziazioni.

L'articolo L. 433-4, CMF prevede tre distinte ipotesi di o.p.r., le quali sono accomunate da un duplice limite di carattere oggettivo: l'emittente dovrà avere la propria sede sociale in Francia e i suoi titoli dovranno essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato europeo (o di un paese appartenente allo spazio economico europeo).

La procedura di o.p.r., ai sensi dell'articolo L. 433-4, I, *Code Monétaire et Financier*, consente all'azionista, o ai più azionisti di concerto, che detenga(no), almeno il 90 % del capitale o dei diritti di voto di una società francese le cui azioni siano negoziate su un mercato regolamentato europeo, di dare avvio ad un'offerta pubblica avente ad oggetto i titoli residuali. La medesima procedura può essere attivata su richiesta della minoranza (c.d. *demand de retrait*), alla quale si riconosce così, al raggiungimento della medesima soglia, la facoltà di imporre alla maggioranza di acquisire i titoli residuali³⁵³.

de rester dans la société et donc de n'être pas exclu est assez généralement considéré comme un droit propre de l'associé" (citazione tratta da *La renonciation aux droits propres des associés: illustrations*, in *Mélanges François Terré*, 1999, Paris, p. 401 ss.). Di recente, sulla portata della categoria nel diritto societario francese, v. A. COURET, *L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2016, n° 07-08, p. 433 ss., ove si rileva come anche il diritto a rimanere socio sia sempre più posto in discussione dalle modifiche apportate al sistema ("*Droit de vote, droit à la cession, droit de rester dans la société, tous ces droits ont été singulièrement fragilisés*").

³⁵³ Ai sensi della menzionata previsione: "*Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants: 1° Lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 90 % du capital ou des droits de vote*". L'attuale formulazione della norma circoscrive lo spazio riservato alla disciplina regolamentare dell'AMF alla sola definizione delle condizioni applicabili, provvedendo a fissare direttamente la soglia funzionale al lancio dell'offerta. Al contrario, la versione previgente si limitava a richiedere che il gruppo di maggioranza detenesse una "*fraction déterminée des droits de vote*", rimettendo poi alla fonte secondaria l'individuazione della soglia. La scelta, pur innalzando il grado di rigidità della disciplina, risponde all'esigenza di assicurare il rispetto del principio di legalità, alla luce degli effetti espropriativi della procedura, là dove all'o.p.r. segue il lancio di una r.o. (v. sul punto, A. PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait*, cit., p. 623 ss.).

La finalità in entrambi i casi è l'abbandono del mercato di quotazione; tuttavia, qualora l'iniziativa provenga dalla minoranza, lo strumento acquista carattere protettivo e va ad aggiungersi alle ulteriori fattispecie di *o.p.r.* previste in relazione a mutamenti statutari deliberati dalla maggioranza ed incidenti sulla possibilità di vendere i titoli a condizioni accettabili.

Il regolamento generale dell'AMF, detta alcune disposizioni di dettaglio con riferimento alla procedura da seguire in questa ipotesi distinguendo i presupposti per la proposizione della *demand de retrait* da parte delle minoranze in possesso di azioni che conferiscono il diritto di voto oppure dell'*o.p.r.* da parte delle maggioranze che superino la soglia rilevante del 90%.

Nel secondo caso, a differenza del primo, l'AMF sarà chiamata a vagliare solamente l'offerta mentre – nel primo – la procedura prevede un duplice controllo da parte della stessa, la quale dovrà, in via preliminare, vagliare la domanda avanzata dalle minoranze e, qualora la stessa venga approvata, vagliare l'offerta che la maggioranza è chiamata a lanciare (obbligatoriamente) per l'acquisto della partecipazione della minoranza richiedente³⁵⁴.

In tal senso, il duplice passaggio previsto per la procedura risulta in linea con la tendenza di limitare il *delisting* quanto più possibile ad ipotesi in cui non vi siano condizioni per la prosecuzione delle negoziazioni, salvaguardando l'interesse generalizzato degli azionisti a rimanere sul mercato³⁵⁵.

La seconda ipotesi riguarda i casi in cui l'emittente sia interessato da un processo di trasformazione della propria forma societaria, finalizzato alla assunzione della forma di società in accomandita per azioni.

Il regolamento generale dell'AMF precisa che la trasformazione deve avvenire dalla forma della *société anonyme* a quella, appunto, di *société en commandite par actions* e che, in tale contesto, il socio (o i soci) che prima detenevano la maggioranza, ovvero gli accomandatari dopo l'adozione della delibera avente per oggetto la trasformazione, dovranno depositare un progetto di *o.p.r.*

³⁵⁴ Mentre l'art. 236-3 si limita a prevedere che la maggioranza invii una proposta di offerta all'AMF, l'art. 236-1 del *Règlement général de l'AMF*, prevede infatti una vera e propria istruttoria, con successiva adozione di una decisione di approvazione o diniego della domanda.

³⁵⁵ *Règlement général de l'AMF*, art.236-1, La *demand de retrait* potrebbe essere avanzata anche soltanto da uno degli azionisti contrariamente all'interesse dei rimanenti a preservare la propria partecipazione. In questo senso è evidente come il controllo preventivo sia utile per ostacolare eventuali atteggiamenti potenzialmente distorsivi.

Questo progetto non dovrà contenere alcuna soglia minima di accettazione da parte degli azionisti di minoranza e dovrà essere predisposto a condizioni eque, che possono essere ritenute accettabili da parte dell'AMF.

In tale contesto, colui che deposita l'offerta può riservarsi di richiedere la revoca dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, subordinatamente e sulla base del risultato dell'offerta, dandone apposita comunicazione all'AMF. Anche in questo caso, al *delisting*, si arriverà soltanto attraverso l'offerta conseguente alla delibera di trasformazione e a condizione che l'autorità di vigilanza abbia ritenuto i termini e le condizioni stesse dell'offerta accettabili.

La terza e ultima ipotesi riguarda le modifiche statutarie che incidono in modo pervasivo sui diritti dei soci, ivi inclusi, a titolo esemplificativo, il mutamento societario, le regole di circolazione delle azioni, nonché la fusione con una società controllante o controllata³⁵⁶.

Il regolamento generale dell'AMF chiarisce che la persona fisica o giuridica che controlla l'emittente ha l'obbligo di informare in via preventiva l'autorità (AMF) da un lato in caso di modifiche statutarie – in particolare se riguardano l'oggetto sociale e la trasferibilità delle partecipazioni – e, dall'altro, in caso di fusioni infragruppo, di conferimento di asset in un'altra società, di modifica del business della società o di sospensione del pagamento di dividendi per più esercizi.

La portata di questa terza ipotesi è rilevante in termini comparatistici, considerando l'ampio spettro di operazioni dalle quali l'offerta di ritiro può scaturire.

³⁵⁶ Cfr. *Code Monétaire et Financier*, art L.433-4 comma I, no. 3. Tra le variazioni rilevanti menzionate dalla norma si annoverano quelle attinenti alla forma della società, alle condizioni per il trasferimento dei titoli, alle delibere di fusione in una controllante o controllata: «*Lorsque la ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, une société dont le siège est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen se proposent de soumettre à l'approbation d'une assemblée générale extraordinaire une ou plusieurs modifications significatives des dispositions statutaires, notamment relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés, ou décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant, plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital. Dans ces cas, l'Autorité des marchés financiers apprécie les conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société pour décider s'il y lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait*»

Negli ordinamenti italiano e britannico – come si è visto – un istituto di simile portata non è previsto nei medesimi termini.

In Italia, infatti, simili modifiche sarebbero state oggetto di approvazione assembleare in sede straordinaria; la perdita della quotazione potrà derivare soltanto laddove vengano meno i presupposti per la prosecuzione delle negoziazioni, mentre gli azionisti dissenzienti godranno di un diritto di recesso *ex art. 2437-quinquies c.c.*³⁵⁷.

Nel Regno Unito, ove il diritto societario lascia molto più margine all'autonomia statutaria di quanto non avvenga nell'Europa continentale, il *delisting* è tipicamente conseguenza della trasformazione da *public company* a *private company*, ovvero di potenziali operazioni di ristrutturazione che seguono regole specifiche.

Contrariamente a quanto avvenga in questi sistemi, la previsione di una gamma di operazioni societarie che possono condurre al *delisting* sembra bilanciare due interessi, a seconda della prospettiva attraverso la quale si guardi l'istituto.

Nel primo caso, nella prospettiva della maggioranza, sembra risaltare la valenza imprenditoriale della decisione di mutare gli assetti proprietari, che viene valorizzata al punto tale che la maggioranza può – nell'ambito della ristrutturazione – estromettere le minoranze e portare così al *delisting* l'emittente.

Dal punto di vista delle minoranze, la possibilità di vedersi liquidata la propria partecipazione trova giustificazione nella rottura del contratto di investimento, che verifica dinanzi a modifiche particolarmente importanti della struttura e degli assetti societari originari.

Ciò che accomuna le tre ipotesi di *o.p.r.* è l'assenza di ogni riferimento a un parametro per definire il corretto ammontare da corrispondersi alle minoranze. La norma, in base alla sua formulazione, si limita a prevedere che l'offerta sia ritenuta consona dall'autorità di vigilanza, che dovrà provvedere ad esaminare caso per caso.

³⁵⁷ La disciplina a ben vedere si assesta sul piano del puro diritto societario e nelle fattispecie di recesso del socio dissenziente (cfr, art, 2437 c.c.); il diritto di recesso spettante invece con specifico riferimento all'approvazione di operazioni che comportino la perdita della quotazione è previsto nel 2437-quinquies c.c.

Un'impostazione di questo tipo offre indubbiamente una notevole flessibilità, consentendo di ponderare di volta in volta gli interessi in gioco; tuttavia, solleva interrogativi circa le possibili disparità di trattamento che – almeno in astratto – potrebbero derivarne.

Queste considerazioni appaiono più rilevanti con riferimento alla terza ipotesi previste dall'art. L. 433-4 del *Code Monétaire et Financier*, in cui – come visto – l'AMF è chiamata a valutare non solo l'adeguatezza dell'offerta ma, preliminarmente, la stessa rilevanza dell'operazione societaria sottostante.

L'assenza di una disciplina sulla liquidazione della partecipazione in caso di uscita delle minoranze riflette, del resto, la mancanza nell'ordinamento francese di un vero diritto di recesso dell'azionista nelle società commerciali.

Nondimeno, dottrina e giurisprudenza hanno colmato nel tempo questa lacuna, sviluppando in via interpretativa alcuni criteri generali idonei a orientare il giudizio dell'AMF sull'adeguatezza complessiva del documento di offerta. Tali criteri si fondano sui principi di accuratezza, specificità ed esattezza nella valutazione dell'emittente e delle sue caratteristiche³⁵⁸.

Un ulteriore tratto distintivo dell'ordinamento francese è, l'approccio particolarmente aperto nei confronti delle ipotesi di *downlisting*, con la previsione di un passaggio dal mercato regolamentato ad un sistema multilaterale di negoziazione (nel caso francese, come quello italiano, denominato Euronext Growth).

Il *Code Monétaire et Financier*, prevede condizioni più agevoli per la migrazione da un sistema ad un altro rispetto alle ipotesi di *delisting* vero e proprio.

Per quanto riguarda i requisiti, l'articolo L. 421-14, V, *Code Monétaire et Financier*, consente alle società, la cui capitalizzazione non superi un miliardo di euro, di concludere l'operazione di *downlisting* senza dover “passare” dalla procedura di *squeeze-out*, a condizione che: i) il sistema multilaterale di approdo sia soggetto alla disciplina in materia di OPA successiva totalitaria ex art.433-3, II, *Code Monétaire et Financier*; ii) agli azionisti sia assicurata, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento e, nuovamente, con la sua effettiva messa in atto, la diffusione di informazioni concernenti le ragioni e le conseguenze

³⁵⁸ M. SAGLIOCCA, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024

dell'operazione, con particolare riguardo ai profili della trasparenza e della gestione dell'investimento; iii) l'assemblea abbia manifestato il proprio consenso a maggioranza semplice; iv) dalla data della deliberazione siano decorsi almeno due mesi³⁵⁹.

A ciò si aggiunge un ulteriore elemento del tutto peculiare nel panorama comparatistico: è infatti previsto che, per un periodo transitorio di tre anni dal trasferimento, continuino a trovare applicazione tutte le norme in materia di OPA obbligatoria, comprese quelle relative alle procedure di *sell-out* e *squeeze-out*.

La *ratio* è chiara: evitare che la procedura in esame possa trasformarsi in uno strumento di aggiramento dei limiti e delle cautele posti dalla legge in rapporto alle operazioni di acquisto del controllo e dell'abbandono della quotazione.

Dunque, la flessibilità della disciplina rilevata trova la sua giustificazione nel fatto che le cautele apprestate per il *delisting* sono applicabili anche per la cancellazione della quotazione dalle diverse sedi di negoziazione; le relative esigenze per la protezione della minoranza e per il mercato, infatti, non verranno eluse solo per l'utilizzo preventivo del meccanismo di c.d. *downlisting*.

4.3. Il *delisting* in una prospettiva comparata: il modello italiano a confronto con quello francese e britannico

All'esito di una sintetica analisi dei sistemi normativi britannico e francese, è possibile trarre alcune conclusioni con riferimento ai punti di contatto e le peculiarità tipiche di questi ordinamenti, al fine di cogliere spunti di una materia che assume una maggior rilevanza da un punto di vista pratico.

Partendo dai profili attinenti alle tecniche normative utilizzate dai diversi legislatori, si evince come lo stesso, negli ordinamenti francese e britannico, ha avuto un approccio molto più flessibile soprattutto in relazione alla potestà regolamentare delle rispettive autorità di vigilanza³⁶⁰.

³⁵⁹ V. art. 223-36 RG AMF.

³⁶⁰ Nelle esperienze francese e britannica, per converso, la delega di competenze regolamentari alla *Autorité des Marchés Financiers* e alla *Financial Conduct Authority*, è accompagnata da un ruolo maggiormente attivo delle stesse nel processo di cancellazione della quotazione. Si pensi al caso francese, in cui l'AMF è chiamato a pronunciarsi sull'idoneità del corrispettivo offerto nel contesto delle *offres publiques de retrait*, nonché, in maniera ancor più pervasiva, nel contesto delle *demandes de retrait*. Nel contesto britannico, al contrario, la FCA — che ha ampi poteri nel valutare i requisiti di ammissione di un titolo nella *official list* a monte è destinataria di specifici obblighi informativi, specialmente nelle ipotesi di *delisting* volontario puro.

Gli ordinamenti britannico e francese hanno sviluppato degli istituti che sembrano maggiormente propensi alla valorizzazione delle decisioni imprenditoriali dell'emittente e della rilevanza che a tal fine può ricoprire la scelta di abbandonare il mercato.

Da un lato, il sistema britannico ruota intorno alla fattispecie della *cancellation at issuer's request* e disciplina, nelle *Listing Rules* emanate dall'autorità di vigilanza, svariate ipotesi in cui tale richiesta può essere avanzata³⁶¹.

Sul diverso piano del *delisting* volontario indiretto, invece, il legislatore britannico adotta soglie più basse (pari al 90% del capitale votante) con riferimento allo *squeeze-out* delle minoranze (o *sell-out* su richiesta di queste ultime)³⁶².

Il confronto diretto con l'ordinamento italiano consente di cogliere in modo ancora più netto la distanza tra i due modelli. Mentre nel Regno Unito il *delisting* è concepito come una vicenda essenzialmente di mercato, disciplinata in via prevalente dalle *Listing Rules* e rimessa all'iniziativa dell'emittente sotto il controllo della FCA, nel sistema italiano assume una connotazione tipicamente societaria essendo ricondotto a una decisione assembleare qualificata e assistito da rimedi inderogabili a tutela dei soci di minoranza.

In particolare, la *cancellation at issuer's request* – che rappresenta nel contesto britannico la forma ordinaria di *delisting* volontario – presuppone soltanto il rispetto di obblighi procedurali e informativi e, per le società del segmento standard non richiede l'approvazione assembleare. Al contrario, invece, l'ordinamento italiano subordina la fuoriuscita dal mercato regolamentato a una deliberazione dell'assemblea straordinaria e, soprattutto, riconosce ai soci dissenzienti un vero diritto di recesso *ex art. 2437-quinquies c.c.*, accompagnato dalla corresponsione di un valore di liquidazione determinato tramite l'applicazione di criteri legali predeterminati.

Da ciò deriva che, mentre il modello britannico affida la protezione degli investitori prevalentemente a strumenti di voce – quali l'approvazione assembleare con super maggioranza nel segmento premium e l'intervento dell'autorità di

³⁶¹ Cfr. FCA Handbook, sezione LR 5.2.5 e ss

³⁶² Si veda il quadro delineato in materia di takeover dalle sezioni 979 e 983 del Companies Act 2006 (con riferimento a *squeeze-out* e *sell-out*), nonché le specifiche norme previste dal FCA Handbook, sezioni LR 5.2.10 - LR 5.2.11C.

vigilanza – e a meccanismi di trasparenza e preavviso, il sistema italiano privilegia una tutela di tipo compensativo ed *ex post*, fondata sull'attribuzione di un diritto di *exit* tipizzato e inderogabile.

Questa differenza riflette la diversa concezione del fenomeno: nel Regno Unito il *delisting* è visto come una scelta imprenditoriale fisiologica che il mercato è in grado di assorbire; in Italia, al contrario, esso è considerato come un evento potenzialmente pregiudizievole da circondare di presidi garantistici particolarmente intensi.

Con riferimento al *delisting* volontario indiretto, poi, emergono anche delle divergenze significative. Nel contesto britannico le soglie per l'attivazione degli istituti di *squeeze-out* e di *sell-out* sono fissate al 90% del capitale votante ciò in coerenza con un'impostazione che mira a facilitare l'uscita dal mercato una volta che il flottante sia divenuto insufficiente. Nell'ordinamento italiano, l'operazione è rigidamente ancorata alle soglie più elevate degli artt. 108 e 111 TUF e accompagnata da un sistema di determinazione del corrispettivo fortemente regolato volto a garantire una protezione economica e uniforme a tutti gli azionisti.

In definitiva, mentre il diritto britannico si caratterizza per una impostazione regolamentare-amministrativa, flessibile e orientata all'efficienza del mercato, il diritto italiano mantiene un'impostazione societaria fortemente protettiva e che rende il *delisting* un'operazione complessa e onerosa per l'emittente. Questa divergenza di approccio giustifica il perché nel Regno Unito il *delisting* volontario puro costituisca una regola e non l'eccezione, mentre in Italia, esso continui a essere privo di una disciplina positiva autonoma e a trovare attuazione solo attraverso strumenti indiretti o attraverso il ricorso al diritto di recesso.

In modo non dissimile, dall'altro lato, il sistema francese, che pur non riconoscendo la fattispecie di *delisting* volontario puro, con gli istituti del *retrait obligatoire* (che consiste in uno *squeeze-out* attivabile al raggiungimento di una soglia di capitale pari al 90%) e della *o.p.r.*, ha previsto degli espedienti pratici volti a consentire all'emittente di raggiungere il *delisting* a condizioni tendenzialmente flessibili (come ad esempio, che la AMF può ammettere il lancio di un *o.p.r.*, in

presenza di operazioni societarie che mutino gli assetti originari della stessa, anche in assenza del raggiungimento delle soglie di capitale previste)³⁶³.

Sulla base di questi elementi, ove comparata, l'impostazione del sistema italiano rispetto a quella degli altri ordinamenti risulta un vero e proprio ibrido.

Questo carattere ibrido emerge con particolare evidenza se si guarda alle differenti modalità di tutela concretamente riconosciute alle minoranze nei diversi ordinamenti. Il livello e la tipologia di protezione accordata agli investitori costituiscono il risultato di scelte normative compiute dai legislatori nazionali. I sistemi esaminati mostrano soluzioni tra loro significativamente diverse, riflettendo differenti concezioni del rapporto tra esigenze del mercato e salvaguardia degli azionisti di minoranza.

L'ordinamento francese non riconosce un istituto propriamente analogo al diritto di recesso italiano e vincola le ipotesi di *delisting* alle procedure di offerta pubblica (di acquisto o di ritiro), prevede implicitamente che la liquidazione dell'indennizzo sia almeno verso il basso limitata dal valore di mercato dei titoli, fermo restando l'ampio margine di valutazione lasciato all'AMF nel valutarne l'idoneità.

Il sistema britannico, invece, fuori dai casi di offerta pubblica di acquisto e relativi *squeeze-out* – nei quali la determinazione del prezzo si basa su quella effettuata in sede di OPA, salvo eventualmente il ricorso all'autorità giudiziaria – tende a prediligere il diretto coinvolgimento delle minoranze, che potranno tutelarsi mediante l'esercizio dei propri diritti di *voice*, nonché la previsione di un congruo termine di preavviso entro il quale, eventualmente, esercitare il proprio diritto di *exit*.

Per quanto riguarda la soluzione adottata in Italia, il legislatore ha previsto all'art. 2437-*quinquies* c.c., per i casi di approvazione in sede assembleare di operazioni che comportino il *delisting*, un vero e proprio diritto speciale di recesso in capo ai soci dissenzienti (ovvero assenti o astenuti), con la corresponsione di un importo almeno pari al valore di mercato registrato nei sei mesi precedenti³⁶⁴.

³⁶³ Cfr. *Code Monétaire et Financier*, L. 433-4, comma 2.

³⁶⁴ V. Art. 2437-*quinquies* c.c.

Il diritto degli azionisti dissenzienti di recedere vedendosi corrisposto un equo compenso sembra essere distante sia dall'ordinamento britannico sia da quello francese.

Per converso, la delibera di *delisting* assunta, nell'ordinamento italiano, dall'assemblea straordinaria trova un omologo nel diritto britannico, ove le decisioni di procedere al ritiro dalle negoziazioni sono tipicamente adottate da una super maggioranza dei soci, nell'esercizio dei propri diritti di *voice*.

Da una lettura comprensiva del quadro italiano, unitamente a quelle che sono le esperienze estere oggetto della presente analisi, possono trarsi alcune considerazioni finali.

Anzitutto, sorge spontaneo domandarsi se il sistema di protezione delle minoranze così definito – e con un grado di tutela ampiamente elevato – rappresenti un rimedio sproporzionato all'attenzione, molto limitata, che il legislatore ha voluto dare ad un istituto che ancora ad oggi nell'ordinamento italiano non conosce una disciplina positiva.

In secondo luogo, che la duplice tutela rappresentata dal preventivo esercizio del potere di *voice* e dal successivo ed eventuale esercizio dell'*exit* pare tradire un evidente propensione alla tutela dell'investitore di minoranza, che testimonia l'avversione del legislatore nei confronti del *delisting*, quale strumento di politica imprenditoriale a disposizione degli emittenti e delle maggioranze che ne detengono il controllo.

Infine, per quanto la dottrina italiana abbia nel tempo maturato un'elevata sensibilità al tema, il legislatore sembra ancora restio ad accogliere uno strumento che, nell'attuale quadro finanziario globale, sembra rappresentare un motivo di attrattività dei mercati finanziari, nonché una valida misura della loro competitività.

Tutto ciò premesso, una disciplina organica del fenomeno, orientata a un più attento bilanciamento tra le esigenze delle minoranze, da un lato, e quelle degli emittenti (o delle maggioranze), dall'altro, apparirebbe maggiormente coerente con l'impianto normativo italiano. Ciò varrebbe in particolare ove si optasse per l'introduzione di strumenti *ad hoc* nel sistema normativo italiano e sugli istituti già esistenti, sulla scorta di quanto avviene in Francia con *l'offre publique de retrait*, ovvero per la previsione di ipotesi di *delisting* nella sua forma "pura", in modo

analogo a quanto accade nel Regno Unito mediante la *cancellation at issuer's request*.

5. Un altro delisting annunciato: il caso Mediobanca

Nel contesto delle dinamiche di progressiva riduzione delle società quotate nel mercato italiano, alcune operazioni recenti assumono un rilievo particolare in quanto si discostano dalle tradizionali logiche di *delisting* riconducibili a iniziative private o a strategie di riorganizzazione societaria in senso stretto. In tale prospettiva, il caso relativo all'operazione annunciata da Banca Monte dei Paschi di Siena nei confronti di Mediobanca si configura come “emblematico”, poiché si colloca nell'intersezione tra esigenze di mercato, interessi economici e interventi di natura istituzionale.

In data 17 febbraio del 2026 la Banca Monte dei Paschi di Siena ha annunciato l'avvio di un'operazione straordinaria, destinata ad incidere sugli assetti del sistema bancario italiano: la fusione per incorporazione di Mediobanca e il conseguente delisting della stessa dal mercato dei capitali.

L'operazione si inserisce all'interno di un fenomeno più ampio – la c.d. “fuga dalla quotazione” – che da tempo caratterizza il mercato dei capitali italiano e che negli ultimi anni ha assunto dimensioni sempre più rilevanti.

Come già evidenziato nei capitoli precedenti, il mercato azionario italiano ha registrato una progressiva riduzione del numero delle società quotate, accompagnato da un rallentamento delle offerte pubbliche iniziali e da un aumento delle operazioni di revoca della quotazione.

La frequenza con cui tali operazioni si verificano suggerisce che l'uscita dalla borsa non costituisce più un evento eccezionale nella vita delle imprese ma rappresenta una possibilità strutturalmente prevista e disciplinata, confermata dall'introduzione nell'ordinamento di una disciplina a tutela degli azionisti di minoranza.

In questo contesto, il caso Mediobanca-Monte dei Paschi di Siena assume un rilievo particolare poiché consente di osservare il fenomeno del delisting in una prospettiva differente rispetto alle ipotesi più tradizionali. L'operazione non sembra riconducibile esclusivamente alle dinamiche tipiche delle operazioni di uscita dal mercato – come le offerte pubbliche di acquisto finalizzate alle operazioni di uscita

dal mercato – ma appare piuttosto inserita in una più ampia strategia di riorganizzazione societaria.

A seguito dell'acquisizione del controllo di Mediobanca attraverso un'offerta pubblica di scambio, la Banca Monte dei Paschi di Siena ha infatti prospettato l'integrazione delle due realtà bancarie mediante una fusione per incorporazione, destinata a comportare la revoca della quotazione delle azioni di Mediobanca dal mercato regolamentato. La prospettiva del delisting assume dunque un significato particolare: essa non determina necessariamente l'uscita del gruppo dal mercato dei capitali poiché la Banca Monte dei Paschi di Siena continuerà a rimanere una società quotata.

In tal senso, l'operazione consente di osservare una configurazione peculiare del fenomeno del delisting. La revoca dalla quotazione non appare finalizzata all'abbandono del mercato dei capitali bensì alla ridefinizione degli assetti organizzativi e regolatori del gruppo bancario risultante dall'integrazione. In tale prospettiva, il delisting di Mediobanca sembra funzionale alla concentrazione dell'attività del gruppo attorno a un'unica entità quotata, lasciando che le altre società operino al di fuori del perimetro della disciplina applicabile agli emittenti quotati.

Questa configurazione consente di cogliere un aspetto particolarmente interessante del fenomeno: l'uscita dal mercato può costituire non soltanto il risultato di una perdita di interesse delle imprese nei confronti della quotazione ma anche uno strumento attraverso il quale le società ridefiniscono il proprio rapporto con il sistema regolatorio che disciplina il mercato dei capitali.

5.1 Le motivazioni del *delisting* di Mediobanca

L'operazione che ha condotto all'annuncio della fusione per incorporazione di Mediobanca in Banca Monte dei Paschi di Siena e al conseguente delisting della banca milanese dal mercato non può essere compresa appieno se non alla luce delle motivazioni economiche e regolatorie che, negli ultimi anni soprattutto e come si evince dal numero delle società quotate nella figura 1.2.1, hanno progressivamente inciso sulla convenienza della permanenza in borsa.

Come evidenziato nel capitolo precedente, la scelta di accedere o di rimanere quotati nei mercati regolamentati è sempre meno percepita dalle imprese come una

condizione strutturale e permanente. La quotazione tende piuttosto ad assumere il carattere di una fase della vita dell'impresa, suscettibile di essere rivalutata alla luce dell'evoluzione del contesto economico, delle strategie industriali e, soprattutto, del quadro normativo di riferimento. In questo senso, il delisting può essere interpretato non soltanto come l'esito di specifiche operazioni societarie ma, come il risultato di una più ampia riflessione sull'equilibrio tra i benefici derivanti dalla presenza sul mercato dei capitali e i costi connessi allo status di società quotata.

Una prima chiave di lettura dell'operazione Mediobanca-Monte dei Paschi di Siena è rappresentata proprio dal crescente peso degli obblighi regolatori che gravano sugli emittenti quotati. Come si è avuto modo di osservare nel paragrafo 3.1.3 del capitolo precedente, il mercato dei capitali è caratterizzato da un sistema normativo particolarmente articolato e stratificato, nel quale la disciplina primaria contenuta nel Testo Unico della finanza si intreccia con un ampio complesso di regolamenti, comunicazioni e atti interpretativi emanati dall'autorità di vigilanza, nonché le disposizioni contenute nei regolamenti dei mercati.

L'insieme di tali fonti determina un sistema di obblighi informativi, organizzativi e procedurali che incide profondamente sulla gestione delle società quotate. Gli emittenti sono tenuti a rispettare un articolato regime di trasparenza informativa, che comprende a titolo esemplificativo la pubblicazione periodica delle informazioni finanziarie, la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate e la predisposizione di sistemi di controllo e di gestione dei rischi e l'adozione di modelli di Corporate governance conformi agli standard richiesti dal mercato e dagli investitori istituzionali. A tali obblighi si affianca la disciplina europea in materia di abusi di mercato che impone ulteriori presidi organizzativi e procedurali volti a garantire la corretta gestione delle informazioni sensibili e a prevenire comportamenti opportunistici degli insider.

