

Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di European Business Law

# L'OBBLIGO DI ACQUISTO NEI MERCATI NON REGOLAMENTATI

RELATORE

Prof. Nicola de Luca

CORRELATORE

Prof. Salvatore Providenti

CANDIDATO

Giorgio Nardone



# INDICE

<i>Introduzione</i> .....	<b>III</b>
<i>Capitolo I I sistemi multilaterali di negoziazione e il mercato Euronext Growth Milan</i> .....	<b>1</b>
<b>1 I sistemi multilaterali di negoziazione</b> .....	<b>1</b>
1.1 L'evoluzione delle sedi di negoziazione e la normativa di riferimento .....	1
1.2 I caratteri principali dei sistemi multilaterali di negoziazione .....	3
1.3 (segue) L'organizzazione e il funzionamento.....	5
1.4 (segue) La vigilanza .....	7
1.5 I mercati di crescita .....	9
<b>2 Euronext Growth Milan</b> .....	<b>11</b>
2.1 Origine ed evoluzione del mercato.....	11
2.2 Il procedimento di quotazione su Euronext Growth Milan.....	12
2.3 Le norme applicabili agli emittenti quotati su Euronext Growth Milan .....	17
2.4 I requisiti di permanenza imposti agli emittenti dal Regolamento di mercato.....	20
2.5 Il Segmento Professionale .....	23
<b>3 Programma di indagine e anticipazione dei risultati</b> .....	<b>24</b>
<i>Capitolo II La clausola di opa obbligatoria nel mercato Euronext Growth Milan</i> .....	<b>28</b>
<b>1 La normativa di riferimento</b> .....	<b>28</b>
1.1 Profili sostanziali dell'obbligo di opa nel mercato Euronext Growth Milan .....	28
1.2 (segue) Le soglie rilevanti .....	30
1.3 Profili procedurali (rinvio) .....	32
<b>2 La validità della clausola di opa endosocietaria</b> .....	<b>32</b>
2.1 Il dibattito sulla questione .....	32
2.2 La tesi che attribuisce alla clausola di opa endosocietaria natura di limite alla circolazione azionaria equiparandola alla clausola di tag-along. Critica: la clausola di tag-along non costituisce (sempre) un limite alla circolazione delle azioni.....	34
2.3 (segue) La clausola di opa endosocietaria non è equiparabile alla clausola di tag-along dal punto di vista della struttura giuridica .....	37
2.4 Opa endosocietaria, limiti alla circolazione delle azioni e autonomia statutaria .	43
<b>3 L'introduzione della clausola di opa endosocietaria nello statuto e la sua modificazione</b> .....	<b>48</b>
3.1 L'obbligo di introdurre la clausola nello statuto .....	48
3.2 La competenza a introdurre la clausola nello statuto .....	49
3.3 Il diritto di recesso .....	50
3.4 La modificazione della clausola .....	54
3.5 L'eliminazione del "rinvio mobile" .....	56
3.6 Le deviazioni dal modello: la fissazione di una soglia diversa da quella richiesta dal Regolamento di mercato .....	57

3.7	(segue) Il richiamo all'obbligo e al diritto di acquisto (rinvio).....	58
<b>4</b>	<b>Il procedimento di offerta .....</b>	<b>59</b>
4.1	Il superamento delle soglie rilevanti .....	59
4.2	Il lancio dell'offerta.....	60
4.3	Lo svolgimento dell'offerta e l'autorità competente a vigilare su di essa.....	61
4.4	La vigilanza del Panel: richiamo al modello inglese.....	62
4.5	Le funzioni di supervisione e amministrazione dell'offerta.....	64
4.6	Le funzioni para-giurisdizionali .....	69
4.7	La vigilanza della Consob .....	71
<b>5</b>	<b>L'inadempimento dell'obbligo di offerta .....</b>	<b>73</b>
5.1	La sospensione del diritto di voto .....	73
5.2	(segue) Il calcolo dei quorum assembleari a fronte della sospensione del diritto di voto	75
5.3	La risarcibilità del danno da mancata opa.....	78
5.4	L'esecuzione in forma specifica .....	83
5.5	La responsabilità degli amministratori.....	84
<b>Capitolo III Prospettive di ammissibilità dello squeeze-out e del sell-out statutari.....</b>		<b>86</b>
<b>1</b>	<b>Introduzione.....</b>	<b>86</b>
<b>2</b>	<b>Il diritto di acquisto (o squeeze-out) statutario .....</b>	<b>87</b>
2.1	L'art. 111 t.u.f. e i problemi di un suo richiamo statutario .....	87
2.2	Il riscatto di azioni: l'istituto più affine allo squeeze-out statutario .....	88
2.3	Il rinvio statutario all'art. 111 t.u.f. come clausola di riscatto ex art. 2437-sexies c.c.	90
2.4	La determinazione del corrispettivo .....	94
2.5	L'introduzione del rinvio all'art. 111 t.u.f. durante societate: unanimità o maggioranza? .....	95
<b>3</b>	<b>L'obbligo di acquisto (o sell-out) statutario .....</b>	<b>100</b>
3.1	L'art. 108 t.u.f. e i problemi di un suo richiamo statutario.....	100
3.2	Sell-out e azioni redimibili.....	101
3.3	Le condizioni apponibili e l'introduzione della clausola nello statuto.....	103
3.4	La determinazione del corrispettivo .....	106
3.5	Il sell-out come diritto potestativo o come riapertura del termine di adesione all'offerta pubblica di acquisto.....	107
<b>Bibliografia.....</b>		<b>109</b>