Questo complesso di regole, pur rispondendo all'esigenza di garantire la trasparenza e l'integrità del mercato, comporta un significativo aumento dei costi di compliance per le imprese quotate. Le società devono infatti sostenere spese rilevanti per l'adeguamento delle proprie strutture organizzative e soprattutto per l'implementazione di sistemi di controllo interno. In tal senso, la permanenza nel mercato regolamentato implica un livello di formalizzazione e di complessità

gestionale sensibilmente superiore rispetto a quello richiesto alle società non quotate.

In questo contesto, il delisting può essere letto anche come uno strumento attraverso il quale le imprese mirano a sottrarsi al complesso dei vincoli normativi che caratterizza lo status di società quotata. L'uscita dal mercato comporta infatti la cessazione di una parte significativa degli obblighi informativi e organizzativi previsti dalla disciplina dei mercati finanziari, consentendo alle società di operare all'interno di un quadro regolatorio meno oneroso.

Questa operazione non si esaurisce nel solo profilo del delisting ma, si inserisce all'interno di un più ampio quadro di istituti giuridici tipici delle operazioni di acquisizione del controllo di società quotate, quali la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto e di scambio³⁶⁵, i principi di parità di trattamento e trasparenza informativa, i limiti ai poteri degli amministratori della società target³⁶⁶ e i meccanismi di tutela degli azionisti di minoranza³⁶⁷ come precedentemente analizzato nelle ipotesi di revoca dalla quotazione.

Accanto a questo profilo di natura regolatoria, l'operazione Mediobanca-Monte dei Paschi di Siena presenta una seconda motivazione riconducibile alla riorganizzazione della struttura societaria del gruppo risultante dall'integrazione tra i due istituti.

³⁶⁵ In materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, v. Dir. 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, che individua i principi fondamentali di parità di trattamento degli azionisti, trasparenza informativa e corretto funzionamento del mercato. Nel diritto interno, la disciplina è contenuta negli artt. 101-bis ss. del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 (TUF), ed è ulteriormente dettagliata dal Regolamento emittenti Consob n.11971/1999, che delinea un sistema procedurale articolato e caratterizzato da un elevato grado di formalizzazione. La disciplina delle OPA si fonda su principi generali quali la parità di trattamento degli azionisti appartenenti alla medesima categoria, la trasparenza e completezza informativa e la correttezza delle operazioni. Tali principi rilevano anche con riferimento a strumenti quali i lock-up agreements, attraverso i quali taluni azionisti si impegnano preventivamente ad aderire all'offerta, ponendo questioni relative alla possibile asimmetria informativa tra investitori istituzionali e azionisti diffusi.

³⁶⁶ In ordine ai limiti ai poteri degli amministratori della società target, v. art.104 TUF (c.d. passivity rule), che vieta, dalla comunicazione dell'offerta fino alla sua conclusione, l'adozione di atti o operazioni idonei a contrastarne il buon esito, salvo autorizzazione assembleare o compatibilità con la normale gestione dell'impresa. La disposizione mira a preservare la contendibilità del controllo e a garantire che la decisione sull'offerta sia rimessa agli azionisti.

³⁶⁷ Quanto alla tutela degli azionisti di minoranza, la disciplina prevede una pluralità di strumenti sia preventivi che successivi. Tra i primi, rileva l'obbligo per gli amministratori della società target di rendere pubblico un parere motivato sull'offerta (ex art.103 comma 3, TUF); tra i secondi assumono rilievo i meccanismi di exit, quali il diritto di vendita (sell-out) e il diritto di acquisto (squeeze-out), disciplinati rispettivamente dagli artt. 108 e 111 TUF, volti ad evitare che gli azionisti residui restino vincolati a partecipazioni illiquide.

A differenza di quanto avviene in molte operazioni di delisting, nelle quali l'uscita dal mercato coincide con l'abbandono della borsa da parte dell'intera società o del gruppo di riferimento, nel caso in esame la revoca della quotazione di Mediobanca non comporta l'uscita del gruppo dal mercato nel suo complesso. Monte dei paschi di Siena continuerà ad essere quotata e a rappresentare l'entità attraverso la quale il gruppo manterrà il proprio accesso al mercato azionario.

In questa prospettiva, il delisting di Mediobanca appare funzionale a una riallocazione della quotazione all'interno della struttura societaria del gruppo. La presenza sul mercato dei capitali viene concentrata in un'unica entità – la capogruppo quotata – mentre le altre società operano al di fuori del perimetro della disciplina applicabile agli emittenti quotati. Tale configurazione consente di mantenere i benefici derivanti dall'accesso al mercato – in termini di visibilità, reputazione e possibilità di raccolta di capitale – evitando al tempo stesso la duplicazione degli oneri regolatori che graverebbero su più società quotate appartenenti al medesimo gruppo.

Da questo punto di vista, il caso Mediobanca-Monte dei Paschi di Siena evidenzia come la revoca della quotazione possa assumere una funzione diversa rispetto a quella tradizionalmente attribuita al delisting. L'uscita dal mercato non rappresenta necessariamente l'abbandono del mercato dei capitali ma può costituire uno strumento attraverso il quale le imprese ridefiniscono il proprio rapporto con il sistema regolatorio e con la struttura organizzativa del gruppo societario di appartenenza.

Un ulteriore elemento che contribuisce a spiegare la scelta del delisting in queste circostanze è rappresentato dall'esigenza di ottenere una maggiore flessibilità nelle scelte strategiche e organizzative. La permanenza in borsa, infatti, comporta un elevato grado di esposizione alle dinamiche del mercato azionario e alle aspettative degli investitori istituzionali che possono influenzare in modo significativo le decisioni strategiche delle imprese. L'uscita dalla quotazione consente invece di ridurre tale esposizione e di ampliare lo spazio delle scelte gestionali, permettendo alle società di adottare strategie industriali di medio e lungo periodo senza essere costantemente condizionate dalle oscillazioni del mercato e dalle pressioni degli azionisti di breve periodo.

Alla luce di queste considerazioni, il caso Mediobanca – Monte dei Paschi di Siena appare particolarmente significativo per comprendere le trasformazioni che stanno interessando il rapporto tra le imprese e il mercato dei capitali.

Esso mostra come il delisting possa essere il risultato di una pluralità di fattori – regolatori, organizzativi e strategici – che inducono le imprese a riconsiderare la convenienza della permanenza nel mercato regolamentato. In questo senso, l'operazione non rappresenta soltanto un episodio isolato nella storia delle due banche coinvolte ma, si inserisce in una dinamica più ampia che interessa l'intero sistema del mercato dei capitali italiano.

III CAPITOLO

IL TRASFERIMENTO DELLA SEDE LEGALE ALL'ESTERO: DALLA RIDUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE AL RISCHIO DI ABBANDONO DEL LISTINO

1. Il fenomeno: i dati, le ragioni e l'evoluzione

La “fuga dall’ordinamento italiano” per le società quotate, come anticipato, può iniziare con un primo passo: il trasferimento di sede all’estero. Esso, talvolta, ha rappresentato il preludio di un successivo - o contestuale - *delisting*, confermando come i due fenomeni - pur ontologicamente differenti - possano risultare strettamente connessi nell’ambito di più ampi processi di riorganizzazione.

La combinazione delle due operazioni può determinare una totale elisione del legame con l’ordinamento nazionale e con il mercato dei capitali italiano.

In questa prospettiva si collocano alcune tra le operazioni più rilevanti degli ultimi anni che hanno interessato gruppi di primaria importanza e contribuito in modo significativo alla riduzione della capitalizzazione complessiva del mercato italiano.

In primo luogo, il “caso Exor” appare emblematico: la holding, tra le principali società di investimento europee per dimensione e capitalizzazione - con una capitalizzazione di quasi 17 miliardi di euro (2021), un Net Asset Value (NAV) intorno ai 38 miliardi di euro, e un fatturato di oltre 44 miliardi - ha progressivamente spostato il proprio baricentro giuridico e operativo nei Paesi Bassi, allontanandosi dal sistema italiano e uscendo nel 2022 anche dalla quotazione su EXM, contribuendo così a sottrarre al listino domestico una quota significativa di valore.

L’operazione si inserisce in una strategia più ampia di riorganizzazione e internazionalizzazione del gruppo, nella quale il mercato italiano assume un ruolo sempre più marginale.

Analoga rilevanza assume il percorso di Fiat Chrysler Automobiles - con una capitalizzazione pari a 16,3 miliardi - la cui trasformazione in Stellantis ha segnato uno dei casi più significativi di ridefinizione della nazionalità economica di un’impresa storicamente italiana.

Il trasferimento della sede nei Paesi Bassi e la successiva fusione transfrontaliera hanno determinato il venir meno della centralità del mercato italiano per uno dei suoi principali emittenti.

Un ulteriore caso di particolare rilievo è rappresentato da Luxottica, il cui valore si attesta nel 2026 sui 100 miliardi di euro, posizionandosi come una delle principali aziende quotate all'Euronext di Parigi (CAC 40). Il gruppo ha registrato una forte crescita nel 2024 e 2025, superando la soglia record dei 100 miliardi-, la cui integrazione con Essilor e la conseguente creazione del gruppo EssilorLuxottica hanno condotto a una profonda riorganizzazione della struttura societaria e della presenza sui mercati finanziari. Anche in questo caso, la dimensione internazionale dell'impresa e la scelta di sedi giuridiche più favorevoli hanno contribuito a ridurre il peso del mercato italiano nel complessivo assetto del gruppo, sottraendo al listino una componente significativa di capitalizzazione.

Accanto alle ipotesi di immediata “fuga completa”, si riscontrano configurazioni intermedie nelle quali il trasferimento della sede non comporta subito l'uscita dal mercato dei capitali, ma si accompagna a una riorganizzazione della presenza sui mercati di negoziazione. In tal senso si colloca il caso CNH Industrial N.V., che ha prima trasferito la sede nei Paesi Bassi già nel 2013 e poi ha successivamente optato per il delisting da Euronext Milano, concentrando la quotazione sul New York Stock Exchange, in coerenza con la propria base di investitori e con la localizzazione prevalente degli scambi.

Ancora diversa è l'ipotesi in cui il trasferimento della sede non incida sulla permanenza nel mercato regolamentato italiano, configurando una forma di “fuga parziale societaria”, nella quale la dissociazione riguarda esclusivamente la *lex societatis*. È quanto avviene nei casi di Campari, Brembo e Cementir Holding, nonché, in modo particolarmente significativo, nel caso Ferrari, che, pur avendo trasferito la sede nei Paesi Bassi, ha mantenuto la quotazione su Euronext Milan accanto a quella sul New York Stock Exchange.

Considerato il suo utilizzo da parte dei grandi gruppi nell'ambito di strategie che hanno condotto a una fuoriuscita dal sistema nazionale, il trasferimento della sede all'estero può rappresentare un primo passo verso l'abbandono del mercato italiano; ciò posto, se ne rende necessaria un'analisi in questa sede.

2. La libertà di stabilimento e mobilità societaria in Europa

Le dinamiche di revoca volontaria della quotazione analizzate nel capitolo precedente hanno evidenziato come il *delisting* rappresenti, per un numero sempre più crescente di imprese, non già una scelta episodica o contingente, bensì l'esito di una più ampia riflessione strategica sul rapporto tra società, mercato dei capitali e ordinamento giuridico di riferimento.

In questo contesto, l'uscita dal mercato regolamentato non sempre costituisce il primo passaggio del processo di ristrutturazione dell'impresa. In diversi casi, infatti, il *delisting* è preceduto da operazioni che incidono sul quadro normativo di riferimento della società, tra le quali assume particolare rilievo il trasferimento transfrontaliero della sede legale.

Il trasferimento della sede non comporta necessariamente l'abbandono del mercato di quotazione, poiché la società può continuare ad avere i propri strumenti finanziari negoziati sul mercato italiano. Tuttavia, esso può rappresentare una mera fase preliminare di riorganizzazione giuridica che consente all'impresa di assoggettarsi a un diverso ordinamento societario e di ridefinire il proprio assetto di governance, creando le condizioni per successive scelte strategiche, tra cui anche l'eventuale uscita dal mercato regolamentato.

In un mercato europeo progressivamente integrato, le società non sono più vincolate in modo rigido all'ordinamento dello Stato di origine, ma possono valutare la possibilità di riorientare il proprio collegamento territoriale verso sistemi normativi più efficienti o maggiormente attrattivi sotto il profilo societario, fiscale e regolatorio.

È in tale contesto che assume rilievo il fenomeno della mobilità societaria transfrontaliera, intesa come l'insieme delle operazioni mediante le quali un'impresa modifica il proprio radicamento giuridico all'interno dell'Unione Europea, pur mantenendo la continuità della propria attività economica. Tra queste operazioni, il trasferimento della sede legale in uno Stato membro costituisce una delle manifestazioni più significative, poiché incide direttamente sull'ordinamento applicabile alla società, sui suoi assetti organizzativi e sul regime di tutela degli azionisti e creditori.

Il punto di partenza – del trasferimento della sede legale – non è una norma societaria ma la norma che riguarda il diritto di stabilimento nel territorio dei paesi

membri, ai sensi dell'art.43 e ss. del Trattato di Roma, la quale afferma che devono essere garantite nello spazio di ciascun Paese nel quale l'operatore straniero comunitario abbia scelto di andare ad operare, le medesime condizioni che lo stesso Paese riconosce agli operatori nazionali³⁶⁸.

Fin dalla sua formulazione originaria, tale libertà non è stata concepita come una mera libertà economica individuale bensì come uno strumento funzionale alla realizzazione del mercato comune, volto a garantire l'integrazione delle attività produttive e la parità sostanziale delle condizioni concorrenziali tra operatori all'interno dello spazio europeo.

Tale principio in parola trova, pacificamente, applicazione non solo nei confronti dei cittadini europei, ma anche delle società commerciali che, se costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro, vengono equiparate ai primi diventando così centri di imputazione delle libertà sancite dal diritto europeo delle società e, soprattutto, di questa sorta di "*libertà di circolazione intracomunitaria dell'impresa e, dell'iniziativa economica privata*"³⁶⁹.

³⁶⁸ Parlamento europeo – Trattati di Roma: Trattato che istituisce la Comunità economica europea: il 25 marzo 1957 vennero firmati due trattati: il trattato che istituì la Comunità economica europea (CEE) e il trattato che istituì la Comunità europea dell'energia atomica (CEEa). Il trattato che istituì la CEE ha creato un mercato unico tra i paesi partecipanti (Belgio, Francia, Germania, Lussemburgo, Italia e Paesi bassi). L'obiettivo era quello di promuovere legami più stretti e stimolare la crescita economica attraverso l'aumento degli scambi commerciali. Cfr. C.LICINI, *La libertà di stabilimento delle società*, in *Casi e Materiali di diritto comunitario di interesse notarile: le società*. Vedi. G. DELLA VALENTINA, *Libertà di stabilimento e restrizioni alle trasformazioni internazionali "in uscita": il caso Polbud*, Riv. Eurojus.it, 2018, "*l'affermazione di tale mercato unico richiede il pieno riconoscimento della cosiddetta libertà di stabilimento, comunemente intesa come il diritto di trasferirsi in uno Stato membro diverso da quello di origine, al fine di esercitarvi una qualsiasi forma di attività economica, di natura non subordinata, alle stesse condizioni normative stabilite dal Paese di destinazione per i propri cittadini*".

³⁶⁹ v. E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia*. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali, in Aa. Vv., *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016; v. 54.2 TFUE, «per società si intendono le società di diritto civile o di diritto commerciale, ivi comprese le società cooperative, e le altre persone giuridiche contemplate dal diritto pubblico o privato, ad eccezione delle società che non si prefiggono scopi di lucro». Come è stato osservato, la disposizione andrebbe letta alla luce della Convenzione di Bruxelles del 1968 sul reciproco riconoscimento delle società e persone giuridiche, benché questa non sia mai entrata in vigore. La convenzione fa riferimento alle «società civili o commerciali, comprese le società cooperative, costituite in conformità della legge di uno Stato contraente che conferisca loro la capacità di essere titolari di diritti e di obblighi» e, più in generale, alle «persone giuridiche di diritto pubblico o privato che, a titolo principale o accessorio, hanno per oggetto un'attività economica svolta normalmente dietro remunerazione o che, senza violare la legge in conformità della quale sono costituite, esercitano di fatto ed in modo continuo tale attività». cfr. D. CORAPI-B. DE DONNO, *Le società*, in *Il diritto privato dell'Unione europea*, a cura di A. TIZZANO, II, Torino, 2006, p. 1280.

Tali strategie di riallocazione trovano il loro naturale fondamento nel processo di costruzione del mercato unico europeo, inteso come spazio economico integrato volto a garantire la libera circolazione dei fattori produttivi e a superare la frammentazione dei mercati nazionali.

In questo contesto il mercato unico non si limita a favorire lo scambio di beni e servizi ma incide direttamente sulle modalità di organizzazione dell'impresa, consentendo alle società di strutturare la propria attività su base transazionale e di adattare il proprio assetto giuridico alle esigenze di un'economia sempre più integrata³⁷⁰.

La libertà di stabilimento, quindi, si colloca all'interno di un più ampio processo di affermazione delle libertà fondamentali previste dall'ordinamento europeo, il cui sviluppo non può essere compreso prescindendo dalla progressiva emersione di un modello sovranazionale fondato sulla circolazione dei fattori produttivi.

Essa non nasce come un istituto isolato ma come espressione di una concezione integrata del mercato, destinata ad incidere sulla struttura stessa delle economie nazionali³⁷¹.

Dal punto di vista normativo, il diritto di stabilimento trova oggi il suo fondamento in un articolato complesso di disposizioni del diritto prima dell'Unione.

L'art.3 del TUE, enuncia tra gli obiettivi la realizzazione di uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia senza frontiere interne, nel quale sia assicurata la libera circolazione delle persone³⁷². Invece, nel trattato sul funzionamento dell'Unione

³⁷⁰ C. LICINI, *La libertà di stabilimento delle società*, in Casi e materiali di diritto comunitario di interesse notarile: le società, trascrizione a cura della Fondazione italiana per il Notariato, parte introduttiva, ove si evidenzia come la libertà di stabilimento si inserisca nell'ambito di un più ampio progetto di integrazione economica del mercato unico.

³⁷¹ G. ADINOLFI, A. LANG, eds. *Il trattato che adotta una costituzione per l'Europa: quali limitazioni all'esercizio dei poteri sovrani degli stati?* Vol. 24, Milano, 2006.

³⁷² A. TIZZANO, *Trattati dell'Unione europea*. 2. ed., Milano, 2014, Il par. 3 ricorda quanto era previsto, prima delle modifiche introdotte dal Tr. Lisbona, nell'art. 2 TCE.

L'instaurazione di un mercato interno è, assieme a quello dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia, un obiettivo di particolare importanza tra quelli previsti dall'art. 3 TUE e che rappresenta il nucleo originario della costruzione europea. L'art.26, par. 2, TEUE prevede che "i) mercato interno comporta uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati". L'attenzione è posta dall'art. 3 TUE non solo sull'instaurazione di un mercato interno ma anche sulle modalità secondo cui tale mercato deve svilupparsi, in particolare perseguendo uno sviluppo sostenibile ed un progresso scientifico e tecnologico" (A. KaczOROWSKA, cit., 55).

Europea, l'art.26 istituisce il mercato interno quale spazio all'interno del quale viene garantita la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali³⁷³.

In tale contesto, la libertà di trasferirsi costituisce lo strumento attraverso il quale si realizza l'effettivo inserimento dell'operatore economico nel tessuto produttivo di uno Stato membro diverso da quello di origine. Essa non si limita a garantire la mera possibilità di accesso al mercato, ma assicura l'esercizio stabile delle attività economiche alle medesime condizioni previste per i soggetti nazionali, consentendo altresì la costituzione e la gestione di imprese e società, nonché l'apertura di agenzie, succursali e filiali.

La progressiva definizione di tale libertà è il risultato di un'evoluzione storica che affonda le proprie radici nel primo esperimento di integrazione sovranazionale europea. Con il trattato di Parigi del 1951 – istitutivo della Comunità Economica Europea – sono state definite le basi di un mercato comune fondato sulla libera circolazione dei fattori produttivi³⁷⁴.

Nel Trattato di Roma, la libertà di stabilimento veniva disciplinata dagli artt.52-56 del TCEE, i quali delineavano un modello incentrato sulla graduale eliminazione delle restrizioni all'esercizio delle attività economiche non salariate e sulla parificazione, ai fini dell'accesso al mercato, delle società costituite secondo il diritto di uno Stato membro rispetto ai cittadini dell'Unione³⁷⁵.

Tale assetto è stato successivamente rifuso, dapprima negli artt.43-48 del Trattato di Maastricht e, infine, negli artt.49-55 TFUE con il Trattato di Lisbona, senza alterazioni sostanziali della struttura normativa originaria³⁷⁶.

³⁷³ ³⁷³ A. TIZZANO, *Trattati dell'Unione europea*. 2. ed., Milano, 2014, Quanto al mercato interno, l'art. 14, par. 2., TCE (ora art.26, par.2, TFUE), risalente, come si è detto, all'AUE, ne dava una definizione a dir poco semplicistica, riferendolo ad uno "spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei trattati". 3. L'iniziale assenza di ogni definizione normativa e, successivamente, la proposizione di una definizione insoddisfacente hanno una loro spiegazione. In realtà il mercato comune, interno o unico costituisce, più che una nozione giuridica vera e propria, un obiettivo. Nessuno è infatti in grado di dire che cosa sia richiesto per l'unificazione dei mercati in un determinato momento storico.

³⁷⁴ A. TIZZANO, E A. ROBERTO. *Il Trattato di Nizza: con i testi coordinati dei trattati sull'Unione europea e sulla Comunità europea*. Milano, 2003.

³⁷⁵ B. NASCIMBENE, *Unione europea: trattati*. Quarta edizione. Milano, 2017.

³⁷⁶ M. BENEDETTELLI, *Introduzione al diritto internazionale privato ed europeo delle società*, in M. BENEDETTELLI, M. LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, p. 18

L'evoluzione del concetto di libertà di stabilimento non è stata, tuttavia, solo normativa. Un ruolo centrale è stato svolto da parte della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, che, soprattutto, a partire dagli anni Settanta e Ottanta, ha esteso progressivamente l'ambito soggettivo e oggettivo della libertà di circolazione, contribuendo a svincolarla da una dimensione puramente lavoristica per ricondurla nell'alveo delle libertà della persona e dell'impresa. Questo processo interpretativo ha favorito l'affermazione di una concezione dinamica della libertà di stabilimento, idonea a sostenere la costruzione di una cittadinanza europea, formalmente riconosciuta dal Trattato di Maastricht e oggi consacrata, nell'art.21 TFUE, che garantisce a ogni cittadino dell'Unione il diritto di circolare e soggiornare liberamente nel territorio degli Stati membri.

2.1 Gli Articoli 49 e 54 TFUE

L'itinerario storico e sistematico sin qui ricostruito consente ora di concentrare l'attenzione sul nucleo normativo della libertà di stabilimento, rappresentato dagli artt.49 e 54 TFUE. Tali disposizioni, che costituiscono l'attuale esito del percorso avviato con il Trattato di Roma, definiscono l'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione del diritto di stabilimento, chiarendo il contenuto essenziale e i presupposti per il suo esercizio tanto da parte delle persone fisiche quanto dalle società.

L'analisi delle due norme risulta imprescindibile per comprendere in che modo la libertà di stabilimento operi concretamente nell'ordinamento dell'Unione e come essa si ponga quale fondamento giuridico delle più recenti dinamiche di mobilità societaria transfrontaliera.

Come si è avuto modo di vedere, il TFUE, si occupa dei soggetti esercenti un'attività autonoma sotto due profili distinti: il diritto di stabilimento (artt. da 49 a 55) e la libera prestazione dei servizi (artt. da 56 a 62).

Si può dire che con il diritto di stabilimento il TFUE prende in considerazione il caso del soggetto che intende trasferirsi, cioè esercitare stabilmente un'attività autonoma di carattere economico, in uno Stato membro nel quale egli non operava precedentemente.

Dall'altro lato, con la libera prestazione dei servizi, il TFUE disciplina quell'ipotesi in cui il soggetto decida di prestare la propria attività in uno Stato

membro diverso da quello in cui è stabilito però senza trasferirsi nello Stato della prestazione.

Il motivo di questa duplicità risiede nella constatazione che – a seguito dello sviluppo delle moderne tecniche di comunicazione e di trasporto – la prestazione di attività autonome può essere effettuata, dal punto di vista pratico, senza necessità che il prestatore si stabilisca nello Stato in cui la prestazione viene effettuata³⁷⁷.

Molto si è discusso intorno alle nozioni di diritto di stabilimento e libera prestazione dei servizi, nonché al criterio distintivo tra le due.

Questa distinzione assume rilievo nel contesto della mobilità societaria poiché consente di individuare quando l'attività economica di un'impresa presenti un carattere stabile e duraturo tale da determinare un effettivo radicamento nell'ordinamento di uno Stato membro. In tale prospettiva, il diritto di stabilimento rappresenta il presupposto giuridico che consente alle società di trasferire o riorganizzare la propria presenza all'interno del territorio.

Partendo dall'art.49 del TFUE, il secondo comma dispone che *“la libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali”*.

Si tratta di una definizione caratterizzata da un elevato grado di generalità, che, isolatamente considerata, non consente di individuare con precisione i requisiti che l'attività autonoma deve presentare per rientrare nell'ambito di applicazione della norma. Tale nozione acquista maggiore chiarezza se posta a confronto con quella della libera prestazione dei servizi.

L'individuazione delle società quali soggetti titolari della libertà di stabilimento affidata all'art.54 TFUE, il quale equipara alle persone fisiche le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede statutaria, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'unione,

³⁷⁷ DANIELE, LUIGI. e S.AMADEO. *Diritto del mercato unico europeo e dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia*. Sesta edizione., Milano, 2023.

riconoscendo la loro piena legittimazione a beneficiare delle garanzie previste dagli artt. 49 ss TFUE³⁷⁸.

Ai sensi dell'art.57 TFUE, terzo comma, infatti *“Senza pregiudizio delle disposizioni del capo relativo al diritto di stabilimento, il prestatore può, per l'esecuzione della sua prestazione, esercitare, a titolo temporaneo, la sua attività nello Stato membro ove la prestazione è fornita, alle stesse condizioni imposte da tale Stato ai propri cittadini”*.

Ne consegue che l'elemento distintivo tra diritto di stabilimento e libera prestazione dei servizi non attiene al contenuto dell'attività esercitata, bensì al suo carattere stabile ovvero temporaneo³⁷⁹. In particolare, il diritto di stabilimento implica la possibilità, per un cittadino comunitario, di partecipare in modo stabile e continuativo alla vita economica di uno Stato membro diverso da quello di origine e trarne beneficio³⁸⁰.

L'art.49 TFUE, primo comma, prevede che *“nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro*

³⁷⁸ Come osservato da A. BARTOLACELLI, C. TEICHMANN, *Trasferimento della sede sociale all'estero e trasformazione transfrontaliera all'interno dell'Unione Europea*, in G. CANAVESI (a cura di), *Tempo e spazio nella dimensione giuridica, economica e sociale*, Napoli, 2020, p. 99: *“L'applicazione alle società dell'art. 49 TFUE sulla mobilità delle persone fisiche non è tuttavia di completa immediatezza. Mentre, infatti, per le persone fisiche è del tutto naturale discorrere di cittadinanza, non altrettanto immediato è il concetto di nazionalità applicabile ad una società”*

³⁷⁹ Per un approfondimento sulla questione del carattere stabile o temporaneo dell'attività economica, con particolare riferimento ai criteri quantitativi e qualitativi adottati dalla dottrina e dalla giurisprudenza per distinguere tra stabilimento e prestazione di servizi, si veda, DANIELE, LUIGI, e S.AMADEO. *Diritto del mercato unico europeo e dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia*. Sesta edizione., Milano, 2023.

³⁸⁰ La dir. 2006/123/CE fornisce all'art. 4, n. 5, la seguente definizione di stabilimento: *“l'esercizio effettivo di un'attività economica di cui all'art. 43 del trattato [ora art. 49 TFUE] a tempo indeterminato da parte del prestatore, con un'infrastruttura stabile a partire dalla quale viene effettivamente svolta l'attività di prestazione di servizi”*. La definizione appare più restrittiva di quella talvolta accolta in giurisprudenza. V. sentenza 9 marzo 1999, C-212/97, Centros, in cui viene considerato stabilimento anche *la sede sociale di una società dove non si svolge alcuna attività*.

V. anche la sentenza Gebhard cit., dove invece si ammette che anche un libero prestatore può disporre di una sede per l'esercizio della propria attività (punto 27). Lo stabilimento in un determinato Stato membro può assumere le forme più diverse. Può consistere, ad esempio, nell'organizzare nel territorio di uno Stato membro una rete di centri per la raccolta e la trasmissione di scommesse su eventi sportivi gestiti da una società stabilita in altro Stato membro, anche se gli esercenti di tali centri sono operatori autonomi rispetto alla società in questione (sentenza 6 novembre 2003, C-243/01, Gambelli, punto 46, e 8 settembre 2010, C-409/06, Winner Wetten, punto 47). Invece l'offerta di servizi analoghi via internet ad utenti di uno Stato membro da parte di un soggetto stabilito in un altro Stato membro e che non disponga di alcuna sede, nemmeno secondaria, nel primo Stato membro è stata considerata attività svolta in regime di libera prestazione: sentenza 8 settembre 2009, C-42/07, Liga Portuguesa, punti 45-48 (v. anche sentenze 8 luglio 2010, C-447/08 e C-448/08, Sjöberg, punto 34, e 12 luglio 2012, C-176/11, Larix, punti 16 e 17, sulla pubblicità effettuata in uno Stato membro di giochi d'azzardo organizzati in uno altro Stato membro).

nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro”.

Le forme di stabilimento consentite da tale norma sono due: a) il diritto di stabilimento vero e proprio, che si realizza quando un soggetto si stabilisce in uno Stato membro diverso dal proprio – o da quello in precedenza stabilito – il proprio unico centro di attività, il c.d. stabilimento primario; b) il diritto di aprire agenzie, succursali o filiali, che si realizza quando un soggetto, che è già stabilito in uno Stato membro, crea un ulteriore centro di attività in un altro Stato membro, il c.d. stabilimento secondario.