## INTRODUZIONE

L'elaborato analizza il funzionamento delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie nei mercati non regolamentati e in particolare nel mercato Euronext Growth Milan (EGM), il principale sistema multilaterale di negoziazione italiano.

Il primo capitolo descrive i caratteri generali e il funzionamento dei sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. MTF): si tratta di una categoria di sedi di negoziazione introdotta con il recepimento della Direttiva MiFID II e disciplinata dal t.u.f. L'attenzione si sofferma poi sul mercato Euronext Growth Milan, un MTF gestito da Borsa Italiana, nato nel 2008 e finalizzato ad agevolare l'accesso di piccole e medie imprese al mercato dei capitali. Guardando ai numeri, questo obiettivo è stato raggiunto: EGM ha avuto una rapidissima espansione negli ultimi anni, grazie soprattutto a un percorso di quotazione agevolato e a oneri di permanenza ridotti rispetto a quelli previsti per le società quotate sul listino principale. Del resto, gli emittenti EGM non sono soggetti alla stragrande maggioranza delle norme del t.u.f. destinate alle società quotate su mercati regolamentati; essi sono dunque retti *in primis* dal diritto societario comune.

Il secondo capitolo è dedicato al funzionamento delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie nel mercato EGM. Viene innanzitutto analizzata la tecnica con cui l'obbligo di opa viene imposto all'interno di questo mercato. Invero, le norme del t.u.f. che disciplinano l'istituto dell'opa obbligatoria (artt. 106 ss.) si applicano solo alle società quotate su mercati regolamentati; pertanto, gli emittenti EGM non vi soggiacciono. Borsa Italiana ha quindi imposto a tali società di recepire nei loro statuti un modello di clausola di opa endosocietaria, che prescrive l'obbligo di opa tramite un richiamo alle norme del t.u.f. Ne consegue che, per le società quotate su EGM, l'opa obbligatoria non ha fonte legale bensì statutaria.

La tecnica scelta da Borsa Italiana solleva interessanti problemi di diritto societario, a cominciare dalla questione dell'ammissibilità di una clausola statutaria che imponga il lancio di un'opa totalitaria all'azionista che superi determinate quote di capitale sociale. Vengono poi analizzate altre questioni relative alla clausola, ad esempio la spettanza o meno del diritto di recesso a seguito della sua introduzione, nonché i casi in cui gli emittenti EGM la redigano in maniera difforme dal modello prescritto da Borsa Italiana.

L'analisi si sofferma poi sul procedimento di offerta e sul ruolo del *Panel*, l'organismo a cui viene affidata la vigilanza sulle opa obbligatorie lanciate su EGM. Infine, vengono passate in

rassegna le sanzioni per l'inadempimento dell'obbligo di offerta e i rimedi esperibili dagli azionisti di minoranza pretermessi.

Il terzo capitolo indaga se sia possibile riprodurre in una clausola statutaria gli istituti del *sell-out* e dello *squeeze-out* previsti rispettivamente dagli artt. 108 e 111 t.u.f. Infatti, nonostante Borsa Italiana imponga agli emittenti EGM di recepire a statuto soltanto l'obbligo di opa disciplinato dagli artt. 106 e 109 t.u.f., nella stragrande maggioranza dei casi le società hanno esteso volontariamente il richiamo statutario anche agli artt. 108 e 111 t.u.f. Tuttavia, anche queste norme sono state pensate dal legislatore solo per le società quotate su mercati regolamentati, non anche per le società con strumenti finanziari negoziati su MTF. La tendenza degli emittenti EGM di richiamare a statuto queste ulteriori disposizioni solleva così un altro interessante quesito: il diritto societario comune consente all'autonomia statutaria di introdurre clausole che (i) permettano a un socio di estromettere dalla società uno o più altri soci (*squeeze-out*) al verificarsi di determinati presupposti, e che (ii) permettano a uno o più soci, in presenza di analoghi presupposti, di vendere forzosamente le proprie azioni a un altro socio (*sell-out*)?

# CAPITOLO I

## I SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE E IL MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

### **1 I sistemi multilaterali di negoziazione**

#### *1.1 L'evoluzione delle sedi di negoziazione e la normativa di riferimento*

La categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione ha fatto ingresso nel nostro ordinamento a seguito del recepimento della Direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MiFID). L'assetto normativo preesistente, contenuto nel D.Lgs. 58/1998 (il Testo Unico della Finanza, di qui in avanti il t.u.f.), regolava solo due tipi di sistemi di negoziazione strutturata di strumenti finanziari: i mercati regolamentati e i sistemi di scambio organizzati<sup>1</sup> (c.d. SSO). Gli SSO rappresentavano una categoria residuale e comprendevano tutte le forme di negoziazione, diverse dai mercati regolamentati, caratterizzate dall'utilizzazione di un'infrastruttura comune per la conclusione di contratti di scambio di strumenti finanziari. Inoltre, mentre i mercati regolamentati erano assoggettati a penetranti controlli pubblici, gli SSO soggiacevano a una vigilanza puramente informativa da parte della Consob, che poteva richiedere informazioni, notizie e documenti ai vari partecipanti al sistema. L'assenza di controlli particolarmente significativi comportò una forte diffusione degli SSO: al 2007 in Italia ne esistevano oltre 400<sup>2</sup>. Il sistema è mutato radicalmente con l'entrata in vigore della Direttiva MiFID. Il recepimento di tale normativa ha portato all'estromissione della categoria residuale degli SSO, sostituendovi due nuovi sistemi di negoziazione organizzata: si sono così affiancati ai mercati regolamentati i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.

Gli internalizzatori sistematici sono imprese di investimento che negoziano strumenti finanziari per conto proprio, eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di

---

<sup>1</sup> I sistemi di scambi organizzati (art. 78 t.u.f. nell'originaria versione) rappresentavano i cc.dd. "mercati non regolamentati" (v. SEPE, *La MiFID II e i mercati*, 268).

<sup>2</sup> V. MOTTI,  *Mercati regolamentati*, 675.

un sistema multilaterale di negoziazione o (dopo il recepimento della Direttiva 2014/65/UE, c.d. Direttiva MiFID II) di un sistema organizzato di negoziazione. Ai fini della qualifica di internalizzatore sistematico è necessario che le negoziazioni avvengano in modo frequente, sistematico e sostanziale (art. 1, co. 5-ter, t.u.f.)<sup>3</sup>. Inoltre, gli IS devono comunicare alla Consob tutta una serie di informazioni e documenti relativi allo svolgimento della loro attività, fra cui le “*regole, chiare e non discriminatorie, stabilite dagli internalizzatori sistematici per consentire l’accesso degli investitori alle proprie quotazioni*” (art. 72, co. 5 del Regolamento Consob 20249/2017, il c.d. Regolamento mercati). L’elemento principale per distinguere gli internalizzatori sistematici dai sistemi multilaterali di negoziazione è costituito dalla natura bilaterale o multilaterale dell’attività di scambio<sup>4</sup>. Invero, gli IS non dispongono di sistemi interni di abbinamento che eseguano gli ordini dei clienti su base multilaterale<sup>5</sup>; al contrario, l’internalizzatore si pone esso stesso come controparte dell’attività di negoziazione. Ne consegue che l’IS acquista e cede strumenti finanziari *per conto proprio*, seppur in esecuzione degli ordini dei suoi clienti. Il carattere bilaterale dell’attività di internalizzazione sistematica ha determinato la sua esclusione dal novero delle “sedi di negoziazione” in occasione del recepimento della Direttiva MiFID II<sup>6</sup>. In particolare, la peculiare natura dell’attività degli IS ha portato a qualificarli più propriamente come sedi di esecuzione, non già di negoziazione, di strumenti finanziari<sup>7</sup>.

Allo stato, la categoria delle “sedi di negoziazione” di strumenti finanziari comprende (i) i mercati regolamentati, (ii) i sistemi multilaterali di negoziazione e (iii) i sistemi organizzati di negoziazione (introdotti con il recepimento della Direttiva MiFID II). La loro disciplina è contenuta in diverse fonti normative a partire dal t.u.f., che raccoglie le varie definizioni e i principi fondamentali della materia. La normativa secondaria di attuazione ha invece sede in due regolamenti Consob: si tratta del già citato Regolamento 20249/2017 (il c.d. Regolamento mercati) e del Regolamento 20307/2018 (il c.d. Regolamento intermediari). Vi sono poi numerosi Regolamenti comunitari, adottati in esecuzione della Direttiva MiFID II, che in quanto tali sono direttamente applicabili nel nostro ordinamento: in particolare, il Regolamento

---

<sup>3</sup> Lo stesso comma detta anche i criteri per determinare la sussistenza di tali requisiti. In particolare, il modo “frequente e sistematico” si misura per numero di negoziazioni *over the counter* (OTC), cioè fuori listino, mentre il modo “sostanziale” si misura per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dal soggetto su uno specifico strumento finanziario in relazione al totale delle negoziazioni effettuate sullo stesso strumento finanziario dal soggetto medesimo o all’interno dell’Unione Europea.