Affinché si possa comprendere la portata del diritto di stabilimento primario è opportuno richiamare il secondo comma dell’art.49, il quale prevede che *“la libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini, fatte salve le disposizioni del capo relativo ai capitali”.*

Tale norma ha un doppio contenuto, in quanto, in primo luogo conferisce ai cittadini di uno Stato membro il diritto di accesso e di esercizio delle attività autonome nel territorio di un altro Stato membro, contemplando anche la possibilità che ciò avvenga attraverso la costituzione e la gestione di imprese o società di cui il soggetto interessato detiene il controllo.

In secondo luogo, la norma vieta allo Stato membro dello stabilimento di imporre ai cittadini di altri Stati membri che intendono stabilirsi nel territorio, condizioni diverse rispetto a quel che vengono applicate nei confronti dei proprio cittadini, c.d. principio del trattamento nazionale.

La prima modalità attraverso cui le società hanno esercitato la libertà di stabilimento è rappresentata dalla possibilità di aprire filiali o succursali in Stati membri diversi da quelli di origine. Si tratta di una fattispecie che si è progressivamente delineata in via giurisprudenziale, a fronte di un quadro

normativo primario che pur riconoscendo espressamente la libertà di stabilimento alle persone giuridiche, presentavano profili di ambiguità interpretativa³⁸¹.

L'art. 49 TFUE, nel prevedere che la libertà di stabilimento comprenda non soltanto l'accesso e l'esercizio di attività autonome, ma anche la costituzione e la gestione di imprese, in particolare, di società, sembrerebbe dotato di immediata efficacia. Parallelamente, tuttavia, l'art. 50, par.2 lett. g), affida alle istituzioni europee il compito di adottare direttive volte a rendere equivalenti le garanzie richieste agli enti collettivi a tutela dei soci e dei terzi, prendendo così atto dell'esistenza di un livello di armonizzazione ancora incompleto³⁸².

In questo contesto si inserisce l'art. 54 TFUE che, come precedentemente affermato, equipara alle persone fisiche le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede statutaria, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione.

Secondo la Corte di Giustizia, tuttavia, spetta agli Stati membri individuare, nell'ambito di tali criteri, le società che possono dirsi costituite secondo il proprio diritto nazionale e che, come tali, sono legittimate a beneficiare della libertà di stabilimento³⁸³.

³⁸¹ G. CONTALDI, "Alcune Incoerenze Nell'attuale Disciplina Sullo Stabilimento Delle Società." Cuadernos de Derecho Transnacional, vol. 17, no. 1, 2025, pp. 10–27.

³⁸² Le direttive europee in materia societaria si possono raggruppare in tre categorie. Il primo gruppo riguarda l'assetto e la costituzione della società, incluse la struttura e la governance: tra queste, le direttive 68/151 (nullità) e 78/855 (fusioni), ora sostituite dalla direttiva (UE) 2017/1132, e la direttiva 89/667 (poi abrogata dalla 2009/102/CE), che ha introdotto la possibilità di costituire società a responsabilità limitata con un unico socio. Il secondo gruppo concerne il bilancio e le operazioni societarie, tra cui il bilancio consolidato (dir. 83/349, sostituita dalla 2013/34/UE) e le offerte pubbliche di acquisto (dir. 2004/25). Il terzo gruppo riguarda strumenti per favorire la cooperazione tra società o professionisti in diversi Stati membri, come il Gruppo europeo di interesse economico (GEIE, reg. 2137/1985).

³⁸³ Sentenza della Corte 16 dicembre 2008, causa C210/06, *Cartesio*, ECLI:EU:C:2008:723, punto 110: «Uno Stato membro dispone pertanto della facoltà di definire sia il criterio di collegamento richiesto a una società affinché essa possa ritenersi costituita ai sensi del suo diritto nazionale e, a tale titolo, possa beneficiare del diritto di stabilimento, sia quello necessario per continuare a mantenere detto status. Tale facoltà include la possibilità, per lo Stato membro in parola, di non consentire a una società soggetta al suo diritto nazionale di conservare tale status qualora intenda riorganizzarsi in un altro Stato membro trasferendo la sede nel territorio di quest'ultimo, sopprimendo in questo modo il collegamento previsto dal diritto nazionale dello Stato membro di costituzione». V anche le sentenze del 25 ottobre 2017, C106/16, *Polbud*, EU:C:2017:804, punto 34 e del 25 aprile 2024, causa C.276/22, *Edil Work 2*, cit., punto 26. Cfr. P.TROIANIELLO, *Lo stabilimento delle società nell'Unione europea*. Editoriale Scientifica, Napoli, 2009.

In tal senso, si potrebbe affermare che, se spetta agli ordinamenti nazionali individuare i criteri di collegamento che determinano l'appartenenza della società ad un determinato sistema giuridico, ne deriva che gli stessi – almeno in linea di principio – conservino la competenza a disciplinare le condizioni alle quali la società può cessare di essere assoggettata al proprio diritto.

Questa impostazione emerge con chiarezza nella sentenza *Daily Mail*, con la quale la Corte ha affermato che le società sono enti creati da un ordinamento giuridico nazionale e che essi esistono unicamente in forza delle legislazioni che ne disciplinano la costituzione e il funzionamento, escludendo che dall'art.54 TFUE possa desumersi un diritto al trasferimento della sede con conservazione dello *status* originario³⁸⁴.

Da detta decisione emerge un elemento che contraddistinguerà la giurisprudenza successiva, tendente ad una lettura limitativa del disposto dell'art.54 TFUE: in particolare la Corte menziona solo una modalità di attuazione del diritto di stabilimento, che dà la possibilità di costituire filiali o succursali³⁸⁵, mentre non tratta estensivamente la questione relativa della possibilità di trasferire la propria sede da uno Stato membro all'altro, mantenendo inalterato lo status giuridico acquisto sulla base dell'ordinamento di origine³⁸⁶.

Questa linea interpretativa è stata mantenuta fino al caso *Centros*, nel quale la Corte ha ritenuto incompatibile con gli artt.49 e 54 TFUE il rifiuto opposto dalle

³⁸⁴ Sul punto v. anche N. DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge, 2021; l'A., p. 102, sottolinea peraltro che la Società Europea, la Società Cooperativa Europea e il Gruppo Europeo di Interesse Economico facciano eccezione all'impostazione della Corte, affermata nella risalente decisione *Daily Mail*, per cui le società sono “creature della legge” nazionale. Cfr. CGUE, sentenza 27 settembre 1988, causa C-81/87, *Daily Mail and General Trust plc*, in Raccolta, 1988, p. 5483.

³⁸⁵ G.CONTALDI, “*Alcune Incoerenze Nell’attuale Disciplina Sullo Stabilimento Delle Società.*” Cuadernos de Derecho Transnacional., vol. 17, no. 1, 2025, pp. 10–27: sul punto si sostiene che il diritto dell’UE non fornisce una definizione univoca di succursale. Anche l’undicesima direttiva (89/666/CEE, poi abrogata dalla 2017/1132/UE) non ne dava una. Tuttavia, la dottrina concorda nel ritenere che il concetto debba essere interpretato estensivamente, includendo qualsiasi struttura societaria usata nella prassi commerciale, al fine di garantire la più ampia estensione del diritto di stabilimento secondario. In dottrina v. A.PIETROBON, *L’interpretazione della nozione comunitaria di filiale*, Padova, 1990, p. 169 ss.; L. ENRIQUES, *Società costituite all'estero*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja-Branca, Bologna, 2007, p. 37.

³⁸⁶ Per approfondimento v. Sentenza della Corte 27 settembre 1988, causa 81/87, ECLI:EU:C:1988:456, punto 19.

autorità danesi alla registrazione della succursale di una società inglese costituita al solo fine di svolgere integralmente la propria attività in Danimarca³⁸⁷.

Questa decisione ha segnato una evoluzione dell'impostazione restrittiva affermata precedentemente con la sentenza *Daily Mail*.

Tuttavia, l'esito del caso *Centros* rivela una contraddizione interna nell'impostazione della Corte, in quanto, la società pur formalmente stabilita nel Regno Unito, aveva lasciato in tale paese un collegamento del tutto marginale e privo di reale incidenza sull'attività gestoria, concentrando l'intera operatività nello Stato in cui si trasferiva. Ne deriva che un'operazione qualificata come stabilimento secondario può, in concreto, produrre effetti analoghi a quelli di un vero e proprio trasferimento della sede principale³⁸⁸.

Ciò dipende dal fatto che il concetto di stabilimento primario, modellato sulle persone fisiche, si rileva poco adeguato alle società, per le quali esso assume contorni sfumati. Tale fattispecie viene solitamente ricondotta all'ipotesi di un ente che, pur mantenendo la sua sede statutaria nello Stato di costituzione, sposti la sede effettiva all'estero mantenendo lo *status* giuridico originario. La non analiticità della nozione è accentuata dalla pluralità di collegamenti e dalle norme materiali vigenti nei diversi ordinamenti nazionali, i quali possono ammettere o escludere la possibilità per le società costituite secondo legge di stabilire o trasferire la sede all'estero.

L'interpretazione dell'art.54 TFUE fornita dalla Corte, condotta sul piano del diritto dell'Unione, appare incompleta nella misura in cui trascura l'impatto delle norme sostanziali e di conflitti degli ordinamenti nazionali³⁸⁹. Affinché il trasferimento della sede sia possibile, è necessario che il diritto internazionale

³⁸⁷ Sentenza della Corte 9 marzo 1999, causa C-212/97, in *Racc.*, p. I-1459, punto 30. Questo caso appare un vero proprio *turning point* nella giurisprudenza della Corte di giustizia: v. l'editoriale di L. ENRIQUES, *A venticinque anni da Centros: il punto su concorrenza tra ordinamenti e migrazioni societarie*, in *Corporate Governance*, 2024, p. 303 ss.

³⁸⁸ G. CONTALDI, *Alcune Incoerenze Nell'attuale Disciplina Sullo Stabilimento Delle Società*, cit., 10–27.

³⁸⁹ Sentenza della Corte 16 dicembre 2008, causa C-210/06, *Cartesio*, cit., punto 110: «(u)no Stato membro dispone pertanto della facoltà di definire sia il criterio di collegamento richiesto a una società affinché essa possa ritenersi costituita ai sensi del suo diritto nazionale e, a tale titolo, possa beneficiare del diritto di stabilimento, sia quello necessario per continuare a mantenere detto status. Tale facoltà include la possibilità, per lo Stato membro in parola, di non consentire a una società soggetta al suo diritto nazionale di conservare tale status qualora intenda riorganizzarsi in un altro Stato membro trasferendo la sede nel territorio di quest'ultimo, sopprimendo in questo modo il collegamento previsto dal diritto nazionale dello Stato membro di costituzione».

privato dello Stato di origine riconosca valore al mutamento, dando alla società la possibilità di conservare la personalità giuridica acquisita e imponendo il mantenimento di un legame, anche solo formale, con l'ordinamento di provenienza. In tali circostanze, un'operazione presentata come stabilimento secondario può assumere, sul piano fattuale, i tratti di uno stabilimento primario.

La differenza tra i sistemi che adottano il criterio della sede e quelli fondati *sull'incorporation* incide sulla mobilità societaria. I primi, tendono ad assimilare il trasferimento all'estero a un mutamento della legge applicabile, con conseguente trasformazione dello statuto giuridico dell'ente; nei secondi sistemi, invece, il mantenimento della disciplina originaria è consentito anche nell'ipotesi in cui vi siano spostamenti di struttura organizzativa³⁹⁰.

L'incompatibilità tra i due modelli viene in parte attenuata dal principio del mutuo riconoscimento, in forza del quale lo Stato ospite è tenuto a riconoscere l'esistenza e la capacità giuridica delle società validamente costituite in un altro Stato membro³⁹¹.

Anche laddove il diritto internazionale privato dello Stato di origine consenta la migrazione della sede mantenendo intatta la personalità giuridica, possono sussistere ostacoli di diritto materiale derivanti dalla imposizione di formalità particolarmente gravose, tali da rendere di fatto impraticabile lo spostamento. Il diritto dell'Unione incontra, in tali ipotesi, un limite strutturale, potendo incidere sulle condizioni imposte dallo Stato ospitante ma non su quelle previste dallo Stato di origine, se non attraverso il principio del trattamento nazionale. Ne consegue che la disciplina delle condizioni di uscita delle società resta, in linea di principio affidata agli Stati membri, e che il superamento dell'attuale assetto frammentato

³⁹⁰ La sentenza della Corte 30 settembre 2003, causa C-167/01, *Inspire Art*, ECLI:EU:C:2003:512; Cfr. G. CONTALDI, *Alcune Incoerenze Nell'attuale Disciplina Sullo Stabilimento Delle Società*, Cit., 10–27.

³⁹¹ Discende, infatti, dall'operatività del principio del mutuo riconoscimento «l'obbligo corrispettivo di qualsiasi altro Stato membro in cui le[società] intendano trasferire la sede, intraprendere un'attività, o aprire una filiale, di riconoscerne la personalità e la capacità giuridica anche quando la legge applicata alla creazione degli enti in questione nel Paese di origine non è quella che sarebbe designata all'uopo dalle pertinenti norme di conflitto del Paese di ricevimento» (v. A. DAVA, *Il riconoscimento delle situazioni giuridiche costituite all'estero nella prospettiva di una riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, in *Riv. dir. int.*, 2019, p. 319 ss., 357; A.L. CALVO CARACAVA, *Mutual Recognition as a Method in European Private International Law*, cit., p. 103).

può avvenire solo mediante l'intervento di armonizzazione dell'Unione, come dimostrato dalla introduzione dell'istituto di trasformazione transfrontaliera³⁹².

Le aporie evidenziate, derivanti dalla coesistenza di modelli nazionali di collegamento eterogenei e dall'insufficienza degli strumenti di armonizzazione, hanno lasciato irrisolto il nodo fondamentale relativo all'ammissibilità del trasferimento della sede con continuità della personalità giuridica. Su questo terreno, è intervenuta la pronuncia sul caso *Polbud*, destinata a segnare un punto di svolta nell'interpretazione della libertà di stabilimento delle società.

2.2 La giurisprudenza della Corte di Giustizia

La sentenza *Polbud* (C-106/16, 25 ottobre 2017) interviene su un punto rimasto a lungo controverso nella disciplina europea della libertà di stabilimento delle società, collocandosi come ultimo tassello di una giurisprudenza – ben nota – della Corte di Giustizia, che prende avvio dalla sentenza *Daily Mail*³⁹³.

La vicenda nel caso *Polbud* non si differenzia nelle sue linee essenziali rispetto ad alcuni noti precedenti: una società di diritto polacco, *Polbud*, deliberava il trasferimento della propria sede legale in Lussemburgo, trasformandosi nella *Consoil Geotechnik Sàrl*, con espressa conferma della continuità giuridica fra i due soggetti.

Al momento della richiesta di cancellazione dal registro delle imprese polacco, tuttavia, l'autorità nazionale opponeva il diritto commerciale interno, che subordinava la cancellazione alla presentazione di documentazione attestante l'avvenuto scioglimento e la liquidazione delle società. Tale procedura estintiva, secondo il legislatore polacco, costituiva uno strumento necessario a tutela dei creditori, soci di minoranza e lavoratori.

³⁹² E. PEDERZINI, *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di giustizia*. in E. PEDERZINI *Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016, p. 95 ss., 123.

³⁹³ Corte di giustizia UE, sentenza del 27 settembre 1988, causa 81/87, *Daily Mail and General Trust*, EU:C:1988:456; C.C. Carli, *Diritto tributario europeo e "paradisi fiscali": abuso del diritto di stabilimento o lacuna del sistema fiscale comunitario?* in Riv. dir. eur., 1988, p. 128 ss.; J. LEVER, CASE 81/87, *The Queen v. H.M. Treasury ex parte Daily Mail and General Trust PLC (Judgment of 27 September 1988)*, in Common Market Law Rev., 1989, p. 327 ss.; O. SANDROCK, *Das Internationale Gesellschaftsrecht nach der Daily Mail-Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs: Quo vadis?*, in Recht intern. Wirtschaft, 1989, p. 249.

La società non era in grado di produrre la documentazione richiesta, non avendo proceduto allo scioglimento, ma soltanto al trasferimento della sede legale. Essa sosteneva che la condizione imposta dal diritto nazionale fosse più che altro una “restrizione”, non giustificata, della libertà di stabilimento primario, poiché la liquidazione – pur formalmente diretta a tutelare gli interessi coinvolti – si traduceva in un onere sproporzionato: lo scioglimento impediva la trasformazione transfrontaliera con continuità della personalità giuridica, costringendo all’estinzione della società di origine e alla successiva costituzione di un nuovo soggetto nello Stato di destinazione³⁹⁴.

A complicare ulteriormente il quadro, la circostanza che la sede effettiva – intesa come centro degli interessi principali della società – rimaneva in Polonia, sicché il giudice del rinvio dubitava del carattere abusivo dell’operazione, proprio in assenza di uno spostamento materiale dell’attività.

Nel risolvere la questione, la Corte si è confrontata con due orientamenti opposti, maturati nella propria giurisprudenza: da un lato, quello restrittivo, emerso in pronunce quali *Daily Mail*, *Factortame* e *Cardbury Schweppes*, secondo cui la libertà di stabilimento presupporrebbe l’esercizio effettivo di un’attività economica mediante un insediamento reale nello Stato ospitante; dall’altro, quello estensivo, inaugurato con *Centros*³⁹⁵ e proseguito con *Überseeing*³⁹⁶, *Inspire Art*³⁹⁷, *Cartesio* e *VALE*, che valorizza la scelta dell’ordinamento di costituzione e ammette la

³⁹⁴ S.MARINO, *la libera circolazione delle persone giuridiche: la definitiva “liberalizzazione” del diritto di stabilimento primario delle società commerciali?*, Diritto del commercio internazionale, fasc.2, 2018, p.533; Cfr. E.STABILE, *La libertà di stabilimento e la trasformazione transfrontaliera: la sentenza Polbud* (nota a Corte di giustizia, Grande Sezione, 25 ottobre 2017, causa C-106/16).

³⁹⁵ La Centros Ltd era società costituita, dalla coppia di coniugi Bryde, secondo il diritto inglese al fine di beneficiare di tale più favorevole disciplina. La sede sociale, in particolare, era stata stabilita presso l’abitazione di una loro conoscente in Inghilterra, mentre l’attività economica veniva svolta esclusivamente sul territorio del paese della sede secondaria: la Danimarca. La domanda di registrazione della sede secondaria in quest’ultimo Stato era, però, stata rifiutata. Ciò in quanto la Centros Ltd era reputata una pseudo foreign company tramite la quale i coniugi stavano attuando una “elusione” del diritto danese, integrante un abuso della libertà di stabilimento.

³⁹⁶ CGUE, causa C-208/00, *Überseeing BV v. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH (NCC)*, in Raccolta, 2002, p. I-9919.

³⁹⁷ Inspire Art Ltd era una pseudo foreign company costituita ai sensi del diritto inglese, ma operante esclusivamente sul territorio olandese. La peculiarità del caso (molto simile alla vicenda Centros) risiede nella circostanza che la società non aveva trovato ostacoli al momento della registrazione della succursale (sotto questo profilo, infatti, il governo olandese si dichiarava molto “liberale”), ma si vedeva sottoposta a condizioni peculiari, in ragione della sua natura di “letter-box company”, ai sensi di una legge entrata in vigore nel 1997, la *Wet op de formeel buitenlandse vennootschappen*, “WFBV”.

dissociazione tra sede legale, amministrazione centrale e luogo di svolgimento dell'attività economica.

La contrapposizione tra questi due orientamenti non è meramente teorica in quanto incide direttamente sulla possibilità per le società di trasferire la propria sede o di assoggettarsi alla legge di un diverso Stato membro. L'avvocato generale Kokott, richiamando il filone giurisprudenziale restrittivo e insistendo sulla nozione di "infrastruttura" e di insediamento economico reale, proponeva una lettura che avrebbe circoscritto l'operatività dello stabilimento primario alle sole ipotesi in cui la società si fosse effettivamente radicata nel territorio dello stato di destinazione. La Corte, tuttavia, restringendo tale impostazione accoglieva l'interpretazione estensiva, affermando che gli artt.49 e 54 TFUE, trovano applicazione anche nell'ipotesi di trasferimento della sola sede legale ai fini della trasformazione in una società soggetta al diritto di un altro Stato Membro, senza che sia necessario lo spostamento dell'amministrazione centrale o del centro di attività principale³⁹⁸.

Essa chiariva che la scelta di assoggettarsi ad una *lex societatis* più favorevole non integrava, di per sé, un abuso del diritto, estendendo allo stabilimento primario i principi già elaborati in materia di stabilimento secondario³⁹⁹.

Quanto alle restrizioni imposte dallo Stato di origine, la Corte qualificava come incompatibile con il diritto dell'unione la normativa che subordini il trasferimento della sede legale alla liquidazione della società. Pur riconoscendo che la tutela di creditori, soci di minoranza e lavoratori costituisce un motivo imperativo di interesse generale, essa escludeva che tali esigenze possano giustificare un

³⁹⁸ Sulla riconduzione della fattispecie Polbud nell'ambito dello stabilimento primario anche in assenza di un insediamento economico reale e sul superamento dell'impostazione restrittiva di *Daily Mail*, v. S.MARINO, *La libera circolazione delle persone giuridiche: la definitiva "liberalizzazione" del diritto di stabilimento primario delle società commerciali?*, Diritto del commercio internazionale, fasc.2, 2018, p.533, secondo cui: "la Corte fonda l'applicabilità dell'art.54 TFUE sul solo dato della costituzione della società in base al diritto di uno stato membro e sulla localizzazione nell'Unione di almeno uno dei tre criteri di collegamento (sede legale, amministrazione centrale, centro di attività principale) senza attribuire prevalenza ad uno di essi".

³⁹⁹ Sulla conferma della dottrina Centros e sulla non configurabilità dell'abuso del diritto nel mero sfruttamento di una legislazione più favorevole, v. S.MARINO, *la libera circolazione delle persone giuridiche: la definitiva "liberalizzazione" del diritto di stabilimento primario delle società commerciali?*, Diritto del commercio internazionale, fasc.2, 2018, p.533, che evidenzia come: "la dissociazione tra sede legale, amministrazione centrale e centro di attività principale divenga "assoluta", consentendo la loro collocazione in Stati membri diversi; Cfr. S. FORTUNATO, *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di giustizia. Il caso Centros*, in Dir. un. eur., 2000, p. 83 ss.; C. CARRARA, *Il caso Centros Ltd. C. Erhvervs - OPG Selskabssyrelsen e il criterio di collegamento internazionalprivatistico della sede effettiva*, in Dir. fall., 2001, p. 827 ss.

automatismo estintivo generalizzato, poiché una simile misura non supera il vaglio di proporzionalità secondo il test di *Gebhard*, fondandosi sulla presunzione astratta di rischio e non consentendo una valutazione concreta del caso⁴⁰⁰.

Da ciò discende che una disciplina nazionale che imponga lo scioglimento e la liquidazione della società prima della cancellazione dal registro delle imprese integra una restrizione non necessaria e non proporzionata alla libertà di stabilimento – comportando una violazione della disciplina contenuta negli artt. 49 e 54 TFUE –⁴⁰¹. Ne consegue che gli Stati membri non possono subordinare il trasferimento della sede alla previa estinzione della società, dovendo consentire operazioni di trasformazione o trasferimento con continuità della personalità giuridica.

Infatti, un intervento legislativo o regolamentare che vada ad incidere sull'esercizio del diritto da parte di un soggetto deve “superare” il c.d. test *Gebhard* il quale prevede quattro condizioni: a) applicarsi in modo non discriminatorio; b) essere giustificato da motivi imperativi di interesse pubblico; c) essere idoneo a conseguire lo scopo perseguito; d) non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato, il c.d. principio di proporzionalità⁴⁰².

L'effetto sistemico della pronuncia *Polbud* è rilevante: la Corte consacra la piena dissociazione dei criteri di collegamento previsti dall'art. 54 TFUE, ammettendo che sede legale, amministrazione centrale e centro di attività principale possano essere collocati in Stati membri diversi anche in assenza di uno spostamento effettivo dell'attività economica.

⁴⁰⁰ V. Corte di Giustizia, sentenza 30 nov. 1995, causa C-55/94, *Gerbhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano*, ECLI:EU:1995:411, dove la Corte di Giustizia ha stabilito che le restrizioni non discriminatorie alle libertà fondamentali dell'UE, come la libertà di stabilimento, sono ammissibili solo se: i) applicate senza discriminazioni; ii) giustificate da esigenze imperative di interesse generale; iii) idonee, necessarie e proporzionate rispetto all'obiettivo perseguito. Tale pronuncia costituisce il paradigma di controllo delle misure nazionali sul diritto dell'Unione.

⁴⁰¹ Eur-lex: il principio di proporzionalità è illustrato nell'art. 5 par. 4 TUE. Esso rientra tra i principi generali del diritto dell'Unione europea e richiede che le restrizioni alle libertà fondamentali (tra cui la libertà di circolazione) siano adeguate e necessarie per il conseguimento dell'obiettivo legittimo e non impongano un onere eccessivo rispetto all'obiettivo perseguito.

⁴⁰² G. – J. VOSSESTEIN, *Modernization of European Company Law and Corporate Governance. Some Considerations on Its Legal Limits*, Alphen aan den Rijn, 2010, p. 204, che evidenzia che le misure restrittive eventualmente introdotte dalle istituzioni dovrebbero essere funzionali al perseguimento di interessi generali dell'Unione e non a interessi “locali”.

Questa impostazione rende possibile, per le società, trasferire la propria sede legale verso ordinamenti ritenuti più efficienti pur continuando a svolgere la propria attività nello stato di origine⁴⁰³. Da ciò deriva un modello di mobilità societaria fondato sulla continuità transazionale dell'ente e sulla possibilità di scegliere l'ordinamento ritenuto più efficiente, rafforzando in modo significativo i fenomeni di concorrenza normativa⁴⁰⁴. Al tempo stesso, la pronuncia ha messo in luce le persistenti incoerenze del quadro normativo europeo, caratterizzato dalla coesistenza di soluzioni giurisprudenziali e di discipline settoriali solo parzialmente armonizzate, come dimostra anche il successivo intervento legislativo avvenuto tramite l'emanazione della direttiva (UE) 2019/2121, la quale, pur introducendo una procedura armonizzata di trasformazione transfrontaliera e specifiche tutele per soci, creditori e lavoratori, non risolve integralmente il problema del coordinamento dei criteri di collegamento e della determinazione del momento in cui la società cessa di essere assoggettata alla legge di origine per sottoporsi alla legge di destinazione.

La portata innovativa della sentenza *Polbud* non si esaurisce, tuttavia, nel divieto di subordinare il trasferimento della sede legale alla liquidazione della società. Il profilo di reale discontinuità rispetto ai precedenti è rappresentato dal definitivo sganciamento della libertà di stabilimento dalla nozione di insediamento economico reale nello stato di destinazione. La Corte trasforma così la libertà di stabilimento da strumento di tutela dell'attività economica in meccanismo di tutela della scelta dell'ordinamento giuridico applicabile, consacrando la possibilità per le società di modificare la propria *lex societatis* anche in assenza di un *economic link* con il paese di arrivo. In tal modo viene estesa allo stabilimento primario la logica già affermata nel procedimento *Centros* per lo stabilimento secondario, con l'effetto di legittimare una mobilità societaria fondata sulla mera volontà

⁴⁰³ R. ADAM, A. TIZZANO, *Manuale di Diritto dell'Unione europea*, Torino, 2017, p. 499.

⁴⁰⁴ V. S. MARINO, *la libera circolazione delle persone giuridiche: la definitiva "liberalizzazione" del diritto di stabilimento primario delle società commerciali?*, *Diritto del commercio internazionale*, fasc.2, 2018, p.533, in dottrina si è sottolineato che la sentenza *Polbud* rafforza indirettamente la concorrenza normativa tra Stati membri, consentendo alle società di collocare separatamente i tre criteri di collegamento di cui all'art.54 TFUE e di beneficiare, di volta in volta, della disciplina nazionale ritenuta più conveniente, senza necessità di costituire succursali o filiali, ma tramite la scissione dello stabilimento primario.

dell'impresa di assoggettarsi a una disciplina più favorevole e di rafforzare i fenomeni di concorrenza normativa tra Stati membri.

La possibilità per le società di trasferire la propria sede legale anche in assenza di uno spostamento effettivo dell'attività economica ha rafforzato in modo significativo le dinamiche di mobilità societaria all'interno del mercato europeo.

In tale contesto, il trasferimento della sede può assumere un ruolo strategico anche per le società quotate, consentendo loro di modificare il quadro normativo applicabile alla governance e, in alcuni casi, di preparare successive operazioni di riorganizzazione societaria, tra cui l'eventuale uscita dal mercato regolamentato.

2.3 L'evoluzione normativa europea: dalla Direttiva (UE) 2017/1132 alla Direttiva (UE) 2019/2121

La Direttiva 2017/1132/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, entrata in vigore il 20 luglio 2017, è stata emanata in virtù dell'art.50, par.2, lett. g) TFUE, con l'obiettivo di armonizzare le disposizioni nazionali in materia societaria, tutelare gli interessi dei soci e dei terzi, garantire lo sviluppo del mercato interno, nonché la libertà di stabilimento e di circolazione dei capitali.

Le differenze giuridiche e la non sufficiente integrazione tra gli Stati membri giustificano i continui interventi di armonizzazione⁴⁰⁵ finalizzati a porre un freno al fenomeno del c.d. arbitraggio normativo che consente alle società di scegliere il sistema giuridico più favorevole, con finalità elusive o opportunistiche con possibili effetti da concorrenza tra ordinamenti al ribasso, c.d. *race the bottom*⁴⁰⁶.

⁴⁰⁵ V. il considerando n. 1 Direttiva 2017/1132/UE: «le direttive ... hanno subito varie e sostanziali modifiche. A fini di chiarezza e razionalizzazione è opportuno procedere alla loro codificazione». Si veda BENEDETTELLI-LAMANDINI, *c Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, 179 ss.; SANTELLA, "Prospettive del diritto societario europeo", in questa *Rivista*, 2010, IV, 770 ss.; HOPT, "Company Law in the European Union: Harmonization and/or Subsidiarity?", in *Int. Comp. Corporate Law Rev.*, 1999, I, 41 ss.; KULMS, "Private Company Law in Europe – Time for Reform?", in questa *Rivista*, 2008, IV, 734 ss.; ENRIQUES-ZORZI, "Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo", in *Riv. Soc.*, 2016, V, 775 ss.; JR. FERRI – S. RICHTER, *Profili attuali di diritto societario europeo* (Milano, 2010), 1 ss.; D. MONACHE, "Questioni attuali del diritto societario europeo", in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 2, 1 ss.; WEIGMAN, "Verso un diritto societario europeo", in *Giur. it.*, 2009, V, 1297 ss.; PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo", in *Corriere giur.*, 2003, I, 95 ss.

⁴⁰⁶ Il termine 'Race to the Bottom' indica la competizione tra aziende o paesi nel ridurre standard, prezzi o regolamentazioni per attrarre investimenti o clienti, con possibili effetti negativi su qualità, diritti dei lavoratori e ambiente, fenomeno crescente in un contesto economico globalizzato.

Tale direttiva – pur non toccando alcuni settori fondamentali del diritto societario, quali l'amministrazione e il controllo delle società di capitali – tende al coordinamento normativo di alcuni aspetti del diritto societario riguardo alla costituzione, alle modifiche del capitale delle società per azioni. La normativa contiene provvedimenti sulla pubblicità delle succursali di imprese europee ed estere, sulle fusioni transfrontaliere e sulle scissioni di società⁴⁰⁷.

La Direttiva, al Titolo I, Capo III, disciplina profili relativi agli obblighi pubblicitari che gravano in capo alle società. Tali obblighi vengono previsti sia nei confronti delle società degli Stati membri dell'UE, sia di Stati terzi, le quali decidono di aprire succursali in uno Stato membro. Pur in assenza di una definizione legislativa unitaria di succursale – tradizionalmente intesa come sede secondaria dotata di rappresentanza e di una certa autonomia organizzativa – il legislatore europeo, pur riconoscendo a tale istituto una tipica modalità di esercizio delle libertà di stabilimento, ne ha valorizzato la dimensione di trasparenza, imponendo specifici oneri informativi a tutela dei terzi⁴⁰⁸.

Il legislatore europeo muove dalla considerazione che l'esigenza di assicurare trasparenza per il mercato, ed in particolare della costituzione, degli atti e dei fatti riguardanti le società di capitali, nonché la tutela dei soggetti più "deboli" necessitano – almeno in parte – degli adempimenti pubblicitari per far conoscere e rendere opponibili determinati atti a soggetti terzi.

L'attenzione del legislatore europeo per il valore sistemico della trasparenza societaria emerge con evidenza nel quadro complessivo del diritto dell'Unione, come dimostrato nella direttiva (UE) 2017/1132, la quale, nel modificare la direttiva 2007/36/CE, mira a promuovere l'impegno a lungo termine degli azionisti⁴⁰⁹. In un contesto caratterizzato da un crescente frazionamento dell'azionariato nelle grandi

⁴⁰⁷ E.STABILE, *Brevissime note sulla Direttiva 2017/1132/UE nella codificazione del diritto societario europeo*, in Riv. dir. Soc., fasc. 4, 2017; Cfr. art.1 Direttiva 2017/1132

⁴⁰⁸ BENEDETTELLI-LAMANDINI, *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, 179; Cfr. L'art. 14 Direttiva 2017/1132/UE che prevede lo stesso regime anche per le succursali di società estere aperte nei paesi membri. Cfr. considerando n. 14 Direttiva 2017/1132/UE «La creazione di una succursale ... è una delle possibilità ... per esercitare il diritto di stabilimento»; e considerando n. 22 «La presente direttiva non pregiudica affatto gli obblighi di informazione cui sono tenute le succursali per effetto di altre disposizioni».

⁴⁰⁹ Cfr. l'art. 1, paragrafo 3, Direttiva 2017/828/UE e art.1, paragrafo 4, Direttiva 2017/828/UE che attribuisce ai soci il diritto di voto nell'assemblea generale sulla politica di remunerazione degli amministratori e impone alla società di redigere una relazione in materia.

imprese, la tutela effettiva dei diritti dei soci presuppone che le società siano in grado di identificarli e che gli intermediari siano tenuti a fornire le informazioni adeguate in ordine alla titolarità delle partecipazioni e all'esercizio dei diritti amministrativi.

In tale prospettiva si colloca l'istituzione del fascicolo unico presso il registro centrale, il registro di commercio o il registro delle imprese, nonché la creazione di un sistema di interconnessione tra i registri nazionali fondato su un identificativo unico, ai sensi dell'art.22 della Direttiva 2017\1132\UE, in continuità con quanto era previsto originariamente dagli artt. 3 e 4-bis della Direttiva 2009\101\CE⁴¹⁰.

In aggiunta – uno dei punti di maggiore rilievo e in connessione con la vicenda *Polbund* – è l'introduzione da parte della Direttiva della disciplina inerente alle fusioni e scissioni societarie, che persegue finalità di sviluppo del mercato unico, di riduzione degli oneri amministrativi, di rafforzamento della certezza del diritto e di miglior tutela dei soci, creditori e terzi. Le potenzialità dell'istituto della fusione transfrontaliera, già emerse, seppur in parte con la Direttiva 2005\56\CE e con la Direttiva 78\855\CEE sono così confermate come strumenti privilegiati per favorire la creazione di imprese di dimensione europea capaci di competere nel mercato interno⁴¹¹.

La *ratio* dell'intervento è quella di attenuare le profonde divergenze tra le discipline nazionali e di costruire un quadro procedurale uniforme, idoneo a rendere

⁴¹⁰ SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, Riv. dir. Soc., 2010, La Commissione Europea dovrà, tra l'altro, pubblicare entro l'8 giugno 2022 «... una relazione sul funzionamento del sistema di interconnessione dei registri ...» e potrà presentare proposte di modifica allo stesso. In altri termini, si rilancia l'European Business Register (EBR) e il BRITE, uno strumento che facilita lo scambio d'informazioni tra i registri dei paesi europei. Cfr. E.STABILE, *Brevissime note sulla Direttiva 2017\1132\UE nella codificazione del diritto societario europeo*, in Riv. dir. Soc., fasc. 4, 2017

⁴¹¹ E.STABILE, *Brevissime note sulla Direttiva 2017\1132\UE nella codificazione del diritto societario europeo*, in Riv. dir. Soc., fasc. 4, 2017, Tale disciplina si caratterizza per l'introduzione di garanzie procedurali in favore dei soggetti coinvolti: tra questi si segnalano, per i creditori, il diritto di chiedere garanzie adeguate e di proporre opposizione; per i soci, la possibilità di far valere la nullità delle fusioni dinanzi all'autorità giudiziaria nei casi previsti; infine, la previsione della forma dell'atto pubblico qualora l'ordinamento nazionale non preveda un controllo preventivo di legittimità ovvero lo limiti ad alcuni profili dell'operazione. Cfr. l'art. 108 Direttiva 2017/1132/UE che prevede, quali presupposti per la nullità, le ipotesi in cui «... è mancato il controllo preventivo di legittimità, giudiziario o amministrativo, oppure l'atto pubblico, o se si è accertato che la deliberazione dell'assemblea generale è nulla o annullabile in virtù del diritto nazionale». V. anche, RESCIO, *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla Direttiva 2005/56/CEE in materia di fusione transfrontaliera*, Riv. dir. Soc., 2007, I, 45 ss.

effettiva, anche in ambito societario, la libertà di stabilimento garantita dagli artt.49 e 54 TFUE.

Il quadro delineato da tale Direttiva – pur avendo coordinato diversi profili del diritto societario europeo – lasciava privo di una disciplina organica il fenomeno del trasferimento della sede con continuità della personalità giuridica. Come si è avuto modo di osservare, la tutela della mobilità societaria risultava affidata prevalentemente a strumenti “indiretti”, quali la fusione transfrontaliera e all’elaborazione giurisprudenziale della Corte di Giustizia.

Da ciò si giustifica l’emanazione della Direttiva 2019\2121 la quale è intervenuta introducendo una procedura armonizzata per le trasformazioni, fusioni e scissioni ponendo le basi per una disciplina positiva del trasferimento della sede nell’ambito del mercato interno⁴¹².

Il legislatore europeo, sollecitato dalla giurisprudenza *Centros*, *Überseering*, *Cartesio* e soprattutto *Polbud*, prende atto che la libertà di stabilimento non può essere più intesa come mera libertà di insediamento economico reale bensì come libertà di scelta dell’ordinamento giuridico di appartenenza, ammettendo la dissociazione tra sede legale, amministrazione centrale e centro di attività principale. In questa prospettiva si colloca la decisione di estendere il quadro armonizzato anche alle trasformazioni e alle scissioni transfrontaliere superando il precedente assetto frammentato⁴¹³.

La direttiva 2019\2121 ripropone i tratti strutturali tipici della disciplina sulle fusioni: fase preparatoria con progetto comune, obblighi informativi e consultivi, relazione degli amministratori. Tuttavia, ha introdotto un apparato di norme sostanziali di protezione per gli stakeholders, fondato su un modello tendenzialmente uniforme per tutte le operazioni disciplinate⁴¹⁴.

Nel recepimento della Direttiva, emergono soluzioni differenziate. L’ordinamento italiano – con il d.lgs. n.19\2023 – ha colto l’occasione per

⁴¹² D. O. IOAN, 2021. *"Transfer of seat within European Union. The latest developments on cross-border conversions, mergers, and divisions of companies,"* Proceedings of the International Conference on Business Excellence, Sciendo, vol. 15(1), pp. 917-929

⁴¹³ AKSAMOVIC, DUBRAVKA, D. AKŠAMOVIĆ (2019) *Transfer of Corporate Seat in EU: Recent Developments*. *Athens Journal of Law*, 5 (4), 419-434 (2021). *Athens Journal of Law* (2407-9685) 5 (2019), 4; 419-434, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3964883>

⁴¹⁴ C. MALBERTI, *Le scissioni transfrontaliere dopo la direttiva (UE) 2019/2121 e il d.lgs. 19/2023*, in *Riv. Soc.*, 2024, 2-3, 375.

riorganizzare l'intera materia delle operazioni straordinarie transfrontaliere, introducendo l'art.2510-bis c.c., in tema di trasferimento della sede all'estero., colmando così una lacuna storica dell'ordinamento interno. L'Italia si colloca tra quegli Stati che hanno esteso l'ambito applicativo della disciplina anche oltre i confini imposti dal diritto europeo, includendo soggetti diversi dalle società di capitali e operazioni extra-UE⁴¹⁵.

La direttiva distingue in modo implicito tra strumenti di protezione – informazione, consultazione – e strumenti di protezione in senso stretto, espressamente rivolti ai creditori⁴¹⁶.

Tra i primi rientra il sistema informativo incentrato sul progetto comune dell'operazione, che deve essere redatto dall'organo gestorio e pubblicato almeno un mese prima dall'assemblea. Il progetto deve indicare le eventuali garanzie che vengono offerte ai creditori⁴¹⁷.

A ciò si affianca il diritto dei creditori di avere la possibilità di presentare osservazioni e il rilascio del certificato preliminare da parte dell'autorità competente che attesta che vi sia un corretto svolgimento della procedura.

Dall'altro lato – tra gli strumenti in senso stretto – si rinvengono: il diritto dei creditori ad ottenere adeguate garanzie; la dichiarazione di solvibilità degli amministratori; le regole speciali di giurisdizione; la responsabilità solidale delle società beneficiarie in caso di scissione transfrontaliera.

Sul piano del recepimento, emergono delle divergenze, in quanto, in Italia, il legislatore ha ampliato la tutela riconoscendo ai creditori il diritto di opporsi all'operazione non solo per insufficienza delle garanzie, ma anche quando gli stessi temono un pregiudizio derivante dal solo mutamento della legge applicabile, valorizzando così una concezione sostanziale della protezione del credito.

Oltre ad aver inciso sulla posizione dei creditori – la direttiva 2019/2121/UE – ha apportato una modifica rilevante nei riguardi dei soci di minoranza, sottraendo la tutela degli stessi alla sola discrezionalità dei legislatori nazionali e determinando

⁴¹⁵ L. ENRIQUES – F. M. MUCCIARELLI, *Delle società costituite all'estero. Del trasferimento della sede all'estero (artt. 2507-2510-bis)*, in G. De Nova (a cura di), Torino, Giappichelli, 2024.

⁴¹⁶ D. CEVOLO – P. BARAZZETTA, *Trasformazioni, fusioni e scissioni cross-border: armonizzazione della disciplina UE*, in *Riv. Amm. Fin.*, 2023, 21, 26.

⁴¹⁷ G. CULMONE, *Libertà di stabilimento nell'Unione Europea e operazioni straordinarie transfrontaliere secondo la direttiva 2019/2121/UE*, in *Nuovo diritto societario*, 2024, p. 675 s.

l'introduzione dell'art. 126-*bis* nel TUF, che configura un sistema armonizzato di protezione⁴¹⁸.

Il principale strumento è il c.d. “diritto di *exit*” in favore dei soci dissenzienti, che consente loro di alienare le proprie partecipazioni contro un'adeguata liquidazione in denaro qualora l'operazione comporti l'assoggettamento della società alla *lex societatis* di un altro Stato membro. L'importo deve essere indicato nel progetto e valutato da un esperto indipendente, secondo criteri che tengano conto del valore della società prima dell'operazione. Accanto al diritto di recesso, la direttiva riconosce il diritto di contestare l'adeguatezza della liquidazione e, nelle fusioni e scissioni, il diritto dei soci non recedenti di contestare il rapporto di cambio⁴¹⁹.

L'ultima e più controversa innovazione della direttiva è rappresentata dal controllo antiabuso⁴²⁰.

Nella proposta originaria, il rifiuto del certificato preliminare era legato alla presenza di una costruzione artificiosa finalizzata ad indebiti vantaggi fiscali o alla lesione dei diritti dei lavoratori, creditori e soci. La vaghezza della formula aveva suscitato delle critiche, soprattutto per il rischio di scivolare verso un controllo di merito sulle scelte imprenditoriali.

Il testo definitivo ha mantenuto l'impostazione originaria, rimettendo la valutazione all'autorità competente “in conformità del diritto nazionale”. Ciò ha riaperto il timore di un ritorno a modelli protezionistici in contrasto con la giurisprudenza *Centros*.

In Italia, il controllo è affidato al notaio, il quale deve verificare che l'operazione non sia manifestamente abusiva o fraudolenta. La dottrina ha chiarito che tale verifica deve limitarsi ai casi di abuso “*ictu oculi perceptibile*”, non potendo

⁴¹⁸ F. M. MUCCIARELLI, *L'ambito di applicazione del decreto legislativo sulle operazioni transfrontaliere e internazionali e il mutamento di legge applicabile alle società*, cit.

⁴¹⁹ G. PAPADOPOULOS, *Legislation Commentary: Amendments on the EU Harmonization of Cross-Border Mergers after the Adoption of Directive 2019/2121*, in *European Business Law Review*, 24, 2023.

⁴²⁰ V. C. MALBERTI, *Le scissioni transfrontaliere dopo la direttiva (UE) 2019/2121 e il d.lgs. 19/2023*, cit., 13.

gravare in capo al notaio un obbligo di indagine sostanziale sui fini economici dell'operazione⁴²¹.

In definitiva, la direttiva 2019\2121\UE segna il passaggio da una tutela della mobilità societaria fondata prevalentemente sull'elaborazione giurisprudenziale della Corte di Giustizia ad un modello normativo positivo e strutturato, nel quale la libertà di stabilimento viene bilanciata, in modo espresso, con la protezione dei creditori, dei soci e dei lavoratori. Questo bilanciamento, tuttavia, non appare privo di ambiguità: l'introduzione del controllo antiabuso, rimesso ai parametri del diritto nazionale, rischia di incrinare l'uniformità applicativa della disciplina e di aprire spazi di resistenza statale alla mobilità transfrontaliera, in potenziale tensione con la giurisprudenza della Corte di Giustizia. È su questo crinale – tra armonizzazione e persistente frammentazione – che si collocano le principali criticità del nuovo assetto europeo.

3 I vantaggi fiscali e regolatori

3.1 Analisi dei principali ordinamenti di destinazione: il mercato olandese

Il fenomeno della “migrazione” di società quotate italiane all'estero, ed in particolare, in Olanda, ha avuto largo eco negli ultimi dieci anni, divenendo oggetto di analisi giuridiche ed economiche e soprattutto di preoccupazioni politiche⁴²².

È opinione largamente condivisa che tali trasferimenti siano stati motivati dall'esigenza di assoggettare l'organizzazione dell'impresa ad un diritto straniero – quale quello olandese – strutturalmente più permissivo in materia di *controlling enhancing mechanisms*, e quindi meno vincolato, rispetto al diritto italiano vigente

⁴²¹ P. MIRACOLO, *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere: chi effettua il controllo di legalità e con quali verifiche*, in *Il Quotidiano IPSOA*, 28 febbraio 2023.

⁴²² V. W. G. RINGE, *Corporate Mobility in the European Union – a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, 10, 230; V. BERTOLINO, *Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle*, in *Corriere della sera. L'economia*, 15 agosto 2023.

al tempo delle operazioni, da norme imperative di correlazione tra diritti patrimoniali e diritti di voto⁴²³.

La decisione di assoggettare la società al diritto olandese si giustifica, sotto il profilo tecnico, alla luce delle differenze esistenti tra i due ordinamenti in tema di disciplina dei meccanismi di rafforzamento del controllo. Tale circostanza consente di ricondurre il fenomeno alla più generale dinamica della concorrenza regolatoria, nella quale la libertà di stabilimento opera come strumento di selezione dell'ordinamento applicabile⁴²⁴.

Un profilo che risulta trascurato nel dibattito pubblico riguarda la natura formale di tali trasferimenti. Nella quasi totalità dei casi, le società che hanno “migrato” verso l'Olanda – tramite fusione o trasformazione transfrontaliera – hanno, in realtà, mantenuto nel territorio della Repubblica non soltanto la sede dell'amministrazione centrale ma anche la residenza fiscale e l'intero apparato produttivo, continuando a svolgere la propria attività economica sul territorio nazionale e a corrispondere le imposte in Italia. Ciò che nell'effettivo viene quindi “trasferito” è l'iscrizione nel registro delle imprese, con la conseguenza che la presenza olandese dell'ente si riduce, in concreto, a una mera *letter box company*⁴²⁵.

Nel linguaggio comune, l'espressione “migrazione societaria”, si utilizza per indicare in maniera indifferenziata, qualunque spostamento all'estero di una

⁴²³ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in Riv. delle soc, fasc.4, 2024, pag. 610 ss. Cfr. M. BELCREDI - L. FAVERZANI - A. SIGNORI (nt. 1), 19 ss.; L. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato* (15 luglio 2023), reperibile all'indirizzo fchub.it; Centro Studi Guido Rossi - *Diritto delle grandi imprese, Ragioni e ripercussioni del trasferimento di società quotate italiane nei Paesi Bassi: primi rilievi*, Riv. delle soc., 2024, 487 ss.; Assonime, Circolare n. 6 del 13 marzo 2024 - Legge 5 marzo 2024, n. 21 *Interventi a sostegno della competitività dei capitali*, in Riv. not., 2024, 609; F. MUCCIARELLI, *La libertà di stabilimento e la crisi della legittimazione politica del diritto societario*, in *Corporate Governance*, 2024, 376. Che la possibilità di ricorrere a meccanismi di rafforzamento del controllo rappresenti l'effettivo pull factor (capace di attrarre le società “migrate” come una sirena verso i Paesi Bassi), è testimoniato peraltro dalla circostanza che tale “obiettivo” è pressoché costante nella documentazione societaria relativa a ciascuna delle operazioni di “migrazione” completate nell'ultimo decennio.

⁴²⁴ F. MUCCIARELLI, *La libertà di stabilimento e la crisi della legittimazione politica del diritto societario*, in *Corporate Governance*, 2024, 376: Alcuni autori hanno osservato che la migrazione di società tra ordinamenti solleva questioni di legittimazione politica del diritto, poiché i soci non partecipano al processo democratico dello Stato di destinazione. Tuttavia, in un mercato dei capitali ormai globale, gli azionisti agiscono principalmente per massimizzare l'efficienza e il valore dell'impresa, mirando a benefici privati, più che per questioni di legittimazione democratica del diritto applicato.

⁴²⁵ E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, in Riv. delle soc, fasc.4, 2024, pag. 610 ss.

società. In realtà, una simile formula rischia di essere forviante, in quanto una società – in particolar modo quelle quotate – sono caratterizzate dalla presenza di una pluralità di collegamenti territoriali, ciascuno dei quali produce effetti giuridici rilevanti.

Sotto tale profilo, è possibile individuare tre sedi rilevanti.

In primo luogo, la c.d. “sede legale”, intesa come luogo di iscrizione nel registro delle imprese e, dunque come criterio di indicazione dell’ordinamento societario applicabile. Tale sede – inizialmente coincidente con quella di costituzione –, può essere spostata mediante la cancellazione dal registro originario e una nuova iscrizione in altro Stato, con conseguenze dirette in punto di diritto regolatore delle società.

In secondo luogo, accanto ad essa, si colloca la sede amministrativa o amministrazione centrale, vale a dire il luogo nel quale si svolgono stabilmente le funzioni direttive dell’impresa e in cui operano gli organi apicali. Essa rappresenta il centro effettivo dell’attività gestoria ed è unica, potendo coincidere o meno con la sede legale.

Infine, la terza sede è la c.d. sede della quotazione, ossia del mercato nel quale le azioni sono ammesse alle negoziazioni. A differenza delle precedenti, essa può essere plurima poiché una stessa società ha la possibilità di essere quotata su più mercati appartenenti a differenti ordinamenti, ciascuno dei quali tende a preservare l’integrità del proprio sistema di tutela degli investitori.

La diversa localizzazione di tali sedi comporta delle conseguenze rilevanti in quanto, la sede legale seleziona il diritto societario e l’autorità di vigilanza competenti; la sede amministrativa individua il collegamento discal principale e, invece, la sede di quotazione determina l’applicazione delle regole in materia di trasparenza, correttezza delle negoziazioni e protezione degli investitori.

La possibilità di interrompere, quindi dissociare questi criteri di collegamento apre la strada a fenomeni che vanno oltre il c.d. arbitraggio normativo cioè, quando l’impresa non si limita a scegliere l’ordinamento societario più conveniente, ma sfrutta sistematicamente la frammentazione delle competenze legislative,

regolamentari e di vigilanza tra Stati diversi, si realizza un arbitraggio di tipo sistemico⁴²⁶.

Tramite la dislocazione strategica delle sedi, la società può porsi in una posizione di forza nei confronti delle autorità pubbliche, complicando le funzioni di controllo e di enforcement e aumentando la propria capacità negoziale nei confronti dei singoli ordinamenti coinvolti.

Le operazioni che hanno interessato i Paesi Bassi possono essere ricondotte a un insieme di schemi omogenei che presentano tratti strutturali comuni pur nella diversità delle tecniche giuridiche utilizzate.

Una prima tipologia – storicamente più diffusa – è quella rappresentata dalla fusione transfrontaliera inversa, mediante la quale la *holding* operativa italiana quotata viene incorporata in una società interamente controllata dalla medesima, costituita in forma di *naamloze vennootschap* e avente sede legale nei Paesi Bassi, ma sede amministrativa e discalica mantenuta in Italia. A seguito di tale operazione, la società olandese assume il ruolo di capogruppo del nuovo gruppo, emettendo azioni a favore degli azionisti delle società incorporate e procedendo alla loro ammissione alla negoziazione sul mercato italiano ovvero sui mercati esteri. La stessa *holding* può limitarsi a svolgere un'attività puramente di direzione e coordinamento ovvero esercitare direttamente attività d'impresa in Italia tramite una sede secondaria con rappresentanza.

Una seconda tipologia divenuta più frequente – dopo l'arresto della Corte di giustizia nel *Polbud* – consiste nella trasformazione transfrontaliera della società per azioni italiana in una *naamloze vennootschap* di diritto olandese, con conservazione della personalità giuridica. Anche in questo caso, lo spostamento riguarda unicamente la sede legale, mentre la sede amministrativa e quella di

⁴²⁶ A. POMELLI, *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda*. Riv., di Corporate Governance, fasc.2, 2024, 337-373: L'arbitraggio sistemico si può ottenere per gradi, a seconda degli stadi di sviluppo e degli obiettivi strategici della società. Ad esempio, la società può cominciare con il trasferire la sola sede di quotazione o la sola sede legale o la sola sede amministrativa, e proseguire, successivamente, con il trasferimento di una o più delle altre sedi, come è accaduto per diverse società della galassia Fiat. In ogni caso, l'efficacia persuasiva (o dissuasiva) dell'arbitraggio sistemico nei confronti delle autorità pubbliche non dipende necessariamente dalla sua realizzazione in concreto. È sufficiente la mera minaccia, anche solo implicita, di avvalersene, purché la minaccia sia credibile. E la minaccia è tanto più credibile quanto più facile è, per la società, portarla ad esecuzione in caso di risposta negativa o di insufficienza della risposta da parte delle autorità pubbliche alle richieste o aspettative della prima, ed è tanto più efficace quanto più dannosa sarebbe la sua concretizzazione per lo Stato o gli Stati coinvolti.

quotazione restano collocate in Italia; in tal caso, non si registra alcuna riorganizzazione delle attività operative né interruzione dei rapporti giuridici facenti capo alla società, che proseguono senza soluzione di continuità.

Ciò che accomuna entrambe le configurazioni è il fatto che la società continua a presentare un radicamento economico e organizzativo nel territorio nazionale e l'unico elemento effettivamente trasferito all'estero è la sede legale, con conseguente applicazione del diritto societario olandese. Ne deriva che, pur mantenendo la quotazione sul mercato italiano, la società non è più assoggettata alla disciplina societaria italiana ma continua a essere soggetta alle regole del mercato e della tutela degli investitori previste dall'ordinamento.

Infatti, la separazione tra la sede legale e la sede effettiva consente di qualificare la soluzione olandese quale strumento di arbitraggio normativo: la società, attraverso il mero trasferimento della sede legale, accede a un diverso regime giuridico sostenendo costi di transazione contenuti e senza alterare la propria struttura economica.

In un contesto sovranazionale – come quello dell'Unione Europea – caratterizzato dalla progressiva affermazione del criterio di collegamento della sede legale in luogo di quella effettiva dà la possibilità alla mobilità giuridica dell'impresa di diventare il mezzo attraverso il quale poter selezionare l'ordinamento ritenuto più conveniente.

L'arbitraggio normativo non esaurisce la portata del fenomeno. La possibilità di collocare in giurisdizioni differenti la sede legale, la sede amministrativa e quella di quotazione consente alle imprese di suddividere i propri centri di imputazione giuridica e regolatoria, sottoponendosi contemporaneamente all'autorità di più e diversi Stati membri comportando l'indebolimento e l'inefficacia delle azioni delle autorità legislative, giudiziarie e di vigilanza.

In tale prospettiva si può quindi confermare come la soluzione olandese comporta non solo un arbitraggio tra ordinamenti si inserisce in una più ampia dinamica di arbitraggio “sistemico” che si riflette in capo all'equilibrio tra poteri

pubblici e grandi imprese multinazionali, rafforzando il potere negoziale di queste ultime nei confronti degli Stati di riferimento⁴²⁷.

3.2 Le implicazioni sulla governance e sulla tutela degli azionisti

Il trasferimento della sede legale nei Paesi Bassi non si esaurisce in una modifica formale del diritto applicabile ma produce un impatto profondo sugli assetti di corporate governance delle società interessate andando a incidere sull'equilibrio tra poteri di controllo, struttura proprietaria e tutela degli azionisti di minoranza⁴²⁸.

Il più evidente tra gli effetti riguarda la possibilità di adottare strumenti del controllo, il c.d. *control-enhancing mechanisms*, che l'ordinamento olandese ammette in forme ampie e prive di limiti quantitativi predeterminati. In particolare, il diritto dei paesi bassi dà la possibilità di adottare programmi di fedeltà basati sul possesso continuativo delle azioni, il c.d. *loyalty shares*, mediante i quali vengono attribuiti, agli azionisti, diritti di voto maggiorati in misura significativamente superiore rispetto al capitale effettivamente detenuto.

Da ciò discende la marcata separazione tra *voting rights* e *cash flow rights*⁴²⁹, che consente agli azionisti di riferimento di consolidare il controllo delle società anche in assenza di un incremento circa l'investimento economico.

Il disallineamento tra diritti di voto e diritti patrimoniali determina il superamento del principio di proporzionalità tra rischio economico e potere di governo dell'impresa, offrendo agli azionisti di riferimento di perseguire strategie

⁴²⁷ Il trasferimento della sede legale delle holding quotate nei Paesi Bassi consente di sottrarre al diritto nazionale il centro giuridico del controllo societario, pur mantenendo in Italia sede amministrativa e quotazione. Questo modello si distingue dalla "soluzione lussemburghese", più circoscritta e limitata a subholding operative, e dal modello statunitense, dove il primato del Delaware non genera effetti sistemici grazie a mercati federali unificati e a una regolamentazione centralizzata (SEC). V. L. ENRIQUES, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, in *European Business Law Review*, vol. 15, 2004, p. 1259 ss.; V. RINGE, *Corporate Mobility in the European Union – a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, p. 230 ss.

⁴²⁸ E. PEDERZINI, *la libertà di stabilimento delle società europee nella interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia*. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali, in Aa Vv, *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016, p.143 ss. M. LAMANDINI, *Libertà di stabilimento e diritto delle società*, Bologna, 2015, spec. p.211 ss.

⁴²⁹ K. HOPT, R. NOWAK, G. J., SOLINGE, G. V., & P. DAVIES, *Boards in Law and Practice. A Cross-Country Analysis in Europe*, 2013. V. L. ENRIQUES, M. GILSON, *Controlling Shareholders*, in *Harvard Law Review*, 2021, p.311 ss.

di lungo periodo senza essere esposti alle pressioni tipiche dei mercati finanziari caratterizzati da un elevato turnover azionario.

Sotto tale profilo, la scelta dell'Olanda come legge regolatrice dell'ente risponde all'esigenza di preservare la continuità del controllo e di garantire stabilità all'assetto proprietario, in particolare nei gruppi di impronta familiare.

Nonostante l'elevata flessibilità delle regole organizzative, ciò non si traduce in una compressione delle tutele offerte agli azionisti di minoranza⁴³⁰.

Al contrario, l'ordinamento olandese si caratterizza per la presenza di un sistema particolarmente rigoroso basato su norme comportamentali abbastanza severe che si pongono a presidio dell'esercizio del potere di controllo attraverso l'imposizione di doveri di lealtà e correttezza in capo agli amministratori e agli azionisti di riferimento.

Tali doveri non si esauriscono in enunciazioni di principio ma trovano concreta attuazione in un apparato giurisdizionale e regolatorio dotato di elevata credibilità, in grado di sanzionare in modo efficiente le condotte espropriative al fine di ristabilire l'equilibrio tra le parti in caso di abuso.

L'analisi condotta dal punto di vista statutario ha evidenziato come le società migrate nei Paesi Bassi hanno adottato meccanismi di potenziamento del voto: nella quasi totalità dei casi esaminati, le emittenti hanno introdotto dispositivi volti a rafforzare il peso decisionale dell'azionista di riferimento⁴³¹.

A tale omogeneità non corrisponde, tuttavia, l'adozione di vere e proprie categorie di azioni a voto plurimo nel senso tradizionalmente inteso nel diritto italiano.

Il diritto societario olandese non consente l'attribuzione di diritti amministrativi in misura sproporzionata rispetto al capitale conferito, ma conosce unicamente deviazioni dal principio di proporzionalità in senso decrescente e

⁴³⁰ M.L. PASSADOR, A. PONTECORVI, *L'entreprise Chamber di Amsterdam e la tutela delle minoranze nelle società migrate*, in *Giur. Comm.*, 2022; Cfr. L. SEMINARA, *Azioni a voto plurimo e concorrenza regolatoria: Italia e Paesi Bassi a confronto*, *Riv. dir. comm.*, 2024

⁴³¹ A. CHILOIRO, J. FINCO, *Le loyalty shares tra libertà statutaria e tutela delle minoranze*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023.

secondo modelli tipizzati, quali il *voting cap* e il voto scalare, che non ammette meccanismi premiali a favore di chi detenga partecipazioni di minore entità⁴³².

Il rafforzamento del controllo non è perseguito, nell'ordinamento olandese, mediante la creazione di categorie di azioni a voto plurimo in senso proprio, bensì attraverso una peculiare strutturazione del capitale fondata sulla differenziazione del valore nominale delle azioni. Poiché a ciascun titolo deve corrispondere almeno un voto e il numero dei voti resta formalmente proporzionale al conferimento, l'effetto di moltiplicazione è ottenuto attribuendo ad alcune classi di azioni un valore nominale significativamente superiore rispetto a quello delle azioni ordinarie, con la conseguenza che a tali titoli si accompagna un numero di voti proporzionalmente più elevato⁴³³.

Tale sistema conosce un limite soltanto in senso decrescente, giacché il diritto di voto è calcolato sulla base dell'unità minima di capitale dotata di un voto, senza considerazione delle frazioni, le quali vengono arrotondate per difetto.

Tuttavia, non esistono vincoli al rialzo rispetto al fattore di moltiplicazione, sicché la prassi statutaria registra classi di azioni caratterizzate da valori nominali anche estremamente distanti tra loro, idonei a produrre rilevanti asimmetrie tra diritti amministrativi e apporto di capitale.

Sotto il profilo applicativo, tali configurazioni si articolano in due modelli principali.

In alcuni casi, il potenziamento del voto si realizza mediante l'attribuzione gratuita di ulteriori azioni di pari valore nominale al verificarsi del requisito del possesso ininterrotto per un periodo stabilito, specie in occasione dell'incorporazione o della trasformazione transfrontaliera. In altri, più frequentemente, l'assetto si fonda su programmi di fidelizzazione strutturati, i quali prevedono l'iscrizione delle azioni in un apposito registro, il c.d. *loyalty*, e

⁴³² Centro Studi Guido Rossi - *Diritto delle grandi imprese, Ragioni e ripercussioni del trasferimento di società quotate italiane nei Paesi Bassi: primi rilievi*, Riv. delle soc., 2024, 487 ss. Cfr. "Il Codice Civile olandese stabilisce che una società per azioni può stabilire liberamente il numero di voti per ogni azione detenuta da determinati soci. Tra l'altro senza vincoli riguardanti il tempo di detenzione e l'obbligo di OPA se si supera la quota del 30% dei diritti di voto. L'unico limite, stabilito dagli artt. 2:8 e 2:92, par. 2, del Codice Civile olandese, fa riferimento al rispetto dei principi di "parità di trattamento, di ragionevolezza e correttezza"

(<https://it.tradingview.com/news/borsaefinanza:ba00229de6c55:0/>)

⁴³³ G.PETROBONI, *Trasferimenti transfrontalieri di sede e concorrenza tra ordinamenti*, in Riv. dir. soc., 2023.

consentono, con cadenza periodica, la conversione progressiva dei titoli in azioni speciali appartenenti a varie classi di valore nominale crescente, con conseguente incremento del peso votante sino al raggiungimento di soglie massime prefissate⁴³⁴.

Le azioni che vengono attribuite in esecuzione di tali piani di fidelizzazione presentano un regime non sempre perfettamente coincidente con quello delle azioni ordinarie, fermo restando il limite inderogabile, posto dal diritto societario olandese, del divieto di esclusione integrale del diritto al dividendo⁴³⁵.

Dal punto di vista tecnico, il piano di fidelizzazione si realizza tramite un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione per i soci, una facoltà che viene delegata all'organo amministrativo. Per finanziare tale operazione gli amministratori fanno uso di una riserva specifica creata ad hoc, grazie al potere conferito dai soci di destinare utili e riserve a scopi specifici⁴³⁶.

In generale, la legittimità di queste architetture di voto maggiorato dipende meno da norme di legge esplicite e più dai confini interpretativi tracciati dalla giurisprudenza.

Il fondamento delle architetture di fidelizzazione risiede nel principio di uguaglianza tra gli azionisti, previsto dall'art.2:92 del Codice civile olandese.

Tale norma, che recepisce direttive comunitarie (in particolare l'art.42 della Dir. 77/91/CEE e l'art.4 della Dir. 2007/36/CE), permette la maggiorazione dei diritti per i soci stabili, poiché tale beneficio è teoricamente accessibile alla totalità della compagine sociale⁴³⁷.

⁴³⁴ Brembo N.V., *Terms and Conditions for the Initial Allocation of Loyalty Voting Shares e Statuten (Articles of Association)*, approvati in occasione del trasferimento delle sedi nei paesi bassi e depositati presso il registro delle imprese olandese, che disciplinano l'istituzione del *loyalty register*, il requisito del possesso ininterrotto e la conversione progressiva delle azioni ordinarie in *loyalty voting shares* appartenenti a classi di valore nominale crescente, con conseguente incremento del numero di voti attribuiti a ciascun titolo,

⁴³⁵ Centro Studi Guido Rossi - *Diritto delle grandi imprese, Ragioni e ripercussioni del trasferimento di società quotate italiane nei Paesi Bassi: primi rilievi*, Riv. delle soc., 2024, 487 ss.

⁴³⁶ S. M. BARTMAN, *Shareholder Democracy a la Dworkin*. European Company Law, 2010, 7(1), 5-12. Retrieved from (<https://hdl.handle.net/1887/14866>): Although Dutch law guarantees at least one vote per shareholder, capital ultimately rules the company. In many jurisdictions, shareholders may be deprived of voting rights while others hold multiple votes. "Shareholder democracy" (one share, one vote) is not universally applied; European company law reflects more a shareholder plutocracy than a democracy. Cf. A. F.M. DORRESTEIJN & CORNELIS DE GROOT, *Corporate Governance Code: Origins and Perspectives*, in European Company Law in Accelerated Progress.

⁴³⁷ Sul principio di uguaglianza degli azionisti nel diritto olandese e il suo fondamento europeo, v.art.2:92 BW; art.42 Dir. 77/91/CEE; art.4 Dir.2007/36/CE; M. VAN OLFFEN, *Equal treatment of shareholders in Dutch law*, in EBLR, 2016, p.577 ss.

Tuttavia, la legittimità non può essere valutata solo formalmente ma deve essere verificata in concreto, analizzando la reale composizione azionaria dell'emittente e le ragioni sottese all'istituzione del meccanismo di fedeltà.

Nell'ordinamento olandese, l'evoluzione giurisprudenziale in materia di potenziamento dei diritti legati alla detenzione prolungata delle azioni si è cristallizzata attorno a due precedenti fondamentali: il primo caso risale al 2007 e riguardava un progetto di maggiorazione del dividendo. In tale occasione, la Corte Suprema olandese (*la Hoge Raad*) ribaltò il precedente divieto imposto dalla Camera delle imprese di Amsterdam, confermando la piena compatibilità tra i premi di fedeltà e il principio di uguaglianza.

La decisione è di fondamentale importanza, in quanto ha stabilito che la disparità di trattamento tra azionisti è ammessa, a condizione che superi un vaglio di proporzionalità strutturato su quattro pilastri⁴³⁸.

Un secondo e, più recente caso del 2020 ha segnato un importante punto di arresto. La vicenda riguardava il piano di fidelizzazione proposto da Mediaset durante il processo di fusione transfrontaliera in MFE-MediaForEurope⁴³⁹. In questa occasione, la Camera delle Imprese di Amsterdam ha bloccato l'operazione poiché il meccanismo non ha superato il c.d. test di uguaglianza. Il caso era particolarmente complesso e nasceva da un conflitto tra due grandi azionisti, uno dei quali era obbligato a gestire la propria quota tramite una fiduciaria.

Lo statuto proposto MFE prevedeva due percorsi di fidelizzazione differenti. Il primo era riservato ai soci già presenti prima della fusione e l'altro, invece, per chi fosse iscritto nel registro "*loyalty*" solo successivamente.

Entrambi però, prevedevano la possibilità raggiungere nove voti per azione dopo cinque anni solo con tempistiche e modalità di accesso differenti.

La decisione dei giudici olandesi si è basata sulla constatazione che la società non avesse spiegato in modo convincente perché fosse necessario un moltiplicatore così elevato – nove voti per azione –. Di conseguenza, il piano è stato giudicato sproporzionato nei suoi effetti pratici poiché da un lato avrebbe rafforzato

⁴³⁸ T. A. KEIJZER, *Vote and Value*, 2020, p. 464-469. The legality of loyalty voting rights is based on several court decisions. See: H. RAAD (Dutch Supreme Court) 14 December 2007, ECLI:NL:HR:2007:BB3523 (*DSM*) (upholding the validity of loyalty dividend rights).

⁴³⁹ G.D. MOSCO, *Le società quotate*, sec. Ed., Casebook, Bari, 2023; Cfr. Court of appeal Amsterdam 1 September 2020, ECLI:NL:GHAMS:2020:2379(Mediaset/Vivendi).

eccessivamente il socio di controllo e dall'altro, avrebbe messo i soci di minoranza in una posizione poco sostenibile.

I soci di minoranza, in tale contesto, si sarebbero ritrovati dinnanzi ad un bivio: partecipare al piano per evitare di perdere potere decisionale rischiando però di superare le soglie di partecipazione che obbligano al lancio di un'OPA, oppure, restarne fuori e accettare una drastica diluizione del proprio peso nel voto. In definitiva, la Camera delle Imprese ha utilizzato questo elemento per dimostrare l'irragionevolezza del meccanismo attuato.

Dunque, lo stato del diritto positivo azionario olandese non consente di trarre conclusioni univoche circa il perimetro di liceità entro cui le parti possono modulare i propri diritti di voto, poiché molto dipende dagli orientamenti in concreto assunti dalla giurisprudenza⁴⁴⁰.

La migrazione di numerose società quotate italiane verso i Paesi Bassi impone una riflessione profonda sul mutamento di paradigma che l'ordinamento olandese ha introdotto nella gestione delle dinamiche dell'impresa. Questo fenomeno non è riconducibile esclusivamente a fattori infrastrutturali – quali l'efficienza dei mercati, l'accesso alla liquidità o la vicinanza agli investitori istituzionali internazionali – ma sembra guidato da una precisa volontà di sfruttare l'estrema flessibilità dei Paesi Bassi per consolidare il controllo societario⁴⁴¹.

Dall'analisi della condotta emerge come le società di matrice italiana non abbiano utilizzato gli strumenti di difesa più aggressivi o l'attribuzione diretta di poteri decisorii speciali, preferendo ricorrere a sofisticati schemi di fidelizzazione.

Tali meccanismi, se da un lato sono accessibili a tutti gli azionisti, dall'altro sono strutturati per premiare in modo determinante i soci di controllo stabilmente presenti nel capitale.

Questa spiccata propensione alla flessibilità dell'ordinamento olandese ha esercitato una pressione sul legislatore italiano da spingerlo a intervenire per recuperare la competitività⁴⁴². La risposta si è concretizzata nella recente Legge

⁴⁴⁰ M. POLLASTRO, prima ed., *Multiple Voting Structures, Regulatory competition and Capital Markets Union*, pp. 21-28

⁴⁴¹ A. POMELLI, *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda, 2024, Riv. di corporate governance*, 2, p.337-373.

⁴⁴² Centro Studi Guido Rossi - *Diritto delle grandi imprese, Ragioni e ripercussioni del trasferimento di società quotate italiane nei Paesi Bassi: primi rilievi*, cit., 487 ss.

Capitali (L.21/2024) e nella delega al Governo per la riforma del TUF. Quest'ultima ha l'obiettivo ultimo di razionalizzare la disciplina degli emittenti e potenziare i sistemi di moltiplicazione del voto affinché si riducano gli oneri normativi che attualmente gravano sul mercato nazionale⁴⁴³.

Tuttavia, il confronto tra i due sistemi evidenzia un paradosso. Se da un lato, la Legge Capitali cerca di emulare l'esperienza olandese mantenendo una struttura normativa più rigida e chiara – quindi fondata sulle categorie di azioni a voto plurimo – dall'altro sembra aver adottato scelte di fondo ancora più radicali.

La minore flessibilità, se paragonata al contesto europeo, dell'ordinamento italiano in materia di azioni a voto plurimo e maggiorato nelle società per azioni ha spinto il legislatore a prendere spunto dalle legislazioni di alcuni Stati membri dell'Unione Europea per riformare profondamente il quadro normativo esistente. Tale intervento si è concretizzato con l'adozione della Legge 5 marzo 2024, n. 21, recante misure a sostegno della competitività dei capitali, che ha rivisto la governance societaria italiana.

In questa prospettiva di competizione tra ordinamenti, la soluzione proposta dal legislatore italiano risulta aggressiva: sebbene il *benchmark* olandese rimanga il punto di riferimento, la nuova disciplina nazionale rischia di andare oltre. In Italia, mancano quei contrappesi che nel sistema dei Paesi Bassi sono garantiti dall'esteso scrutinio giudiziale, il quale funge da bilanciamento essenziale alla libertà statutaria, assicurando che la flessibilità non si traduca in un pregiudizio ingiustificato avverso le minoranze.

3.3 Il trasferimento della sede come scelta strategica di pianificazione societaria

La ricostruzione dottrinale più recente evidenzia come il trasferimento della sede legale non costituisca una scelta episodica bensì un vero e proprio strumento di pianificazione societaria, volto a selezionare l'ordinamento idoneo a sostenere la strategia di sviluppo dell'impresa e a garantire la stabilità dell'assetto di controllo⁴⁴⁴.

⁴⁴³ A. SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina delle azioni a voto plurimo dopo la Legge Capitali*, in Riv. dir. Comm., 2024, p.401 ss.

⁴⁴⁴ P.ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, Riv. delle soc., 2019, p.487 ss; A.BELCREDI, F. FAVERZANI, F.SIGNORI, *La migrazione delle società quotate italiane verso l'Olanda*, in Bancaria, 2020, p.23 ss.

Infatti, il trasferimento non può essere qualificato come una vicenda meramente descrittiva di mobilità geografica dell'impresa, poiché dall'analisi sistematica delle operazioni transfrontaliere emerge la presenza di un disegno strategico unitario volto a selezionare l'ordinamento giuridico ritenuto più idoneo alla realizzazione degli obiettivi di governo societario.

Come si è visto con riferimento alle operazioni che hanno interessato i Paesi Bassi, la società continua nella quasi totalità dei casi a mantenere in Italia il proprio radicamento economico e organizzativo, trasferendo all'estero il solo collegamento formale con il registro delle imprese, con la conseguente applicazione del diritto societario straniero. Tale circostanza consente, quindi, di escludere che il trasferimento risponda a esigenze di riallocazione industriale o produttiva e impone, invece, di ricondurlo alla volontà di incidere selettivamente sul regime giuridico di riferimento.

Una conferma particolarmente significativa della natura "pianificatoria" del trasferimento della sede legale si rinviene nel caso MFE-MEDIAFOREUROPE N.V., nel quale l'assoggettamento al diritto olandese ha costituito il presupposto giuridico per la ristrutturazione dell'architettura dei diritti amministrativi, mediante l'introduzione di una struttura azionaria a doppia categoria. In tale modello il capitale sociale è suddiviso in due categorie di azioni – nel caso di specie azioni di classe A e di classe B – che condividono i medesimi diritti patrimoniali – tipicamente il diritto agli utili e la partecipazione al valore economico dell'impresa – ma attribuiscono un differente peso sul piano del voto. La logica giuridica dell'operazione è quella di separare i *cash flow rights* dai *voting rights*, consentendo che la capacità di incidere alle decisioni societarie non sia proporzionale all'investimento economico.

Nel caso in esame, tale effetto è stato realizzato prevedendo che a una categoria fosse associato un voto per azione, mentre all'altra fosse attribuito un numero di voti significativamente superiore (fino a un rapporto di dieci a uno). La doppia categoria opera quindi come meccanismo strutturale di rafforzamento del controllo: rende possibile consolidare la posizione dell'azionista di riferimento senza la necessità di aumentare in maniera corrispondente la quota capitale detenuta, con un

impatto diretto sull'equilibrio tra maggioranza e minoranze e sulla contendibilità del controllo⁴⁴⁵.

L'elemento decisivo – ai fini della qualificazione del trasferimento come strumento di pianificazione societaria – è che, una simile riorganizzazione dei diritti di voto non sarebbe conseguibile con pari ampiezza nel diritto italiano delle società quotate. In Italia, infatti, mentre il voto maggiorato è ammesso entro limiti predeterminati e secondo un modello “premiale” legato alla detenzione continuativa – art.127-quinquies TUF⁴⁴⁶ – l'emissione di azioni a voto plurimo risulta preclusa per le società con azioni ammesse alle negoziazioni (art. 127-sexies TUF). Il mutamento della *lex societatis* consente quindi di accedere a un quadro più flessibile, nel quale strumenti di *control-enhancing* possono essere strutturati tramite categorie azionarie con diversa forza di voto. In questa prospettiva, il caso MFE mostra come il trasferimento non sia funzionale rispetto all'attività economica bensì a selezionare l'ordinamento più idoneo a modellare l'assetto di governance e, in particolare, a ridefinire il rapporto tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi mediante un intervento sullo statuto e sulla struttura del capitale.

La dissociazione strategica tra sede legale, sede amministrativa e sede di quotazione consente infatti all'impresa di confrontare ex ante i diversi sistemi normativi e di scegliere quello ritenuto più efficiente rispetto alla propria struttura proprietaria e alle proprie esigenze di governo⁴⁴⁷, in un'ottica riconducibile ai

⁴⁴⁵ G. D. MOSCO, *Le società quotate: casebook*. Sec. edizione., Bari, 2023; Cfr. V. BERTOLINO, *Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle*, in *Corriere della sera, L'economia*, 2023

⁴⁴⁶ A. POMELLI, *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero rischio delle migrazioni societarie in Olanda*, Riv. Di Corp. Govern., 2020. Il suggerimento di concedere maggiore flessibilità nell'attribuzione dei diritti di voto era venuto anche da OECD, *Capital Market Review of Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, in *OECD Capital Market Series*, 2020, p. 19, in cui si suggeriva ai policy maker di incentivare l'aumento del free-float tramite strutture di voto più flessibili, ad esempio introducendo loyalty shares, senza compromettere la tutela dei soci di minoranza. Il legislatore italiano ha mantenuto il regime tradizionale (un voto per azione), prevedendo solo che le loyalty shares possano attribuire, dopo 24 mesi di detenzione, due voti per azione, senza diritto di recesso (art. 127-quinquies, comma 8, TUF).

⁴⁴⁷ A. POMELLI, *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero rischio delle migrazioni societarie in Olanda*, Riv. Di Corp. Govern., 2020.

fenomeni del *regulatory arbitrage*⁴⁴⁸ e del *jurisdictional shopping* –c.d. *forum shopping*–⁴⁴⁹.

La ricorrenza di schemi operativi omogenei – quali la fusione transfrontaliera inversa e la trasformazione transfrontaliera con conservazione della personalità giuridica – dimostra che non si tratta di operazioni episodiche, ma di tecniche giuridiche utilizzate in modo sistematico per accedere a ordinamenti percepiti come maggiormente flessibili in materia di assetti di controllo e di corporate governance, sostenendo costi di transazione contenuti e senza alterare la struttura economica dell'impresa⁴⁵⁰.

Il mutamento della *lex societatis* determina, infatti, l'assoggettamento dell'intera organizzazione al nuovo ordinamento, incidendo sulla struttura degli organi, sulle modalità di formazione delle delibere, sul regime dei diritti amministrativi e patrimoniali dei soci e sui limiti all'autonomia statutaria, come dimostrato anche dalla previsione di un diritto di recesso a favore dei soci dissenzienti.

La natura pianificatoria dell'operazione trova conferma nella disciplina procedimentale introdotta successivamente tramite il d.lgs. 19/2023, che impone la redazione di un progetto volto ad illustrare, agli azionisti e lavoratori, le finalità economiche e giuridiche della trasformazione, nonché le sue ripercussioni sull'assetto societario⁴⁵¹.

In questa prospettiva, la *lex societatis* cessa di essere un elemento statico cristallizzato al momento della costituzione per assumere una dimensione dinamica, suscettibile di mutamento in funzione delle scelte organizzative dell'impresa. Il

⁴⁴⁸ V. FLEISCHER, *Regulatory Arbitrage*, 89 Tex. L. Rev., 2010, pp. 227.

⁴⁴⁹ Il fenomeno è stato oggetto di numerosi ed approfonditi studi che ne hanno esaminato le cause, correlate per lo più all'entità del capitale, e che hanno condotto poi alla riforma degli ordinamenti di numerosi Paesi dell'Unione: cfr. *ex multis* BECHT-MAYER-WAGNER, *Where do firms incorporate? Deregulation and the cost of entry*, in *Journal of Corporate Finance*, 2008, p. 241 ss.; G. BEUERLE-MUCCIARELLI-SCHUSTER-SIEMS, *Study on the law applicable to companies*, Commissione Europea, 2016.

⁴⁵⁰ L. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, Financial community Hub, 2023.

⁴⁵¹ F. PERNAZZA, *Corporate governance e arbitraggio regolamentare. Premesse metodologiche e valutazioni operative*, Riv. Corp. Gov., 2025. La direttiva (UE) 2019/2121 e la legislazione di implementazione (in Italia il d.lgs. n. 19/2023) hanno precisato, ma non semplificato l'iter procedimentale per le trasformazioni transfrontaliere. Agli oneri procedimentali si aggiunge in Italia, come in molti Paesi dell'Unione, il diritto di recesso dei soci che non hanno concorso alla deliberazione ex art. 2437 c.c.

trasferimento transfrontaliero della sede si configura così come uno strumento di pianificazione societaria in senso proprio, mediante il quale l'emittente non persegue una mera mobilità territoriale ma realizza una riorganizzazione strutturale del perimetro normativo di riferimento, incidendo sull'equilibrio tra poteri interni, assetto proprietario e tutela delle minoranze.

Ne consegue che il trasferimento della sede legale non si esaurisce nell'esercizio di una facoltà riconosciuta dal diritto dell'Unione ma si colloca tra gli strumenti attraverso i quali l'impresa interviene in modo consapevole sulla propria identità giuridica, selezionando l'ordinamento di riferimento al fine di rimodellare gli assetti di governance, consolidare il controllo e ridefinire il rapporto tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi, in una logica di pianificazione societaria strutturalmente orientata al medio-lungo periodo.

4 Il quadro italiano: i limiti e le prospettive di riforma

4.1 Le difficoltà del sistema normativo nazionale

Per lungo tempo l'ordinamento italiano ha gestito la mobilità societaria transfrontaliera in modo disorganico. In particolare, la trasformazione transfrontaliera non era vista come una specifica e autonoma operazione giuridica. A seguito dell'emanazione del d.lgs. 2 marzo 2023, n.19, attuativo della Direttiva (UE) 2019\2121⁴⁵², il legislatore ha introdotto nel nostro ordinamento una regolamentazione sistematica delle trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere, segnando un primo, ma non definitivo, superamento delle pregresse incertezze⁴⁵³.

Prima dell'entrata in vigore del d.lgs.19\2023, il sistema italiano presentava una vera e propria lacuna strutturale nella disciplina delle operazioni straordinarie transfrontaliere. Come evidenziato, l'assenza di regole specifiche comportava che gli operatori dovessero ricorrere a costruzioni indirette – in primis fusioni

⁴⁵² Per un tentativo di ricostruzione della disciplina della scissione transfrontaliera prima dell'avvento del Decreto sia consentito rinviare a F. MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 83 e ss.

⁴⁵³ d.lgs. 2 marzo 2023, n.19, *Attuazione della Direttiva (UE) 2019\2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva (UE) 2017\1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni, le scissioni transfrontaliere*, in Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, serie generale, n.56, 7 marzo 2023.

transfrontaliere “strumentali” – al fine di conseguire risultati economicamente assimilabili a quelli della trasformazione.

Questa situazione si traduceva in una incertezza applicativa perché l’operazione di mobilità societaria non trovava una collocazione univoca all’interno delle categorie codicistiche. La dottrina ha più volte sottolineato come tale assetto non fosse compatibile con le esigenze di prevedibilità e di certezza richieste da operazioni complesse ad elevato impatto economico, nonché in diretto conflitto con i principi dettati dal diritto dell’Unione in materia di libertà di stabilimento⁴⁵⁴ – ex artt. 49 e 54 TFUE –.

L’intervento del 2023 ha indubbiamente colmato il vuoto normativo, ma ha contestualmente introdotto una procedimentalizzazione dell’operazione di trasformazione transfrontaliera. La circolare Assonime n.16\2023, mette in evidenza come la nuova disciplina sia scandita da una pluralità di fasi: predisposizione del progetto, pubblicità, redazione delle relazioni dell’organo amministrativo e degli esperti indipendenti, decisione assembleare, controllo di legalità e iscrizione nel registro delle imprese⁴⁵⁵.

Se da un lato tali presidi sono funzionali affinché venga garantita tutela nei confronti dei soci, creditori e lavoratori, dall’altro essi comportano costi informativi e organizzativi elevati che si traducono in un aggravio significativo per le imprese coinvolte; da ciò si percepisce il motivo per cui il livello di compliance – previsto dal nuovo assetto normativo – sia stato definito come una fonte di rallentamenti operativi.

Uno degli snodi centrali della disciplina è rappresentato dal controllo di legalità e dal rilascio del certificato preliminare.

In primo luogo, il controllo di legalità assume un ruolo centrale, quale presidio volto ad assicurare la correttezza procedurale dell’operazione e a prevenire fenomeni di abuso nell’esercizio della libertà di stabilimento; mentre il rilascio del

⁴⁵⁴ Assonime, *Il recepimento della disciplina europea sulle operazioni straordinarie transfrontaliere*, nota al d.lgs. 2 marzo 2023, n.19, Roma; M. CASAROSA – F. ALINEI, *Le operazioni straordinarie transfrontaliere alla luce della nuova disciplina italiana attuativa della direttiva (UE) 2019/2121*, in *La gestione straordinaria delle imprese*, n. 3/2023, 8.

⁴⁵⁵ A. TANTINI, *La trasformazione transfrontaliera dopo la direttiva (UE) 2019\2121 e il d.lgs. 19/2023*, in *Società*, 2021, p.889 ss.

certificato preliminare è essenziale affinché vi sia il riconoscimento dell'operazione nello stato di destinazione.

Proprio l'ampiezza e la delicatezza di tale funzione hanno evidenziato difficoltà interpretative e operative. Il controllo di legalità si colloca in una zona di confine tra ordinamento nazionale e ordinamento europeo, imponendo un costante sforzo di coordinamento tra regole interne, principi dell'Unione e prassi amministrative dei diversi Stati membri. In tale contesto, la necessità di chiarimenti applicativi è emersa con particolare evidenza nella prassi professionale, che ha dovuto ricorrere a strumenti di *soft law* per precisare modalità e contenuti degli adempimenti procedurali⁴⁵⁶.

La persistenza di difficoltà applicative viene, inoltre, confermata dall'intervento del legislatore con il decreto legislativo 19 giugno 2025, n.88 recante disposizioni integrative e correttive del d.lgs. 19\2023⁴⁵⁷.

L'adozione di un correttivo a distanza di un lasso temporale così contenuto dall'entrata in vigore della disciplina attuale evidenzia come il sistema non avesse ancora raggiunto un assetto di equilibrio stabile e come l'esperienza applicativa avesse fatto emergere nodi procedurali meritevoli di un intervento normativo specifico. Questo decreto non si limita a interventi meramente formali ma incide su profili sostanziali del procedimento andando a confermare, nuovamente, le lacune dell'assetto normativo originario idonee ad incidere sulle operazioni transfrontaliere.

Tali profili sono stati messi in risalto da parte della dottrina istituzionale che ha sottolineato come la riforma del 2023 dovesse ritenersi non sufficiente a garantire un funzionamento fluido e coerente del nuovo modello di mobilità societaria⁴⁵⁸.

Di conseguenza, il quadro che emerge è quello di un ordinamento che, pur avendo tipizzato le operazioni straordinarie transfrontaliere, continua a presentare criticità riconducibili a tre principali fattori.

In primo luogo, il ritardo storico nel recepimento della direttiva europea; in secondo luogo, l'elevata complessità procedurale e il conseguente incremento dei

⁴⁵⁶ Assonime, *Il recepimento della disciplina europea sulle operazioni straordinarie transfrontaliere*, nota al d.lgs. 2 marzo 2023, n.19, Roma

⁴⁵⁷ Consiglio nazionale del Notariato, studio n.86-2023\I, F. MAGLIULO, *Il controllo di legalità nelle trasformazioni transfrontaliere*, Roma, 2023.

⁴⁵⁸ Assonime, Circolare n.19\2025 – *La disciplina delle operazioni straordinarie transfrontaliere alla luce dl decreto correttivo di cui al d.lgs. 19 giugno 2025, n.88*

costi di compliance e infine, la dipendenza dalla prassi notarile e dalle circolari interpretative quali strumenti indispensabili per la concreta attuazione della normativa⁴⁵⁹.

Nel loro complesso tali elementi mostrano come il sistema italiano non abbia pienamente metabolizzato il paradigma europeo della mobilità societaria, mantenendo un approccio prudentiale che, seppur orientato alla tutela degli *stakeholders*, rischia di incidere negativamente sulla competitività dell'ordinamento e sulla capacità delle imprese di utilizzare in modo efficiente lo strumento del trasferimento transfrontaliero della sede.

5 I Profili giuridici e pratici del trasferimento della sede legale

5.1 La continuità della personalità giuridica e la disciplina applicabile

Il trasferimento transfrontaliero della sede sociale rappresenta uno dei terreni più problematici nel diritto societario italiano, poiché incide direttamente nel rapporto tra soggetto giuridico e ordinamento di appartenenza, mettendo in discussione il tradizionale nesso fra personalità giuridica e legge regolatrice⁴⁶⁰.

La questione oltre ad avere per oggetto l'individuazione della legge applicabile investe anche la continuità della personalità giuridica nel passaggio da un ordinamento all'altro.⁴⁶¹

Come precedentemente osservato, le operazioni transfrontaliere sono caratterizzate da un elemento comune: il mutamento della legge applicabile all'ente. Tale mutamento non ha un effetto formale giacché le società “*nascono e vivono in virtù delle norme di un determinato ordinamento giuridico*”⁴⁶².

⁴⁵⁹ Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva (UE) 2017/1132; Cfr. A. TANTINI, la trasformazione transfrontaliera dopo la direttiva (UE) 2019/2121 e il d.lgs. 19/2023, cit. P. MONTALENTI, *Trasformazioni transfrontaliere e tutela dei soci di minoranza* in Banca, borsa, titoli di credito, 2020, p.37 ss; Consiglio Nazionale del Notariato, studio n.44-2023/I. F. MAGLIULO, *La nuova trasformazione transfrontaliera fra gründungstheorie e sitztheori*, Roma, 2023.

⁴⁶⁰ Cfr. M. V. BENEDETTELLI, *Sul trasferimento della sede sociale all'estero*, in Riv. dir. soc., 2010, 1254 ss.; contra, in chiave più restrittiva, T. BALLARINO, *Diritto internazionale privato e processuale*, Padova, 1999, 374.

⁴⁶¹ M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*; sul punto anche WYMEERSCH, *Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*, in Riv. soc., 2003, 723 ss.

⁴⁶² Così WYMEERSCH, cit., 729 ss.; nello stesso senso F. M. MUCCIARELLI, *Trasferimento di sede e trasformazione internazionale*, in Riv. dir. comm., 2010, 173 ss.

In tale ottica, la recente definizione di “trasformazione” contenuta nel d.lgs. 19/2023 è particolarmente significativa, in quanto qualifica l’operazione come quella mediante la quale, una società, “*senza essere sciolta, né sottoposta a liquidazione e pur conservando la propria personalità giuridica, muta la legge a cui è sottoposta*”⁴⁶³. La definizione recepisce dunque, in termini positivi, l’idea della continuità soggettiva: il trasferimento non è più interpretato come scioglimento della società ma come mutamento della *lex societatis*.

Successivamente – come già analizzato nel caso *Polbud* – la giurisprudenza europea ha chiarito che, ai fini dell’esercizio della libertà di stabilimento primario, non è necessario che la società si estingua nello Stato di origine. Tale conclusione si fonda su due presupposti: da un lato, la natura dell’ostacolo posto dallo Stato di origine – nel caso *Polbud*, la liquidazione obbligatoria – che comportava la perdita della continuità soggettiva; dall’altro, la contraddittorietà del diritto nazionale, che ammetteva la continuità della personalità giuridica ma, al contempo, subordinava l’operazione a requisiti sproporzionati⁴⁶⁴.

La difficoltà nell’esercizio del diritto di stabilimento primario non risiede tanto nel riconoscimento della personalità giuridica quanto nelle procedure imposte dallo stato di origine, che spesso risultano sproporzionate rispetto agli interessi pubblici da tutelare.

L’evoluzione giurisprudenziale ha condotto ad una concezione bilaterale del principio del mutuo riconoscimento. Tale principio non impone soltanto allo Stato di destinazione di riconoscere la personalità giuridica straniera ma, vincola anche lo Stato di origine a non disconoscere gli effetti dell’operazione validamente realizzata secondo la legge dello Stato di destinazione⁴⁶⁵.

Da ciò ne deriva che se l’ordinamento nazionale ammette la continuità della personalità giuridica ovvero il riconoscimento di quella acquisita all’estero, non può

⁴⁶³ Cfr. art. 2, d.lgs. n. 19 del 2023 (definizione di “trasformazione transfrontaliera”), ove l’operazione è configurata come mutamento della legge applicabile con conservazione della personalità giuridica.

⁴⁶⁴ V. Corte giust. UE, 25.10.2017, C-106/16, *Polbud*, sulla libertà di stabilimento primario e sulla non necessità dell’estinzione nello Stato di origine;

⁴⁶⁵ In argomento (mutuo riconoscimento e vincoli anche per lo Stato di “partenza”), cfr. M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, cit., 38 ss., con richiamo a Corte giust. UE, 16.12.2008, C-210/06, *Cartesio* e Corte giust. UE, 12.07.2012, C-378/10, *VALE*.

imporre requisiti che, in concreto, rendano eccessivamente oneroso o di fatto impossibile l'esercizio della mobilità transfrontaliera.

In tale prospettiva il principio del mutuo riconoscimento opera in modo “bidirezionale”: esso può imporre allo Stato di origine di riconoscere gli effetti della trasformazione realizzata secondo la legge dello Stato di destinazione (c.d. *home country principle*), ma può altresì vincolare lo Stato di destinazione ad accettare la continuità della personalità giuridica formatasi nell'ordinamento di provenienza (c.d. *host country principle*), qualora entrambi gli ordinamenti assicurino una tutela sostanzialmente equivalente degli interessi coinvolti⁴⁶⁶.

La conseguenza più importante che deriva dal principio del mutuo riconoscimento è la progressiva erosione dell'idea secondo cui la persona giuridica possa essere collegata a un solo ordinamento in modo esclusivo e definito.

Se, infatti, la continuità soggettiva non dipende più dalla permanenza della sede nello Stato di origine, e se tanto lo Stato di provenienza quanto quello di destinazione sono tenuti – entro i limiti di proporzionalità – a riconoscere gli effetti della trasformazione transfrontaliera, diviene teoricamente possibile che la medesima società sia contemporaneamente riconosciuta da più ordinamenti. In altri termini, la persona giuridica può trovarsi in una situazione di plurimo collegamento analoga a quella della persona fisica titolare di più cittadinanze ma, con la differenza che, la pluralità di collegamenti può tradursi in conflitti di disciplina sulla governance e sui diritti degli azionisti rendendo decisiva la corretta individuazione della *lex societatis*.

Questo fenomeno che la dottrina ha definito come possibile “pluricittadinanza societaria”⁴⁶⁷, non rappresenta un'anomalia patologica bensì l'esito coerente dell'applicazione elastica del principio del mutuo riconoscimento. Come per le persone fisiche, anche per le società l'attribuzione della personalità giuridica costituisce una prerogativa dell'ordinamento nazionale, che gli altri Stati membri

⁴⁶⁶ Sul carattere “bidirezionale” del mutuo riconoscimento (vincolo per lo Stato di arrivo e, entro i limiti di proporzionalità, per lo Stato di partenza), cfr. Camera di commercio di Torino, *Trasferimento sede legale in altro Stato dell'Unione Europea o extra europeo*, spec. sulla distinzione tra stabilimento primario e secondario e sui requisiti soggettivi delle società; cfr. artt. 43 e 48 TCE (oggi artt. 49 e 54 TFUE), ivi richiamati.

⁴⁶⁷ M. V. BENEDETTELLI, *Sul trasferimento della sede sociale all'estero*, in Riv. dir. soc., 2010; Cfr. F. M. MUCCIARELLI, *Trasferimento di sede e trasformazione internazionale*, in Riv. dir. comm., 2010,

non possono rifiutare di riconoscere, salvo il rispetto di esigenze imperative di interesse generale.

Tuttavia, a differenza della persona fisica, la persona giuridica “non esiste” indipendentemente dal diritto: essa vive solo nella misura in cui è riconosciuta e disciplinata da un ordinamento. Ne deriva che la compresenza di più collegamenti normativi può generare conflitti positivi di legge, imponendo alla società di confrontarsi simultaneamente con discipline nazionali potenzialmente divergenti⁴⁶⁸.

Alla luce di questa evoluzione europea deve essere interpretato il dibattito sviluppatosi, nel diritto interno, in ordine alle conseguenze del trasferimento della sede all'estero sullo statuto personale della società. Muovendo dall'interpretazione delle disposizioni nazionali – in particolare dall'art.25 l. n.218\1995 – dottrina e giurisprudenza italiane hanno tradizionalmente individuato tre diversi orientamenti.

Il confronto tra tali ricostruzioni dimostra come, prima dell'intervento normativo del 2023, il sistema italiano non disponesse di una soluzione interpretativa condivisa circa gli effetti del trasferimento della sede all'estero sulla *lex societatis* e sulla continuità della personalità giuridica.

Un primo orientamento – meramente restrittivo – nega in radice la possibilità che una società di diritto italiano, tramite il trasferimento della propria sede all'estero, possa assoggettarsi alla legge dell'ordinamento straniero.

Tale ricostruzione muove dal dato letterale del criterio di collegamento fondato sul luogo del perfezionamento del procedimento di costituzione, ritenuto immutabile. Da ciò ne consegue che la società continuerebbe ad essere regolata dal diritto italiano anche dopo il trasferimento della sede, senza che lo stesso produca né mutamento della *lex societatis* né lo scioglimento della società. Questa impostazione, a cui ha aderito parte della giurisprudenza, è esposta a rilievi critici⁴⁶⁹

⁴⁶⁸ Sull'idea che la personalità giuridica della società “vive” nella misura in cui è riconosciuta e disciplinata da un ordinamento (e sul rischio di conflitti positivi di legge in caso di pluralità di collegamenti), M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, cit.

⁴⁶⁹ Trib. Verona, 5 dicembre 1996, *Società*, 1997, 574; nel caso di specie – una delibera di trasferimento della sede a Londra con l'intenzione della società di acquisire la nazionalità inglese – il tribunale ha altresì sottolineato che il «principio c.d. dell'incorporazione, vigente nei paesi di tradizione anglosassone, non comporta, in via di principio, la perdita automatica della nazionalità di provenienza in capo alla società incorporata». V. Trib. Lecco, 6 febbraio 2003, *Massimario delle sentenze dei giudici del registro della Lombardia, 1996-2007*, 126 ss.

poiché la soggezione al diritto italiano rischia di rimanere meramente astratta: una volta trasferita la sede⁴⁷⁰, verrebbero meno i presupposti territoriali per l'esecuzione di numerosi adempimenti pubblicitari imposti dallo stesso ordinamento, con conseguente incertezza circa l'individuazione dell'ufficio del registro delle imprese competente⁴⁷¹.

Una simile impostazione finirebbe tuttavia per svuotare di contenuto la libertà di stabilimento, impedendo di fatto alle società italiane di modificare l'ordinamento di riferimento senza perdere la propria identità giuridica.

Il secondo orientamento, invece, ammette che il trasferimento della sede possa determinare il mutamento dello statuto personale ma subordina tale effetto allo scioglimento della società in Italia e alla sua successiva ricostruzione nell'ordinamento di destinazione⁴⁷².

Il trasferimento, in assenza di preventiva liquidazione, determinerebbe altrimenti una cancellazione anomala e pregiudizievole per i terzi. Questo orientamento, come il primo, appare oggi difficilmente sostenibile, sia perché la

⁴⁷⁰ Sul concetto di "sede": La dottrina più attenta sottolinea infatti la polisemia del termine: esistono diverse nozioni di sede, cui sono riconducibili effetti affatto diversi. La *sede statutaria* identifica il luogo indicato come sede della società nell'atto costitutivo e che di solito individua l'organo competente per gli adempimenti delle formalità pubblicitarie. Per *sede amministrativa* si intende invece il luogo in cui si svolgono i processi decisionali attraverso cui si determina la volontà della società. Diversa è la nozione di *sede reale*, che si riferisce al luogo in cui si svolgono in via di fatto tali processi decisionali interni all'ente nel caso in cui questi avvengano in luogo diverso da quello prescritto per le adunanze degli organi sociali. L'*oggetto principale* della società ovvero il *centro principale degli affari* è invece il luogo in cui la società esercita prevalentemente la propria attività. Sulle varie nozioni di sede e sugli effetti giuridici che a tali nozioni sono collegati, si veda M. V. BENEDETTELLI (*supra*, n. 3), 1254 ss. La nozione che qui rileva è evidentemente quella di sede statutaria, dal momento che lo stesso art. 25, 3° comma, legge n. 218/1995 parla di «trasferimenti della sede statutaria».

⁴⁷¹ DAMASCELLI, *I conflitti di legge in materia di società*, Bari, 2004, 1310. Quest'impostazione è in continuità con un orientamento più risalente, antecedente all'entrata in vigore della legge n. 218/1995 e riconducibile a D'OVIDIO, *La nazionalità delle società commerciali*, Milano, 1939, 171, secondo cui «una società costituita in Italia è società italiana e tale rimane fino a che non si scioglie; ossia i soci non possono farla diventare straniera con deliberazione di mutar cittadinanza. La società conserva la propria nazionalità italiana finché è legalmente costituita secondo la legge italiana; perciò, i soci possono soltanto deliberarne lo scioglimento a termini della legge italiana e ricostituirla un'altra in un altro Stato ai termini della legge ivi vigente». Nello stesso senso si veda pure GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, 500.

⁴⁷² Cass., 23 gennaio 2004, n. 1244, *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, 549, con nota di PATRIARCA, "Effetti del trasferimento della sede sociale all'estero sullo statuto personale della società e fallimento"; App. Trieste, 9 ottobre 1999, *Riv. not.*, 2000, 167; Cfr. D. GAROFALO, *Trasferimento della sede all'estero, mutamento della lex societatis e continuità dei rapporti giuridici*, *Riv. di diritto soc.*, 2013

tutela di creditori può essere assicurata nell'ordinamento di destinazione, sia perché in contrasto con la libertà di stabilimento – come interpretata dalla Corte di Giustizia – la quale non può essere subordinata all'estinzione della società nello Stato di origine.

Infine, il terzo orientamento, oggi prevalente, riconosce invece che il trasferimento della sede all'estero possa determinare il mutamento della *lex societatis* nella piena continuità giuridica della società, configurando un'ipotesi di vera e propria “trasformazione internazionale”. Secondo questa impostazione, la società non si estingue e prosegue la propria esistenza come soggetto di diritto sottoposto alla legge dell'ordinamento di destinazione⁴⁷³. A fondamento di tale ricostruzione si pongono, da un lato, un'interpretazione evolutiva dell'art.25 della l. n.218\1995⁴⁷⁴, che mette in risalto il luogo in cui la sede viene trasferita quale criterio di collegamento, e dall'altro, il riconoscimento del diritto di recesso al socio dissenziente, come strumento che troverebbe giustificazione solo qualora il trasferimento produca un effetto eccezionale quale il mutamento dello statuto.

All'interno di questo orientamento si registrano ulteriori distinzioni: secondo una prima tesi, il mutamento della *lex societatis* dipende dalla legge dello stato di destinazione e, in particolare, dal fatto che quest'ultimo adotti il criterio della sede reale ovvero quello dell'incorporazione; secondo altra teoria, invece, tale effetto deriverebbe dalla volontà espressa dalla società, la quale, nel deliberare il

⁴⁷³ Cass., 28 settembre 2005, n. 18944, *Giust. civ. Mass.*, 2005, 9; Trib. Torino, 10 gennaio 2007, *Giur. it.*, 2007, 1967. Si veda pure il meno recente Trib. Monza, decr. 5 aprile 2002, *Giur. mer.*, 2003, 253 e *Giur. comm.*, 2003, II, 558, che, pur non trattando specificamente della continuità dei rapporti giuridici facenti capo alla società, afferma che il completamento del trasferimento della sede all'estero, in conformità col diritto interno e quello del paese di destinazione, determina l'impossibilità per il tribunale di attivare il controllo ex art. 2409 c.c. «per la sopravvenuta inapplicabilità del diritto interno», assumendo dunque un mutamento della *lex societatis* senza fare alcun espresso riferimento allo scioglimento della società e alla sua ricostituzione nell'ordinamento di destinazione; Cfr. D. GAROFALO, *Trasferimento della sede all'estero, mutamento della lex societatis e continuità dei rapporti giuridici*, *Riv. di diritto soc.*, 2013; A. BUSANI, and G. MAISTO. *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali: disciplina civilistica e fiscale = Cross-border and international mergers, divisions and conversions : civil and tax law framework*. 3. ed., Milano, 2025.

⁴⁷⁴ Si veda, in questo senso, SANTA MARIA, “Riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato (commento alla L. 31 maggio 1995 n. 218), art. 25”, *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1036, 1042. In giurisprudenza si veda Trib. Monza, 5 aprile 2002, *Società*, 2002, 1265 e *Giur. comm.*, II, 558, secondo cui il “luogo di costituzione” sarebbe “da equipararsi, in forza del 3° comma [dell'art. 25 legge n. 218/1995], al luogo ove la sede sociale sia successivamente ed efficacemente trasferita”.

trasferimento potrebbe scegliere se assoggettarsi alla legge straniera o rimanere sottoposta al diritto italiano⁴⁷⁵.

Il riconoscimento della continuità soggettiva ha indotto parte della dottrina a descrivere il fenomeno in termini di “trasformazione internazionale”⁴⁷⁶, prevedendo l’applicazione analogica delle norme interne in materia di trasformazione o di fusioni transfrontaliere.

Su questo sfondo deve essere interpretata la riforma italiana del 2023. L’intervento legislativo si inserisce in un contesto caratterizzato da una elevata incertezza interpretativa e mira a ricondurre il fenomeno della mobilità societaria entro uno schema procedimentale unitario.

Prima dell’attuazione della direttiva (UE) 2019/2121, l’ordinamento presentava un quadro frammentato composto da un lato, dal Codice civile, il quale consentiva il trasferimento della sede statutaria all’estero e dall’altro, l’art.25 della l.218/1995 che prevedeva l’applicazione della legge del luogo di costituzione.

⁴⁷⁵ La possibilità per una società italiana di deliberare il trasferimento della propria sede all’estero rimanendo soggetta al diritto italiano è, a dire il vero, più controversa. Nel senso che una società italiana possa continuare ad essere regolata dal diritto italiano dopo aver trasferito la propria sede all’estero, si veda RESCIO, “*I trasferimenti di società*”, Studi e Materiali, 2011, 153, il quale, tuttavia, evidenzia la complessità derivante dal coordinamento tra diritto italiano e diritto del paese di destinazione, che potrebbe richiedere l’applicazione totale o parziale delle proprie norme, analogamente a quanto previsto dall’art. 25, 1° comma, legge n. 218/1995, secondo cui le società sono regolate dalla legge dello Stato di costituzione, salvo l’applicazione della legge italiana se la sede amministrativa o l’oggetto principale si trova in Italia. Mostra, invece, perplessità rispetto alla soggezione al diritto italiano di una società italiana che abbia trasferito la propria sede all’estero F. M. MUCCIARELLI, *Trasferimento di sede e trasformazione internazionale*, in Riv. dir. comm., 2010, 178 ss., il quale trae spunto da una serie di disposizioni del diritto comunitario che assumerebbero che la sede sociale determini la legge applicabile; Cfr. JAGODIC, DEVAN. ‘*Cross-Border Residential Mobility in the Context of the European Union: The Case of the Italian-Slovenian Border/Mobilità Residenziale Transfrontaliera Nel Contesto Dell’Unione Europea: Il Caso Del Confine Italo-Sloveno*’, *Razprave in Gradivo - Institut Za Narodnostna Vprasanja* (1990), no. 65, (2011), pp. 60.

⁴⁷⁶ Per l’utilizzo di questa locuzione si veda M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, 720 e, in F. M. MUCCIARELLI, *Trasferimento di sede e trasformazione internazionale*, in Riv. dir. comm., 2010 adesione, 173 nonché WYMEERSCH, “*Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*”, Riv. soc., 2003, 723, 733. Per l’assimilazione del trasferimento della sede all’estero con mutamento dello statuto personale alla trasformazione. Un riferimento al concetto di trasformazione nell’ambito del trasferimento della sede con mutamento della legge applicabile si rinviene anche nella giurisprudenza della Corte di giustizia, ed in particolare in *Cartesio*, 16 dicembre 2008, C-210/2006, punto 112, ove si afferma che «la facoltà [degli Stati membri di definire il criterio di collegamento affinché una società possa considerarsi costituita secondo le sue leggi] [...] non può segnatamente giustificare che lo Stato membro di costituzione, imponendo lo scioglimento e la liquidazione di tale società, impedisca a quest’ultima di trasformarsi in una società di diritto nazionale dell’altro Stato membro nei limiti in cui detto diritto lo consenta».

Tra le due normative, nel centro, vi erano le prassi amministrative e le massime notarili che tentavano di colmare le lacune del diritto societario ammettendo talvolta la dissociazione tra sede e *lex societatis*, talaltra negandola.

Questo assetto produceva incertezza sistemica, consentendo – a seconda del luogo di iscrizione – soluzioni diverse per operazioni identiche⁴⁷⁷.

Un cambio di rotta si è avuto grazie all'introduzione dell'art. 2510-bis c.c., secondo cui il trasferimento della sede statutaria all'estero non è più concepito come atto autonomo ma come effetto necessario di una trasformazione transfrontaliera o internazionale⁴⁷⁸. Di conseguenza, il legislatore italiano ha abbandonato il metodo “tradizionale”, fondato sulla mera modifica statutaria e ha ricollocato la mobilità societaria entro un procedimento tipizzato, idoneo a garantire la continuità della personalità giuridica e, al contempo, la tutela degli interessi coinvolti.

Ne deriva una ricomposizione dell'unità tra sede statutaria e legge applicabile: la continuità della personalità giuridica è preservata, il soggetto viene sottoposto, per effetto della trasformazione, alla disciplina dello stato di destinazione secondo un procedimento tipizzato che consente il coordinamento tra registri e assicura la tutela degli interessi dei soci, creditori e lavoratori⁴⁷⁹.

Viene così superato il modello previgente fondato sulla possibile dissociazione tra sede e *lex societatis*, e il sistema italiano si riallinea al paradigma europeo della mobilità societaria. Il trasferimento della sede non si configura più come una semplice modifica statutaria ma come un'operazione giuridica tipizzata che

⁴⁷⁷ Sulla frammentarietà del quadro previgente (c.c. + art. 25 l. 218/1995 + prassi/massime notarili) e sull'incertezza operativa, cfr. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, cit., 37 ss.; e, per un taglio “operativo-amministrativo”; V. Camera di commercio di Torino, *Trasferimento sede legale in altro Stato dell'Unione Europea o extra europeo*, spec. sulla distinzione tra stabilimento primario e secondario e sui requisiti soggettivi delle società; cfr. artt. 43 e 48 TCE (oggi artt. 49 e 54 TFUE), ivi richiamati.

⁴⁷⁸ V. art. 2510-bis c.c. (introdotto dal d.lgs. n. 19 del 2023), che collega il trasferimento della sede statutaria all'estero a una trasformazione transfrontaliera/internazionale, superando la logica della mera modifica statutaria; Cfr. M. MIGALDI, *Trasformazione transfrontaliera e trasferimento di sede sociale all'estero: il nuovo art. 2510-bis c.c. rompe gli equilibri?* Riv. Orizz. del Diritto Commerciale, fasc.1, 2025; Cfr. L.ENRIQUES, MUCCIARELLI, G. DE NOVA et al. *Delle società costituite all'estero; Del trasferimento della sede all'estero: art. 2507-2510 bis*. Bologna, 2024.

⁴⁷⁹ Sulla ratio della tipizzazione procedurale (continuità della personalità giuridica e tutela di soci, creditori e lavoratori nel coordinamento tra ordinamenti/registri), cfr. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, cit., 37 ss.; in generale sul raccordo tra ordinamenti interessati ex art. 25, co. 3, l. n. 218/1995, v. anche V. Camera di commercio di Torino, *Trasferimento sede legale in altro Stato dell'Unione Europea o extra europeo*, spec. sulla distinzione tra stabilimento primario e secondario e sui requisiti soggettivi delle società; cfr. artt. 43 e 48 TCE (oggi artt. 49 e 54 TFUE), ivi richiamati., cit.

consente alla società di mutare ordinamento di riferimento preservando la propria identità soggettiva.

5.2 Gli effetti sullo statuto, sulla governance e sui rapporti contrattuali

Il trasferimento transfrontaliero della sede sociale incide in modo diretto sullo statuto personale della società, ponendo il problema della *lex societatis* e, conseguentemente, della disciplina applicabile all'organizzazione dell'ente, ai rapporti tra soci e ai poteri degli organi sociali.

La questione è particolarmente delicata in quanto la persona giuridica, a differenza di quella fisica, non esiste al di fuori del diritto, in quanto creazione dell'ordinamento e vive solo nella misura in cui è riconosciuta e disciplinata da un sistema normativo⁴⁸⁰.

La dottrina maggioritaria ha elaborato la c.d. “trasformazione internazionale”, intesa come operazione attraverso la quale una società, senza sciogliersi viene sottoposta alla legge di un altro ordinamento.

Il mutamento dello statuto non è concepito come una conseguenza necessaria dello scioglimento e della successiva ricostituzione dell'ente bensì come effetto di una vicenda modificativa che investe il criterio di collegamento normativo, pur preservando l'identità giuridica del soggetto.

In questo modo, la società conserva la propria identità giuridica pur modificando il sistema normativo che ne disciplina l'intero assetto organizzativo.

Sotto questo profilo, il trasferimento della sede non rappresenta di per sé il fatto da cui genera il mutamento della *lex societatis* ma costituisce il presupposto procedimentale attraverso cui la società si sottopone alle regole dell'ordinamento giuridico di destinazione.

La delibera assembleare che dispone il trasferimento della sede all'estero non determina automaticamente l'applicazione della legge straniera: l'effetto traslativo sullo statuto personale si produce una volta che la società è stata “accolta” dal nuovo ordinamento, vale a dire quando essa sia iscritta nel registro delle imprese dello Stato di destinazione, in conformità alle regole sostanziali e procedurali previste.

⁴⁸⁰ Sul tema V. P. FERRARI, *Operazioni straordinarie cross-border e tutela collettiva dei lavoratori*, Giappichelli, 2023.

La cancellazione dal registro italiano non è l'effetto immediato della delibera di trasferimento ma consegue, anch'essa, al perfezionamento del procedimento nello Stato di arrivo.

L'effetto principale derivante dal mutamento della *lex societatis* consiste nell'assoggettamento dell'intera organizzazione societaria al nuovo ordinamento⁴⁸¹.

Ne consegue la modifica del complesso delle regole che disciplinano: la struttura e le competenze degli organi sociali; le modalità di formazione delle delibere assembleari; il regime dei diritti amministrativi e patrimoniali dei soci; i limiti all'autonomia statutaria; le norme inderogabili in materia di capitale, distribuzioni, operazioni sul patrimonio, responsabilità degli amministratori.

La continuità soggettiva dell'ente non impedisce, dunque, che il contenuto giuridico della partecipazione sociale subisca un mutamento radicale. I diritti incorporati nelle azioni o nelle quote, per quanto rimangano formalmente invariati, saranno assoggettati ad un diverso sistema di fonti, composto non solo da norme legislative ma anche da giurisprudenza, prassi amministrative e dottrina dell'ordinamento di destinazione.

Ciò comporta che il mutamento dello statuto incide direttamente in capo ai soci, giustificando, infatti, la previsione del diritto di recesso come strumento di tutela rispetto a un cambiamento che investe l'identità normativa della società.

La giurisprudenza della Corte di Giustizia, tramite la sentenza *Cartesio*⁴⁸², ha chiarito che gli Stati membri possono imporre lo scioglimento della società che intende mantenere la *lex societatis* originaria trasferendo solo la sede operativa.

Successivamente, con la sentenza *Polbud*, la Corte ha precisato che essi non possono impedire alle società di trasformarsi in enti retti dal diritto di altro Stato membro, purché siano rispettate le condizioni poste dall'ordinamento di destinazione.

⁴⁸¹ V. R., FABOZZI, *Profili giuslavoristici nelle operazioni transfrontaliere*, in *Mass. Giur. Lav.*, n. 3, 2023, 496–509.

⁴⁸² Corte di Giustizia dell'Unione Europea. 2008. Causa C-210/06, *Cartesio S.r.l. contro Ministero delle Finanze italiano*. 16 settembre 2008.

La libertà di stabilimento copre sia il trasferimento della sede con il mantenimento della *lex societatis* originaria ma anche il diritto delle società di mutare l'ordinamento di appartenenza con continuità soggettiva.

Questa evoluzione ha determinato una revisione del concetto di statuto personale. La *lex societatis* non è più un elemento statico, cristallizzato al momento della costituzione ma un criterio dinamico, suscettibile di mutamento in funzione delle scelte organizzative della società e delle condizioni poste da parte degli ordinamenti coinvolti. In questo senso il trasferimento transfrontaliero diviene uno strumento di pianificazione societaria idoneo ad incidere sulla disciplina applicabile alla governance, sulla struttura dei poteri e sul contenuto dei diritti sociali.

Non va trascurato, tuttavia, che il mutamento dello statuto personale non può avvenire in modo unilaterale. La società resta assoggettata, fino all'iscrizione nel registro delle imprese del paese di destinazione, alla legge italiana, con la conseguenza che eventuali modifiche statutarie incompatibili con l'ordinamento interno devono essere sospensivamente condizionate al perfezionamento della trasformazione. Solo nel momento in cui si realizza il passaggio di registro si verifica il definitivo “transito” dei rapporti interni sotto il nuovo ordinamento.

Da questa ricostruzione si attesta la progressiva erosione dell'idea secondo cui la persona giuridica possa essere ancorata in modo esclusivo e permanente a un solo ordinamento. La società diviene, un soggetto potenzialmente “mobile”, la cui identità giuridica può essere riconosciuta e disciplinata in modo concorrente da più sistemi normativi.

In tale prospettiva, lo statuto non rappresenta più un dato immutabile ma il risultato di un equilibrio dinamico tra libertà di stabilimento, mutuo riconoscimento e tutela degli interessi coinvolti⁴⁸³.

Già si è evidenziato come, in esito a scelte strategiche sempre più frequenti, l'impresa tenda ad oggi ad assumere una dimensione transnazionale all'interno di un sistema economico caratterizzato da un incremento delle operazioni straordinarie a rilevanza *cross-border*. Questa evoluzione impone di collocare questi strumenti entro un quadro giuridico coerente, capace di assicurare un

⁴⁸³ V. D. BOGGIALI E A. RUOTOLO, *Il trasferimento della sede sociale all'estero e la trasformazione internazionale*, Studio n. 283-2015/I, Consiglio Nazionale del Notariato, Area Scientifica – Studi d'Impresa, 12 gen. 2016.

adeguato bilanciamento tra gli interessi coinvolti e di preservare la razionalità complessiva dell'ordinamento.

Sulla base di tali premesse si comprendono le ragioni per cui la tematica sia stata affrontata dagli studiosi di diritto commerciale e di economia aziendale, mentre risulta ancora marginale l'attenzione riservata dagli interpreti del diritto del lavoro, nonostante la rilevanza della questione nella prospettiva giuslavoristica risulti tutt'altro che trascurabile⁴⁸⁴. Se già le ordinarie scelte organizzative dell'impresa – in ragione delle ricadute che esse possono produrre sulla posizione dei lavoratori – richiedono forme di coinvolgimento degli stessi e delle loro rappresentanze, tale esigenza si manifesta con intensità ancora maggiore quando si è in presenza di operazioni straordinarie di riorganizzazione e, laddove tali operazioni assumano una dimensione transfrontaliera.

Se dal punto di vista societario la mobilità transfrontaliera è espressione della libertà di stabilimento e della concorrenza tra ordinamenti, dal punto di vista dei lavoratori non rappresenta altro se non uno spostamento del baricentro normativo, con il rischio che la modificazione della legge possa tradursi in una riduzione dei livelli tutela o, nei casi più estremi, in strategie elusive dirette ad aggirare i regimi nazionali di partecipazione e protezione sociale.

Per lungo tempo l'ordinamento italiano ha mostrato un atteggiamento di sostanziale indifferenza rispetto a tali profili, limitandosi ad applicare, anche in presenza di operazioni transfrontaliere, le regole interne sul trasferimento d'azienda di cui all'art. 2112 c.c. e la procedura di informazione e consultazione sindacale prevista dall'art. 47 della l. n. 428\1990, costruite però su un paradigma domestico e sicuramente non idonei a intercettare le peculiarità dei processi di riorganizzazione transazionale. Questo assetto risulta innovato grazie all'introduzione della Direttiva (UE) 2019\2121 e sul piano interno attraverso il d.lgs. 19\2023⁴⁸⁵, che hanno introdotto un sistema articolato di tutela giuslavoristiche specificatamente calibrate sulle operazioni transfrontaliere di trasformazione, scissione e fusione, con l'esigenza di garantire elevati livelli di

⁴⁸⁴ Sul punto, v. S. LUCANTONI, *Tutele e partecipazione dei lavoratori nelle operazioni societarie transfrontaliere. Le misure del D. Lgs 19/2023*, in *Lavoro Sì*, 4 giugno 2024.

⁴⁸⁵ V. A. ALAIMO, *La nuova legge italiana sulla partecipazione dei lavoratori e l'employee's involvement di matrice europea: (poche) aperture e (molte) chiusure*, in *Lavoro Diritti Europa*, 7 luglio 2025.

protezione sociale e di prevenire fenomeni di dumping normativo a danno dei lavoratori⁴⁸⁶.

Per quanto il d.lgs. 19\2023 confermi l'applicazione delle regole civilistiche – dell'art.2112 c.c. – con particolare riferimento alla continuità dei rapporti di lavoro, alla conservazione dei diritti maturati e alla responsabilità solidale tra cedente e cessionario per i crediti del lavoratore, a ciò si affianca anche l'introduzione di una disciplina, ulteriore e autonoma, di informazione e consultazione.

Ciò si giustifica in virtù del fatto che, nonostante non si realizzi un vero e proprio mutamento della titolarità di azienda, comunque si determina una modificazione della legge applicabile e dell'assetto organizzativo dell'impresa.

In questo senso, il d.lgs. n.19\2023 impone una sequenza procedimentale strutturata su precisi obblighi informativi. Almeno quarantacinque giorni prima della decisione assembleare, l'organo amministrativo di ciascuna società partecipante deve trasmettere ai rappresentanti del lavoro o, in mancanza agli stessi lavoratori, alle eventuali modifiche delle condizioni occupazionali e alle misure previste per la salvaguardia dell'occupazione. Tale relazione costituisce il primo snodo di un percorso che consente ai lavoratori di formulare un parere motivato, da allegare alla documentazione destinata all'assemblea qualora pervenga entro il termine stabilito.

Oltre a quest'ultima prerogativa, il decreto prevede la possibilità – in presenza di determinate condizioni dimensionali – di un esame congiunto tra società e rappresentanti dei lavoratori, volto ad instaurare un confronto sulle conseguenze dell'operazione. L'esame, pur non essendo assistito da un obbligo di accordo, si colloca all'interno di una procedura che ha il fine ultimo di garantire un coinvolgimento effettivo dei lavoratori, imponendo all'organo amministrativo di fornire risposte motivate alle osservazioni formulate e di riferirne all'assemblea.

A tali adempimenti, si aggiunge anche l'obbligo di pubblicazione del progetto dell'operazione – corredato da un avviso che informi circa la possibilità di presentare osservazioni – affinché i rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza, i

⁴⁸⁶ F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Riv. not.*, 3/2023, 481 ss.

lavoratori stessi, abbiano la possibilità di poter fornire un giudizio pochi giorni prima della decisione assembleare.

Tuttavia, il profilo di spiccata innovazione introdotto dal decreto legislativo, riguarda la regolamentazione del regime di partecipazione dei lavoratori, inteso come presidio volto a impedire che le operazioni societaria transfrontaliere vengano strumentalizzate per eludere i diritti partecipativi già maturati o di imminente maturazione.

Il legislatore ha, in realtà, previsto tale protezione non solo nei confronti delle situazioni consolidate – vale a dire per le imprese che hanno attivato un sistema di partecipazione –, ma estende la stessa anche alle ipotesi in cui non sia stato ancora scelto formalmente un sistema di protezione. In questo spazio si annida il rischio di utilizzo opportunistico della mobilità societaria al fine di sottrarsi a regimi più onerosi.

In tale ottica, la disciplina impone il mantenimento del regime di partecipazione nella società risultante dall'operazione qualora ricorra almeno uno dei seguenti presupposti: I) la società partecipante applicava già un sistema di partecipazione; II) la società, pur non applicandolo, ha impiegato, nei sei mesi precedenti la pubblicazione del progetto, almeno i quattro quinti della soglia minima prevista dal diritto dello Stato membro di origine per l'attivazione del regime di partecipazione.

Al ricorrere di tali condizioni, si apre una procedura negoziale basata sulla costituzione di una delegazione speciale di negoziazione, chiamata a definire le modalità di partecipazione dei lavoratori agli organi sociali della società.

In mancanza di accordo, troveranno applicazione le norme di riferimento che assicurano la continuità del regime preesistente⁴⁸⁷.

In definitiva, la disciplina introdotta dal d.lgs. n. 19\2023, segna il passaggio da una concezione meramente formale della mobilità societaria ad una logica sostanziale di equilibrio tra libertà di stabilimento e tutela dei diritti collettivi dei lavoratori⁴⁸⁸.

⁴⁸⁷ M. CORTI - M. SPERANZIN, *Il recepimento in Italia della direttiva sulle operazioni transfrontaliere (EU Mobility Directive). Suggestioni per un rilancio del dibattito sulla partecipazione?*, in *Riv. Giur. Lav. Prev. Soc.*, 3/2024, 481-491.

⁴⁸⁸ C. FIENGO - G. ALFANO, *La mobilità transfrontaliera delle società di capitali alla luce della Direttiva (UE) 2019/2121*, in *Riv. Dir. Imp.*, 1/2022, 53–93.

5.3 La tutela delle minoranze

Il trasferimento transfrontaliero della sede incide in misura significativa sulla posizione dei soci di minoranza: essi si trovano esposti a un mutamento del regime normativo applicabile alla società senza avervi concorso. La sostituzione della *lex societatis* comporta che le tutele previste dall'ordinamento italiano — in materia di voto, informazione e rimedi endosocietari — possano risultare ridotte o sostituite da istituti non equivalenti nell'ordinamento di destinazione⁴⁸⁹.

L'esperienza delle migrazioni verso i Paesi Bassi ne offre una conferma concreta: nel caso MFE-Mediaforeurope, il diritto olandese ha consentito l'adozione di una struttura azionaria a doppia classe con disaccoppiamento tra diritti patrimoniali e diritti di voto, soluzione preclusa in Italia per le società quotate ai sensi dell'art. 127-*sexies* TUF. Il risultato è una riallocazione del potere decisionale a favore dell'azionista di controllo, realizzata al di fuori del perimetro delle tutele che l'ordinamento italiano riconosce alle minoranze⁴⁹⁰.

Il principale presidio di tutela patrimoniale è il diritto di recesso. Anteriormente al d.lgs. 19/2023 la sua applicabilità alle trasformazioni transfrontaliere era controversa, oscillando tra chi lo invocava in via analogica ex art. 2437, comma 1, lett. b), c.c. e chi ne negava l'estensibilità al di fuori dei casi tassativi.

L'art. 9 del d.lgs. 19/2023, in attuazione dell'art. 86 della Direttiva (UE) 2019/2121, ha risolto il contrasto riconoscendo il recesso a tutti i soci non concorrenti all'approvazione del progetto — dissenzienti, assenti e astenuti —, in linea con il modello dell'art. 2437-*quinquies* c.c. in materia di delisting⁴⁹¹.

Il valore di liquidazione è determinato sulla base del valore effettivo della partecipazione antecedente all'operazione e deve essere corredato da un parere di

⁴⁸⁹ M.V. BENEDETTELLI, *Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società*, in M. BENEDETTELLI – M. LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, p. 37 ss.; P. MONTALENTI, *Trasformazioni transfrontaliere e tutela dei soci di minoranza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, p. 37 ss.

⁴⁹⁰ Sul caso MFE-Mediaforeurope e sull'adozione della struttura a doppia classe azionaria tramite trasferimento in Olanda cfr. G.D. MOSCO, *Le società quotate: casebook*, 2^a ed., Bari, 2023; A. POMELLI, *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2020; E. BARCELLONA, *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani*, in *Riv. soc.*, fasc. 4, 2024, p. 610 ss.

⁴⁹¹ Ante d.lgs. 19/2023 il recesso era invocato in via analogica ex art. 2437, comma 1, lett. b), c.c. da F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il delisting*, in *Trattato delle società*, tomo IV, Torino, 2022, p. 576 ss.; contra M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, Torino, 2004, p. 140 ss. Il d.lgs. 19/2023, art. 9, ha risolto la questione riconoscendo il diritto di recesso a tutti i soci non concorrenti all'approvazione del progetto, in attuazione dell'art. 86 della Direttiva (UE) 2019/2121. In termini L. BENEDETTI, *The Protection of Shareholders in Cross-Border Conversions, Mergers, and Divisions*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2023, pp. 994-1014.

congruità rilasciato da un revisore indipendente, al fine di limitare il rischio di sottovalutazione strumentale della partecipazione⁴⁹².

Il diritto di recesso, pur apprezzabile nella sua ratio, presenta limiti di ordine strutturale. In primo luogo, la tutela è compensativa, non conservativa: il socio ottiene un corrispettivo monetario ma perde la partecipazione, senza che l'ordinamento ripristini le condizioni giuridiche preesistenti. In secondo luogo, la liquidazione avviene al valore ante-operazione, escludendo il socio recedente dalle plusvalenze generate dalla nuova struttura di governance. In terzo luogo, per le società quotate, la metodologia di calcolo del valore di liquidazione in presenza di un prezzo di mercato ufficiale resta oggetto di dibattito dottrinale e giurisprudenziale⁴⁹³.

Accanto alla tutela patrimoniale, il d.lgs. 19/2023 predispone un sistema di presidi informativi: l'organo amministrativo deve redigere una relazione che illustri gli aspetti giuridici ed economici della trasformazione, le implicazioni per le diverse categorie di azionisti e i criteri di determinazione del valore di liquidazione, da depositare almeno trenta giorni prima dell'assemblea.

L'effettività di tale presidio dipende, tuttavia, dalla capacità dei soci non professionali di analizzare adeguatamente una documentazione di elevata complessità tecnica.⁴⁹⁴

Il profilo di maggiore criticità riguarda la compressione dei diritti di voto conseguente al mutamento della *lex societatis*.

⁴⁹²Il parallelismo con l'art. 2437-quinquies c.c. è evidenziato da F. PERNAZZA, *Corporate governance e arbitraggio regolamentare*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2025; il valore di liquidazione deve essere accompagnato da parere di congruità di un revisore indipendente: art. 9, comma 3, d.lgs. 19/2023; cfr. A. BUSANI – G. MAISTO, *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali*, 3^a ed., Milano, 2025, cap. VI.

⁴⁹³Sul rischio di sottovalutazione strumentale del corrispettivo di recesso e sulla natura strutturalmente compensativa – e non conservativa – di tale tutela v. A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 345 ss.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 32 ss. In presenza di azioni quotate, il raffronto tra prezzo di mercato e valore patrimoniale ai fini del recesso è affrontato da Cass. civ., Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9662.

⁴⁹⁴Gli obblighi informativi sono disciplinati dall'art. 5 d.lgs. 19/2023; la relazione dell'organo amministrativo deve essere depositata almeno trenta giorni prima dell'assemblea e illustrare le implicazioni per le diverse categorie di soci: cfr. Assonime, *Il recepimento della disciplina europea sulle operazioni straordinarie transfrontaliere*, nota al d.lgs. 19/2023, Roma, 2023. Sul limite dell'asimmetria informativa per i soci non professionali v. F. MAGLIULO, *Il controllo di legalità nelle trasformazioni transfrontaliere*, Studio n. 86-2023/I, CNN, Roma, 2023.

L'adozione di categorie azionarie a voto differenziato - consentita dall'ordinamento olandese ma vietata in Italia per le quotate dall'art. 127-*sexies* TUF - riduce l'incidenza del voto delle minoranze nelle deliberazioni assembleari senza modificare la quota di capitale da esse detenuta. L'ordinamento italiano non appresta una tutela specifica avverso questa forma di compressione: il recesso consente l'uscita ma non la conservazione delle tutele dell'ordinamento di origine.

La tutela è dunque *ex post* e individuale, mentre la lesione - la perdita di peso decisionale nell'assemblea ristrutturata - ha carattere collettivo e permanente per i soci che non recedono⁴⁹⁵.

5.4 Il ruolo degli organi sociali nel processo di trasferimento

Il trasferimento transfrontaliero della sede sociale si traduce – anche a seguito dell'introduzione del d.lgs. 19/2023 – in un procedimento complesso che coinvolge, in modo coordinato e progressivo, i principali organi della società⁴⁹⁶.

L'operazione va ad incidere direttamente sulla legge regolatrice dell'ente, sui suoi assetti di governance e sull'insieme dei rapporti giuridici così imponendo in capo al legislatore di costruire un modello procedimentale fondato sulla trasparenza, sul controllo di legalità e sulla partecipazione informata dei soggetti interessati.

Il procedimento, ad oggi, si configura come un percorso articolato nel quale la distribuzione delle competenze tra organi sociali risponde all'esigenza di bilanciare l'autonomia imprenditoriale con la tutela degli interessi dei soci, dei lavoratori e dei terzi⁴⁹⁷.

⁴⁹⁵ L'art. 127-*sexies* TUF vieta l'emissione di azioni a voto plurimo per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati; il contrasto con la disciplina olandese è alla base del fenomeno migratorio: cfr. A. POMELLI, cit.; G. CONTALDI, *Alcune incoerenze nell'attuale disciplina sullo stabilimento delle società*, in *Cuadernos de Derecho Transnacional*, 17(1), 2025, pp. 10-27. Le proposte di armonizzazione europea in materia di diritti di voto minimi inderogabili sono discusse nell'ambito del Listing Act 2024: M. BIASETTI – C. MATARAZZO, *Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo*, 2025.

⁴⁹⁶ A. BUSANI, *Società trasferite all'estero, nuove regole in vigore*, Il sole 24 ore, 2025: Prima del Dlgs 19/2023, Il trasferimento cross-border della sede legale era semplice: la società adottava lo statuto e gli organi previsti dal Paese di destinazione e deliberava il cambio di nazionalità. Se la destinazione fosse stata l'Italia, la decisione sarebbe stata iscritta nel Registro delle Imprese dopo verifica notarile; se la società avesse lasciato l'Italia, l'iscrizione sarebbe stata provvisoria fino alla conferma del registro estero.

⁴⁹⁷ A. BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. Trasferimento della sede sociale dall'Italia all'estero*, Le società 1/2018.

Il trasferimento della sede all'estero, mutuando i passaggi tipici della fusione, passa attraverso alcuni snodi, i quali sono tracciati direttamente dal d.lgs. 19\2023.

In primo luogo, si procede alla redazione del progetto di trasformazione, il cui contenuto è definito dalla legge: a) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede e la legge regolatrice della società nello Stato di partenza; b) il tipo, la denominazione, la sede e la legge regolatrice proposte per la società nello Stato di destinazione; c) l'atto costitutivo della società risultante dalla trasformazione transfrontaliera; d) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; e) eventuali garanzie o impegni offerti ai creditori; f) i vantaggi particolari eventualmente attribuiti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione o dei membri degli organi di controllo della società sottoposta a trasformazione; g) i contributi e i finanziamenti pubblici ricevuti, sotto qualsiasi forma, nello Stato membro di partenza, nei cinque anni anteriori alla data del deposito del progetto di trasformazione transfrontaliera, con separata indicazione dei contributi e finanziamenti per i quali è stato adottato un provvedimento di revoca del o di decadenza dal beneficio oppure è in corso il relativo procedimento; h) i dati sulla liquidazione in denaro offerta ai soci per il caso di recesso (questa indicazione non occorre qualora tutti i soci della società italiana rinuncino a questa liquidazione, preannunciando il loro voto favorevole o la loro rinuncia al diritto di recesso) e il domicilio digitale presso il quale la società riceve le eventuali comunicazioni di recesso; i) le procedure di coinvolgimento dei lavoratori nella definizione dei loro diritti di partecipazione nella società risultante dalla trasformazione transfrontaliera e le alternative possibili, se ne ricorrono i presupposti; l) le probabili ripercussioni della trasformazione transfrontaliera sull'occupazione; m) la data di efficacia della trasformazione transfrontaliera o i criteri per la sua determinazione; n) il calendario proposto a titolo indicativo per l'operazione.

Successivamente, viene redatta una relazione da parte dell'organo amministrativo, destinata – come affermato precedentemente – ai lavoratori, avente

lo scopo di illustrare gli aspetti sia economici che giuridici della trasformazione, nonché le eventuali implicazioni per i lavoratori e la futura attività sociale⁴⁹⁸.

La relazione è rinunciabile solo se lo consentono, all'unanimità, i soci stessi e i titolari di strumenti finanziari che abbiano il diritto di voto in assemblea, e ciò non si estende anche ai lavoratori⁴⁹⁹.

I soci, tramite la relazione degli amministratori, vengono a conoscenza del valore di liquidazione delle azioni o quote nel caso di recesso e il criterio utilizzato ai fini della determinazione dello stesso e dei diritti di cui i soci dispongono in merito al diritto di recesso. In queste operazioni viene riconosciuto in capo ai soci che non hanno concorso all'approvazione del progetto di trasformazione transfrontaliera, il diritto di recesso, ex art.9 d.lgs. 19/2023⁵⁰⁰.

Il valore di liquidazione del socio recedente deve essere accompagnato da un parere di congruità rilasciato da un revisore legale o da una società di revisione. L'esperto ha diritto di ottenere dalla società tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica. Anche in questo caso vi è la possibilità, per i soci e per i possessori di strumenti finanziari con diritto di voto, di rinunciare all'unanimità alla relazione attinente al valore di liquidazione della partecipazione.

La relazione, al fine di evitare abusi che si realizzano portando all'estero il patrimonio dopo aver contratto debiti con l'Erario, deve anche dar conto se la società italiana ha ricevuto, nei cinque anni anteriori alla pubblicazione del progetto di trasformazione, benefici pubblici, in quanto in tal caso ne andrebbe indicata l'entità, i soggetti che li hanno erogati, come pure i procedimenti di revoca di tali misure e le somme da restituire.

In secondo luogo, si procede alla pubblicità del progetto di trasformazione che si estrinseca tramite il deposito dello stesso presso il registro delle imprese almeno trenta giorni prima della data fissata per l'assemblea convocata per la deliberazione del progetto stesso – come avviene nell'ipotesi della fusione –.

⁴⁹⁸ Consiglio notarile di Milano, *Trasformazioni transfrontaliere "in uscita": iscrizione nel registro delle imprese della delibera, del certificato preliminare e dell'attestato di controllo all'estero* (artt.8, 14 e 29 d.lgs. 19/2023), 2024

⁴⁹⁹ Cfr. Consiglio notarile di Milano, massima n.113 del 27 gennaio 2009

⁵⁰⁰ L. BENEDETTI, *The Protection of Shareholders in Cross-Border Conversions, Mergers, and Divisions*, *Orizzonti del Dir. Comm.*, 2023, pp.994-1014

Tuttavia, occorre pubblicare, nei medesimi termini, un avviso rivolto ai soci, ai creditori e ai rappresentanti dei lavoratori, per informarli sulle facoltà e sulle modalità di presentazione di osservazioni al progetto di trasformazione transfrontaliera fino a cinque giorni prima della data dell'assemblea convocata per l'approvazione del progetto stesso. La decisione di approvazione del progetto di trasformazione transfrontaliera è adottata dall'assemblea dei soci della società italiana con verbalizzazione notarile⁵⁰¹. Nella S.p.A. in seconda convocazione (o unica convocazione, se quotata) occorre il voto dei 2/3 del capitale presente in assemblea (con la presenza in assemblea di almeno 1/3 del capitale sociale o di almeno 1/5 se è una quotata in unica convocazione).

La delibera di approvazione da parte dei soci della società viene redatta nella forma di atto pubblico⁵⁰².

A seguito di ciò vi è l'emissione del certificato preliminare da parte del notaio competente, il quale attesta il regolare adempimento dello Stato di partenza, in conformità alla legge, di tutti gli atti e di tutte le formalità preliminari alla realizzazione della trasformazione transfrontaliera. Il certificato deve essere poi successivamente depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese, a cura dell'organo amministrativo della società.

A conclusione del procedimento di trasformazione transfrontaliera, viene emesso il certificato definitivo, a seguito dei controlli compiuti da parte dell'autorità competente operante nello stato di destinazione al fine di attestare l'efficacia dell'operazione in sé.

L'analisi svolta consente di cogliere come il trasferimento transfrontaliero della sede non è una mera vicenda formale di localizzazione dell'ente, ma rappresenta uno strumento attraverso cui la società interviene consapevolmente sul proprio assetto normativo di riferimento.

In questa prospettiva il delisting e il trasferimento, seppur operazioni giuridicamente differenti, sono accomunate dalla circostanza di incidere - in modo diverso - sul quadro regolatorio entro cui l'impresa opera.

Nel caso del trasferimento transfrontaliero, la società può giungere ad assoggettarsi alla legge di un diverso ordinamento, modificando così la disciplina

⁵⁰¹ Art.13 d.lgs. 19\2023

⁵⁰² A. BUSANI, *Fusioni, scissioni e trasformazioni internazionali*, II ed., 2023

societaria applicabile alla propria organizzazione, ma - nel caso rimanesse quotata nel mercato regolamentato italiano - continuerebbe ad essere assoggettata alle sue regole.

Nel caso del delisting, pur non venendo meno il legame con l'ordinamento societario italiano, cessa l'assoggettamento alla disciplina speciale connessa alla quotazione, assetti di governance e presidi di tutela ulteriori rispetto a quelli ordinatamente previsti per le società non quotate.

Ciò che accomuna le due dinamiche, pertanto, è la volontà della società di ridefinire il proprio posizionamento normativo e regolatorio, selezionando l'assetto ritenuto più coerente con le proprie esigenze organizzative, strategiche e di controllo. In tal senso, tanto il delisting quanto il trasferimento della sede esprimono, sia pure con intensità e conseguenze diverse, una tensione dell'impresa verso contesti percepiti come più efficienti o meno onerosi.

Inoltre, nei casi in cui il delisting segue – o accompagna – un trasferimento di sede all'estero, la fuga dall'ordinamento nazionale è completa: il mutamento del regime normativo determinato dal delisting si tramuta in una totale elisione del legame con il sistema giuridico nazionale.

In questa chiave, il crescente ricorso al trasferimento della sede verso altri Stati membri, così come la scelta di uscire dal mercato regolamentato, può essere letto come indice della difficoltà dell'ordinamento italiano – sul piano societario nel primo caso, su quello della disciplina della quotazione nel secondo – di mantenere stabile il legame tra impresa, mercato e sistema normativo nazionale.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta ha consentito di tratteggiare un fenomeno che va ben oltre la semplice riduzione numerica delle società presenti sul listino italiano: la crisi della quotazione in Italia riflette una trasformazione strutturale del rapporto tra impresa, mercato e sistema giuridico di riferimento.

L'osservazione empirica di un mercato che perde società in modo sistematico, con un saldo tra IPO e delisting divenuto negativo, ha rivelato non un'anomalia congiunturale ma la manifestazione di dinamiche di lungo periodo radicate nel modello di capitalismo italiano.

La progressiva contrazione dell'Euronext Milan, che tra il 2019 e il 2025 ha perso quasi cinquanta emittenti, si contrappone all'espansione dell'Euronext Growth Milan: una divergenza che segnala come il mercato principale abbia perso la propria capacità attrattiva per le imprese di medie e grandi dimensioni, lasciando spazio a un segmento alternativo strutturalmente più leggero sul piano regolamentare.

Le cause di questa crisi si dispongono su due livelli distinti ma convergenti.

Sul piano interno, il capitalismo familiare italiano - con la sua propensione agli assetti proprietari chiusi, la diffidenza verso l'apertura del capitale e la preferenza storica per il finanziamento bancario e per l'autofinanziamento - ha rappresentato un ostacolo strutturale alla diffusione della quotazione come modello ordinario di sviluppo d'impresa.

La persistente dipendenza dal credito bancario, ancora pari al 65% del totale dei debiti finanziari delle aziende nel 2019 secondo i dati della Banca d'Italia, non è semplicemente un dato finanziario: è l'espressione di una cultura imprenditoriale che tende a percepire il mercato dei capitali come uno spazio di esposizione e vincolo, piuttosto che come risorsa.

Sul piano esterno, la ridotta capitalizzazione della Borsa italiana rispetto al PIL, la scarsa liquidità del listino principale e il divario rispetto ai mercati anglosassoni e al sistema finanziario statunitense hanno reso il contesto italiano strutturalmente meno attrattivo per gli investitori istituzionali internazionali, riducendo i benefici attesi dalla quotazione e aumentando il costo relativo della permanenza sul mercato.

A questi fattori si sovrappone il peso della regolamentazione.

L'iper-regolamentazione - alimentata dalla stratificazione di norme nazionali, europee e di soft law, ha progressivamente ampliato lo "scalino normativo" tra la società chiusa e la società quotata, rendendo il passaggio da un regime all'altro non solo costoso ma percepito come tendenzialmente irreversibile.

Il complesso degli adempimenti previsti dal Regolamento MAR in materia di informazioni privilegiate, di internal dealing e di disclosure, sommato agli obblighi di corporate governance e di revisione contabile, genera per le società di medie dimensioni un carico di compliance che non trova adeguata compensazione nei benefici della quotazione, specie in presenza di una liquidità del titolo insufficiente.

La risposta dell'ordinamento al fenomeno del *delisting* non è orientata a impedirlo, ma a regolarlo.

Il diritto dei mercati finanziari presuppone la reversibilità della quotazione e concentra la propria attenzione sulla disciplina dell'uscita: gli artt. 108 e 111 TUF costruiscono un sistema di soglie e strumenti - obbligo di acquisto, diritto di acquisto - che, pur tutelando formalmente gli azionisti di minoranza attraverso la garanzia di un corrispettivo minimo, non elimina lo squilibrio strutturale tra la posizione del socio di controllo e quella degli oblati.

Come evidenziato in dottrina, anche un'offerta formalmente volontaria può assumere carattere sostanzialmente coercitivo, inducendo gli azionisti di minoranza ad aderire non per la convenienza economica del prezzo offerto, ma per evitare le conseguenze deteriori della permanenza in una società illiquida e priva delle tutele proprie di un emittente quotato.

Il diritto di recesso ex art. 2437-quinquies c.c. rappresenta, in questo quadro, il principale presidio di tutela nelle ipotesi di *delisting* puro: la sua ratio non è la restituzione di uno status perduto, ma la garanzia di una via d'uscita equa per il socio che non intenda subire gli effetti del venir meno della liquidità del proprio investimento.

La competenza assembleare in sede straordinaria, confermata dalla dottrina prevalente anche in ragione del confronto sistematico con l'art. 133 TUF, assicura il coinvolgimento dei soci nelle decisioni che incidono in modo radicale sulle condizioni originarie dell'investimento.

Pur nella correttezza formale di questo impianto, la tutela offerta resta compensativa: l'ordinamento accetta l'uscita dal mercato e ne disciplina le modalità, senza che il diritto riequilibri il rapporto di forza sottostante tra maggioranza e minoranze.

Il fenomeno del trasferimento della sede legale all'estero introduce una dimensione ulteriore e complementare rispetto al delisting. Mentre quest'ultimo determina l'uscita dal mercato regolamentato nazionale con il conseguente affrancamento dalla disciplina speciale delle società quotate, il trasferimento transfrontaliero incide sulla *lex societatis*, sostituendo il diritto italiano con quello dello Stato di destinazione.

La combinazione dei due fenomeni produce ciò che in premessa si è definita "fuga completa": l'impresa esce contemporaneamente dal mercato e dall'ordinamento, recidendo il duplice legame che la connetteva al sistema giuridico nazionale.

L'evoluzione della giurisprudenza europea — da *Daily Mail* a *Centros*, da *Cartesio* a *Polbud* — ha progressivamente esteso la portata della libertà di stabilimento fino a includere il diritto delle società di mutare ordinamento di riferimento con continuità della personalità giuridica.

Il d.lgs. 19/2023, attuativo della Direttiva (UE) 2019/2121, ha recepito questa evoluzione nell'ordinamento italiano, introducendo una disciplina tipizzata delle trasformazioni transfrontaliere.

Se da un lato tale intervento ha colmato il vuoto normativo preesistente, dall'altro ha introdotto una procedimentalizzazione dell'operazione che, secondo la circolare Assonime n. 16/2023, comporta costi informativi e organizzativi elevati, configurandosi anch'essa come un potenziale disincentivo alla mobilità societaria regolare.

L'analisi del caso olandese ha dimostrato come la migrazione di numerose società italiane verso i Paesi Bassi - da *Campari* a *Stellantis*, da *Mediaset* a *FCA*, ma soprattutto *Exor* - non risponda a ragioni di efficienza operativa ma a una precisa strategia di pianificazione societaria orientata alla ridefinizione degli assetti di governance non consentiti in misura equivalente dal diritto italiano.

Questa dinamica esprime con chiarezza il fenomeno della concorrenza tra ordinamenti: le imprese non fuggono dall'Italia perché costrette, ma perché percepiscono altri sistemi normativi come più efficienti rispetto alle proprie esigenze di governo societario.

La risposta del legislatore italiano a questo fenomeno di concorrenza normativa si è concretizzata nella legge Capitali del 5 marzo 2024, n. 21. L'intervento che innalza il limite massimo di voti per azione a voto plurimo da 3 a 10 e rafforza la disciplina del voto maggiorato fino a un massimo di dieci voti per azione testimonia la consapevolezza del legislatore circa la progressiva perdita di attrattività dell'ordinamento italiano e la necessità di allinearlo agli standard europei più competitivi. Analogamente, la delega per la riforma organica del TUF conferma che il problema è avvertito come urgente.

Tuttavia, come sottolineato da parte della dottrina, questi interventi rischiano di incidere solo marginalmente sulle cause strutturali della crisi.

Il problema della competitività del mercato italiano non si esaurisce nella disciplina dell'accesso alla quotazione ma dipende anche dall'esistenza di una base solida di investitori istituzionali, da un sistema economico capace di canalizzare il risparmio verso il capitale di rischio e da una cultura imprenditoriale che percepisca la quotazione non come un vincolo ma come una risorsa strategica. In assenza di tali condizioni, le riforme normative rischiano di produrre effetti limitati, intervenendo sui costi di accesso senza modificare in modo sostanziale gli incentivi delle imprese.

Vi è inoltre una tensione interna alle stesse riforme che merita attenzione critica. Il rafforzamento degli strumenti di voto plurimo e maggiorato risponde all'esigenza di rendere il mercato più attrattivo per gli azionisti di controllo, ma rischia di accentuare quella dissociazione tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi che riduce l'interesse degli investitori istituzionali, i quali tendono a privilegiare ordinamenti nei quali il rapporto tra peso del voto e rischio economico sia maggiormente equilibrato.

Attrarre gli azionisti fondatori con meccanismi di controllo rafforzato e, al contempo, attrarre investitori istituzionali esigenti sul piano della governance sono obiettivi che possono risultare difficilmente conciliabili entro un unico sistema normativo.

In conclusione, la crisi della quotazione in Italia si configura come un fenomeno strutturale, alimentato da fattori di natura culturale, economica e normativa che si intersecano e si rafforzano reciprocamente. Il diritto non è la causa di questa crisi, ma ne è uno specchio fedele: la disciplina del delisting, la tutela delle minoranze, la regolazione della mobilità societaria riflettono le scelte di fondo di un sistema che ha accettato la reversibilità della quotazione come dato strutturale, senza riuscire ancora a costruire condizioni che rendano stabile e conveniente la permanenza delle imprese sul mercato.

La domanda posta nella Premessa - se il diritto possa contribuire a ricostruire un clima di fiducia nel mercato dei capitali nazionale — non riceve una risposta univoca. Il diritto può e deve intervenire per ridurre i costi di accesso, semplificare la compliance, garantire tutele effettive alle minoranze e assicurare la certezza delle regole.

La fiducia che il mercato richiede non si costruisce soltanto con le norme poiché dipende dalla qualità degli intermediari, dalla profondità degli investitori istituzionali, dalla capacità delle imprese di comunicare valore e di essere valutate in modo equo. Finché questi elementi resteranno deboli, il rischio è che anche le riforme più ambiziose si traducano in aggiustamenti di facciata, incapaci di invertire una tendenza che da anni spinge le imprese italiane ad allontanarsi, in un modo o nell'altro, dal proprio mercato di riferimento.

In questa prospettiva, la progressiva fuoriuscita delle imprese dal mercato regolamentato non può essere considerata come il risultato di vicende isolate, ma come l'espressione di una trasformazione strutturale: il ridimensionamento del ruolo del mercato azionario quale sede di "governo" dell'impresa e quale canale privilegiato di allocazione del risparmio verso l'economia produttiva.

Invertire questa dinamica è possibile, ma richiede molto più di una riforma normativa: implica una ridefinizione complessiva del ruolo del mercato dei capitali nel modello di sviluppo del Paese, senza la quale il rischio è che la sua progressiva marginalizzazione diventi più che un fenomeno contingente, una condizione strutturale.

BIBLIOGRAFIA

A

ADAM R. - TIZZANO A., *Manuale di diritto dell'Unione europea*, Torino, 2017.

ADINOLFI G. - LANG A. (a cura di), *Il trattato che adotta una costituzione per l'Europa: quali limitazioni all'esercizio dei poteri sovrani degli Stati?*, vol. 24, Milano, 2006.

ALAIMO, *La nuova legge italiana sulla partecipazione dei lavoratori e l'employee's involvement di matrice europea: (poche) aperture e (molte) chiusure*, Lavoro Diritti Europa

(<https://www.lavorodirittieuropa.it/images/ALAIMO1234.pdf>)

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, (diretto da) SCHLESIGNER P., Milano, 2012.

ANNUNZIATA F., LAMBIASE A., *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris*, Milano, 2022.

ANNUNZIATA F., *Diritto dei mercati finanziari*, Torino, 2020.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato dei capitali*, ed. 12, Torino, 2023.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2020.

ANNUNZIATA F. – SCOPSI M., *Il delisting*, in *Trattato delle società*, tomo IV, Torino, 2022.

ASCIANO C.; RAVASIO N., *I MiFiD: la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007.

B

BABAN A., LUNGHI B., *PMI in volo: destinazione mercato dei capitali*, Milano, 2018.

BAIA S. CURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna, 1995.

BALLARINO T., *Diritto internazionale privato e processuale*, Padova, 1999.

BALZARINI P., *La riforma del diritto societario*, in Strumenti, 2003.

BARCA F., CAPRA L., *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Bologna, 1994.

BARCELLONA E., *Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo*, Riv. delle soc., fasc. 4, 2024, 610 ss.

BARTOLACELLI A. - TEICHMANN C., *Trasferimento della sede sociale all'estero e trasformazione transfrontaliera all'interno dell'Unione Europea*, in G. Canavesi (a cura di), *Tempo e spazio nella dimensione giuridica, economica e sociale*, Napoli, 2020.

BENEDETTELLI - LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017.

BENEDETTELLI M., *Introduzione al diritto internazionale privato ed europeo delle società*, in M. Benedettelli - M. Lamandini (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017.

BENEDETTI L., *The Protection of Shareholders in Cross-Border Conversions, Mergers, and Divisions*, Orizz. del Dir. Comm., 2023

BIASETTI M., MATARAZZO C., *Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo*, 2025.

BISCARO Q., *La quotazione di una PMI: costi, benefici ed effetti sulla struttura economico-finanziaria dell'azienda*, in L'Industria: Rivista di economia e politica industriale, 1999.

BOGGIALI D. - RUOTOLO A., *Il trasferimento della sede sociale all'estero e la trasformazione internazionale*, Studio n. 283-2015/I, Consiglio Nazionale del Notariato, 12 gennaio 2016.

BUSANI A. - MAISTO G., *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali: disciplina civilistica e fiscale*, 3^a ed., Milano, 2025.

BUSANI A., *Massime notarili e orientamenti professionali. Trasferimento della sede sociale dall'Italia all'estero*, Le Società, 1/2018.

C

C. KINDLEBERGER P., *A Financial History of Western Europe*, London, 1984.

CADORIN F., *OPA per il delisting fra insider di sé stesso ed efficienza del mercato*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2019.

CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: commento al d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, Padova, 1997.

CARLOTTI M., *Tecniche di private equity: il fondo, le SPAC e l'origination, l'investimento, la gestione e il disinvestimento*, Milano, 2012.

CARRARA C., *Il caso Centros Ltd. e il criterio di collegamento internazionalprivatistico della sede effettiva*, Dir. fall., 2001, 827 ss.

CASAROSA M. - ALINEI F., *Le operazioni straordinarie transfrontaliere alla luce della nuova disciplina italiana attuativa della Direttiva (UE) 2019/2121, La gestione straordinaria delle imprese*, n. 3/2023.

CERA M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2022.

CHIOMENTI C., GRAFFI L., *La "Special Purpose Acquisition Company"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010.

CIRAOLO F., *La disciplina giuridica sulla crisi delle società di gestione dei mercati regolamentati*, Milano, 2003.

CONTALDI G., *Alcune incoerenze nell'attuale disciplina sullo stabilimento delle società*, *Cuadernos de Derecho Transnacional*, 17(1), 2025, 10–27 (DOI:10.20318/cdt.2025.9320).

CORAPI D. - DE B. DONNO, *Le società*, in *Il diritto privato dell'Unione europea*, (a cura di) A. Tizzano, II, Torino, 2006.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2023.

COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, 2004.

COSTI R., *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, in *Banca, impresa, società*, 1996.

D

D. D'ALVIA, YOCHANAN S., *Alternative Acquisition Models and Financial Innovation: Special Purpose Acquisition Companies in Europe, and the Italian Legal Framework*, United Kingdom, Taylor & Francis, 2023.

D. D'ALVIA, *SPAC: a Comparative Study Under US, Asia and Italian Corporate Framework*. *Soft Law vs. Hard Law*, 2014.

D. D'ALVIA, *The international financial regulation of SPACs between legal standardised regulation and standardisation of market practices*, in *J. Banking Regulation*, 2020.

D. GÜNTHER, *Special Purpose Acquisition Companies und die Ineffizienz des Kapitalsystems*, Berlin-Boston, De Gruyter, 2021.

DAMASCELLI D., *I conflitti di legge in materia di società*, Bari, 2004.

DANIELE L. - AMADEO S., *Diritto del mercato unico europeo e dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia*, 6^a ed., Milano, 2023.

DAVA A., *Il riconoscimento delle situazioni giuridiche costituite all'estero nella prospettiva di una riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato*, Riv. dir. int., 2019, 319 ss.

DE M. MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004; Id., *Il contratto di quotazione*, in G. Gitti – M. Maugeri – M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati e intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.

DE N. LUCA, *European Company Law*, Cambridge, 2021.

DE N. LUCA, *Prime riflessioni sul nuovo art. 2510-bis c.c., in materia trasferimento della sede all'estero*, in *Rivista di diritto societario*, 2024.

DE P. BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo di investimento e quotazione*, in *Riv. soc.*, 2018.

DELLA G. VALENTINA, *Libertà di stabilimento e restrizioni alle trasformazioni internazionali "in uscita": il caso Polbud*, Riv. Eurojus.it, 2018.

DI A. AMATO, *Storia dei mercati finanziari*, Bologna, 2004.

DI A. CESARE, *Il trasferimento della sede della società all'estero*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2009.

E

ENRIQUES L. - F.MUCCIARELLI M., *Delle società costituite all'estero. Del trasferimento della sede all'estero* (artt. 2507-2510-bis), in G. De Nova (a cura di), Torino, 2024.

ENRIQUES L., *A venticinque anni da Centros: il punto su concorrenza tra ordinamenti e migrazioni societarie*, Corp. Governance, 2024

ENRIQUES L., *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, European Business Law Review, 2004.

F

F. MUCCIARELLI M., *Trasferimento della sede sociale all'estero e "lex societatis": l'ordine dopo il caos*, in Giur. comm., 2024.

F. MUCCIARELLI M., *Trasferimento di sede e trasformazione internazionale*, Riv. dir. comm., 2010, 173 ss.

FABOZZI R., *Profili giuslavoristici nelle operazioni transfrontaliere*, Mass. giur. lav., n. 3/2023, 496–509.

FABRIZIO S., SAM M.À, *Le IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, in Quaderni di Finanza Consob, 2010.

FERRARI P., *Operazioni straordinarie cross-border e tutela collettiva dei lavoratori*, Torino, 2023.

FERRARINI G., *La corporate governance in Italia*, Bologna, 2021.

FERRARINI G., *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in G. Ferrarini - P. Marchetti (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari*, Roma, 1998.

FIENGO C. - ALFANO G., *La mobilità transfrontaliera delle società di capitali alla luce della Direttiva (UE) 2019/2121*, Riv. dir. imp., 1/2022, 53–93.

FORNASARI F., *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in Giur. comm., 2022.

FORTUNATO S., *La libertà di stabilimento delle società in una recente sentenza della Corte di giustizia. Il caso Centros*, Dir. un. eur., 2000, 83 ss.

G

GAROFALO D., *Trasferimento della sede all'estero, mutamento della lex societatis e continuità dei rapporti giuridici*, Riv. dir. soc., 2013.

GARRAMONE F., *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in Banca, impresa, società, 2020.

GATTI M., *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.

GERANIO, *I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze*, Newfin Working Paper, 2004.

GIGANTE G., CONSO A., *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Milano, 2019.

H

HOPT G., *Company Law in the European Union: Harmonization and/or Subsidiarity?*, Int. Comp. Corporate Law Rev., 1999.

I

I.MARTINEZ – SERVE S., *Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda*, Journal of Economic Surveys, 2017, vol. 31, n. 3.

IRTI N., *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-bari, 1998.

J

JENKINSON T., SOUSA M., *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*, in J. Applied Finance, 2011.

K

KASHEFI E. POUR – LASFER M., *Why Do Companies Delist Voluntarily from the Stock Market?*, Journal of Banking and Finance, 2013, vol. 37, n. 12.

L

LAMBIASE A., *Euronext Growth Milan ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Milano, 2021.

LAMBIASE A., *La quotazione in borsa delle PMI*, Milano, 2022.

LICINI C., *La libertà di stabilimento delle società*, in *Casi e Materiali di diritto comunitario di interesse notarile: le società*, Fondazione Italiana per il Notariato (trascrizione).

LUCANTONI S., *Tutele e partecipazione dei lavoratori nelle operazioni societarie transfrontaliere. Le misure del d.lgs. 19/2023*, Lavoro Sì, 4 giugno 2024.

M

MACEY J. – M. O'HARA – POMPILIO D., *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, The Journal of Law and Economics, 2008.

MAGLIULO F., *Il controllo di legalità nelle trasformazioni transfrontaliere*, Studio n. 86-2023/I, Consiglio Nazionale del Notariato, Roma, 2023.

MAGLIULO F., *La libertà di stabilimento e le regole sulla gestione della società nei trasferimenti transfrontalieri*, in *Rivista del Notariato*, 2024.

MAISTRELLO A., SILVA M., *La nuova disciplina del trasferimento della sede dall'Italia all'estero e viceversa*, in *Studi e Materiali*, 2023.

MALBERTI C., *Le scissioni transfrontaliere dopo la Direttiva (UE) 2019/2121 e il d.lgs. 19/2023*, Riv. soc., 2024, 2-3, 375 ss.

MARINO S., *La libera circolazione delle persone giuridiche: la definitiva "liberalizzazione" del diritto di stabilimento primario delle società commerciali?*, Diritto del commercio internazionale, fasc. 2, 2018, 533 ss.

MIGALDI M., *Trasformazione transfrontaliera e trasferimento di sede sociale all'estero*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2025.

MIGALDI M., *Trasformazione transfrontaliera e trasferimento di sede sociale all'estero: il nuovo art. 2510-bis c.c. rompe gli equilibri?*, Riv. Orizzonti del diritto commerciale, fasc. 1, 2025.

MIRACOLO P., *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere: chi effettua il controllo di legalità e con quali verifiche*, Il Quotidiano IPSOA

MOLONEY N., *The Age of ESMA, in Governing EU Financial Markets*, Oxford University Press, 2018.

MORERA U. – SCIUTO M., Sez. II – *Osservatorio sulla corporate governance – Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in Riv. dir. soc., fasc. 3, 2007.

MOSCO D.G., *Le società quotate. Casebook*, Bari, 2023.

N

NASCIMBENE B., *Unione europea: trattati*, 4^a ed., Milano, 2017.

NILSSON G. O., *Incentive Structure of Special Purpose Acquisition Companies*, in EBOR, 2018.

NOTARI M., *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in Riv. dir. comm., 2004.

O

P

P. SILVA B., FANELLI E., *Le principali novità della c.d. Legge Capitali*, Milano, 2024.

PAGANO M. - PANETTA F. - ZINGALES L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, in The Journal of Finance, 1998.

PAGANO M. – A. RÖELL, *The Choice of Stock Ownership Structure*, 1998.

PAOLETTI A., *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in Riv. soc., 2017.

PEDERZINI E., *La libertà di stabilimento delle società europee nell'interpretazione evolutiva della Corte di Giustizia. Armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti nazionali*, Percorsi di diritto societario europeo, Torino, 2016.

PERNAZZA F., *Corporate governance e arbitraggio regolamentare. Premesse metodologiche e valutazioni operative*, Riv. Corporate Governance, 2025.

PETROBONI G., *Trasferimenti transfrontalieri di sede e concorrenza tra ordinamenti*, Riv. dir. soc., 2023.

PICCO F. – PONZIANI V. – TROVATORE G. – VENTORUZZO M., *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, 2019.

PISCITELLO P., *Articolo 116*, in G. F. Campobasso (diretto da), *Testo Unico della Finanza*, vol. II, Torino, 2002.

POMELLI A., *Dall'arbitraggio regolamentare all'arbitraggio sistemico: il vero gioco (e rischio) delle migrazioni societarie in Olanda*, Corporate Governance, 2024.

POMELLI A., *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in Riv. soc., 2009.

Q

R

RAGANELLI B., *I mercati regolamentati*, Roma, 2004.

RIEMER S., *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or blank check redux?*, in Washington University Law Review, 2008.

ROMANO M., *La SPAC ("Special Purpose Acquisition Company"), un'altra complessa creatura del capitalismo finanziario globale*, in Riv. dir. soc., 2022.

S

SACCO A. GINEVRI, *OPA e delisting*, in Riv. dir. soc., fasc. 4, 2022.

SAGLIOCCA M., *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2024.

SEPE R., *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001.

SEPE R., *La nuova regolazione dei mercati finanziari*, Padova, 2016.

SEPE R., *Le borse merci*, Padova, 2008.

SICILIANO G., *Cento anni di Borsa in Italia*, Bologna, 2010.

STABILE E., *La libertà di stabilimento e la trasformazione transfrontaliera: la sentenza Polbud* (nota a CGUE, 25 ottobre 2017, C-106/16), 2018.

T

TANTINI A., *La trasformazione transfrontaliera dopo la Direttiva (UE) 2019/2121 e il d.lgs. 19/2023*, Società, 2021.

TIZZANO A. - ROBERTO A., *Il Trattato di Nizza: con i testi coordinati dei trattati sull'Unione europea e sulla Comunità europea*, Milano, 2003.

TIZZANO A., *Trattati dell'Unione europea*, 2^a ed., Milano, 2014.

TROIANIELLO P., *Lo stabilimento delle società nell'Unione europea*, Napoli, Editoriale Scientifica, 2009.

U

U. RODRIGUES R., STEGEMOLLER M., *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, in Delaware Journal of Corporate Law, 2013.

V

VELLA F. – CORRENTE V., *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario*, vol. 2, diretto da Cera – Presti, Bologna, 2020;

VENTORUZZO M., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2024.

VENTORUZZO M., *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003.

VENTORUZZO M., *Regolazione dei mercati e scelte di quotazione: costi, benefici e incentivi*, in Riv. dir. soc., 2016.

VOSSESTEIN J., *Modernization of European Company Law and Corporate Governance*. Some Considerations on Its Legal Limits, 2010

W

W.RINGE G., *Corporate Mobility in the European Union – a Flash in the Pan? An empirical study on the success of lawmaking and regulatory competition*, European Company and Financial Law Review, 2013.

WYMEERSCH, *Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*, Riv. soc., 2003.

Z

ZINGALES L., *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, 1995.

NORMATIVA E GIURISPRUDENZA

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Delaware, 1985).

CGUE, 27 settembre 1988, causa C-81/87, Daily Mail and General Trust plc, EU:C:1988:456.

CGUE, 30 novembre 1995, causa C-55/94, Gebhard, EU:C:1995:411.

Trib. Verona, 5 dicembre 1996, Società, 1997, 574.

CGUE, 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros, (Racc. I-1459).

App. Trieste, 9 ottobre 1999, Riv. not., 2000, 167.

Trib. Monza, decr. 5 aprile 2002, Giur. mer., 2003, 253; Giur. comm., 2003, II, 558.

CGUE, 5 novembre 2002, causa C-208/00, Überseering.

Trib. Lecco, 6 febbraio 2003, in Massimario delle sentenze dei giudici del registro della Lombardia (1996-2007), 126 ss.

CGUE, 30 settembre 2003, causa C-167/01, Inspire Art, EU:C:2003:512.

Cass., 23 gennaio 2004, n. 1244, Banca, borsa, tit. cred., 2006, 549 (con nota Patriarca).

Cass., 28 settembre 2005, n. 18944, Giust. civ. Mass., 2005, 9.

Cass. civ., Sez. I, 8 novembre 2005, n. 21641 (legittimazione al recesso e momento di titolarità della partecipazione).

Trib. Torino, 10 gennaio 2007, Giur. it., 2007, 1967.

CGUE, 16 dicembre 2008, causa C-210/06, Cartesio, EU:C:2008:723.

CGUE, 12 luglio 2012, causa C-378/10, VALE.

Cass. civ., Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9662 (recesso ad nutum e durata eccessiva della società).

Cass. civ., Sez. II, sentenza 16 ottobre 2017, n. 24310.

Corte di giustizia dell'Unione europea, causa C-106/16, Polbud - Wykonawstwo sp. z o.o., sentenza 25 ottobre 2017.

Corte d'appello di Amsterdam, 1° settembre 2020, ECLI:NL: GHAMS:2020:2379 (Mediaset/Vivendi).

Trib. Milano, Sez. spec. impresa, 8 giugno 2023 (RG n. 19245/2020), su diritto di acquisto ex art. 111 TUF (squeeze-out) e profili costituzionali.

CGUE, 25 aprile 2024, causa C-276/22, Edil Work 2 (cit.).

Consob, delibera n. 23131/2024 (sanzione amministrativa per violazione art. 17, par. 1, Reg. (UE) n. 596/2014 – MAR).

Trattato che istituisce la Comunità economica europea (Trattati di Roma, 25 marzo 1957).

Trattato sull'Unione europea (TUE), art. 3 e art. 5, par. 4.

Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), artt. 49 e 54; art. 26, par.2.

Convenzione di Bruxelles del 1968 sul reciproco riconoscimento delle società e persone giuridiche (mai entrata in vigore).

Direttiva 2006/123/CE (c.d. Direttiva servizi), art. 4, n. 5 (definizione di stabilimento).

Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario (codificazione).

Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Regolamento (CEE) n. 2137/85 del Consiglio, 25 luglio 1985 (GEIE).

Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 26 giugno 2013 (bilanci).

Direttiva (UE) 2017/828 (SHRD II), artt. 1, parr. 3-4 (diritti degli azionisti e politica di remunerazione).

Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio, 27 novembre 2019 (operazioni transfrontaliere).

d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19 (attuazione della dir. (UE) 2019/2121).

d.lgs. 19 giugno 2025, n. 88 (decreto correttivo al d.lgs. 19/2023).

Art. 2510-bis c.c. (introdotto dal d.lgs. 19/2023) sul trasferimento della sede statutaria all'estero e trasformazione transfrontaliera/internazionale.

Legge 31 maggio 1995, n. 218, art. 25 (statuto personale delle società e trasferimenti della sede statutaria).

Art. 2:92 BW (principio di parità di trattamento degli azionisti nel diritto olandese).
Codice civile, artt. 2364, 2365, 2376, 2380-bis, 2437 e ss.; art. 2437-quinquies; art. 2437-bis; art. 2437-ter; art. 2437-quater.

d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), artt. 62; 66-ter; 66-quater; 108; 111; 119; 133; 187-bis.

Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR – Market Abuse Regulation).

Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., artt. 2.5.1; 2.5.2; 2.5.3; 2.5.5; 2.7.1; disposizioni finali art. 7.2; Istruzioni al Regolamento; Manuale (25 ottobre 2021).

Regno Unito: Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA); Financial Services and Markets Act 2023 (per i soli profili richiamati); FCA Handbook (Listing Rules, incl. LR 1.5; LR 5.2.5 e ss; LR 5.6.4).

Regno Unito: Companies Act 2006, sezioni 98; 979; 983; 986.

Francia: Code Monétaire et Financier, art. L420-10; art. L433-4 e L433-5; Règlement général de l'AMF (es. artt. 236-1; 236-3; 215-1 previgente; 223-36).

SITOGRAFIA

OECD Capital Market Review of Italy 2020 –
(https://www.oecd.org/en/publications/oecd-capital-market-review-of-italy-2020_8443f95a-en.html)

Commissione europea, Capital Markets Union 2020 Action Plan –
(https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en)

Intermonte – Politecnico di Milano, Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021).
(https://www.intermonte.it/static/upload/ses/sesto-quaderno-di-ricerca-intermonte_politecnico_2022.pdf)

Ministero dell'Economia e delle Finanze, Libro Verde – La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, 2022.
(https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html)

V. BERTOLINO, Brembo, Campari, Mediaset: perché le aziende italiane vanno in Olanda. E cosa si può fare per trattenerle, Corriere della Sera – L'Economia, 15 agosto 2023. (https://www.corriere.it/economia/finanza/23_agosto_15/brembo-campari-mediaset-perche-aziende-italiane-vanno-olanda-cosa-si-puo-fare-trattenerle-57934a9c-1f0b-11ee-bfca-f44c975a09c3.shtml)

Family & Business Interface, Cousins in charge: managing conflicts and driving success in multi-generational family enterprises (9 ottobre 2024) –
(<https://digital.ffi.org/editions/cousins-in-charge-managing-conflicts-and-driving-success-in-multi-generational-family-enterprises/>)

Financial Times, How Meloni's new "Capital Bill" could backfire on Corporate Italy (Jenkins, 2024) - <https://www.ft.com/>

EY, Le aziende familiari italiane crescono nonostante le complessità geopolitiche (newsroom 2025) (https://www.ey.com/it_it/newsroom/2025/04/le-aziende-familiari-italiane-crescono-nonostante-le-complessita-geopolitiche)

Diritto Bancario, Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate (<https://www.dirittobancario.it/art/le-principali-novita-del-listing-act-sulla-comunicazione-al-pubblico-di-informazioni-privilegiate/>)

Advocacy & Litigation, Listing Act: analisi del nuovo pacchetto legislativo (Biasetti-Matarazzo, 2025) –(<https://www.advocacyandlitigation.com/post/listing-act-analisi-del-nuovo-pacchetto-legislativo>)

Cuadernos de Derecho Transnacional – articolo di G. Contaldi, 2025 (<https://e-revistas.uc3m.es/index.php/CDT/en/article/view/9320>)

Consob, Comunicato stampa 20 gennaio 2026 (https://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fl/content/comunicato-stampa-del-20-gennaio-2026/10194)

Glossario di Borsa Italiana (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-non-regolamentato.html>)