<sup>4</sup> SEPE, *La MiFID II e i mercati*, 271.

<sup>5</sup> Cfr. CONSOB, *Gli Internalizzatori Sistematici: Definizione e Obblighi di Quotazione*, 11.

<sup>6</sup> Cfr. Considerando n. 6 della Direttiva MiFID II.

<sup>7</sup> In questi termini TROIANO, *Sistemi di negoziazione*, 1017.



UE 600/2014 (il c.d. MiFIR) relativo alla trasparenza informativa, il Regolamento UE 573/2017 in tema di remunerazione del gestore, il Regolamento UE 584/2017 per i requisiti organizzativi delle sedi di negoziazione e il Regolamento UE 824/2016 relativo alle comunicazioni dirette alle autorità di vigilanza<sup>8</sup>. Il presente elaborato si sofferma su una delle tre sedi di negoziazione, ovverosia sui sistemi multilaterali di negoziazione. In particolare, l'oggetto della ricerca ruota attorno al principale sistema multilaterale di negoziazione italiano: il mercato Euronext Growth Milan.

## 1.2 *I caratteri principali dei sistemi multilaterali di negoziazione*

Il tratto comune a tutte e tre le sedi di negoziazione è costituito dalla multilateralità della loro attività. Tali sedi sono infatti qualificate come “sistemi multilaterali”<sup>9</sup>: si tratta cioè di ambienti che consentono “l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari” (art. 1, comma 5-bis.1, t.u.f.). Il carattere della multilateralità, contrapposto a quello della bilateralità (che, come già detto, connota l’attività di internalizzazione sistematica), presuppone la presenza di una pluralità di soggetti che negoziano tra loro. Non a caso, l’art. 65-bis, comma 1, lett. d), t.u.f. richiede che i sistemi multilaterali di negoziazione (nonché i sistemi organizzati di negoziazione) contino almeno tre membri attivi, e che ciascuno di essi possa interagire con tutti gli altri per quanto concerne la formazione dei prezzi.

I sistemi multilaterali di negoziazione (o *multilateral trading facilities*, c.d. MTF) sono “*sistemi multilaterali gestiti da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consentono l’incontro, al loro interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*” (art. 1, comma 5-octies, lett. a), t.u.f.). La loro funzione economica è sovrapponibile a quella dei mercati regolamentati<sup>10</sup>: si tratta in entrambi i casi di “ambienti” che hanno la funzione di agevolare l’altrui attività di scambio di prodotti finanziari<sup>11</sup>.

La principale differenza fra i mercati regolamentati e MTF sta nei soggetti che possono gestire gli uni e gli altri. Infatti, i mercati regolamentati possono essere amministrati solo da società di

<sup>8</sup> CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1128.

<sup>9</sup> A mente dell’art. 63 t.u.f., i sistemi multilaterali per la negoziazione di strumenti finanziari possono operare solo come mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

<sup>10</sup> Tanto si evince dal considerando n. 6 della Direttiva MiFID, e anche la dottrina è concorde sul punto (v. SEPE, *La nuova regolazione*, 68; MOTTI,  *Mercati regolamentati*, 683; MARCHESI,  *Mercati regolamentati*, 43).

<sup>11</sup> Così MOTTI,  *Mercati regolamentati*, 683, secondo la quale non ha rilevanza il fatto che ai sensi del t.u.f. gli MTF “consentono” l’incontro di interessi multipli di acquisto e vendita di strumenti finanziari, mentre i mercati regolamentati “facilitano” l’incontro di tali interessi.

gestione (tanto si evince dalla definizione contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. *w-ter*), t.u.f.). Al contrario, gli MTF possono essere gestiti sia da società di gestione di mercati regolamentati che da intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento (banche o imprese di investimento). Invero, il t.u.f. qualifica espressamente l'attività di gestione di MTF come servizio di investimento (art. 1, comma 5, lett. g) t.u.f.), il cui esercizio è subordinato all'autorizzazione dell'autorità di vigilanza competente<sup>12</sup>. Pertanto, le norme applicabili al gestore dell'MTF saranno quelle del settore di riferimento: nel caso in cui l'MTF sia amministrato da un'impresa di investimento, tale impresa sarà soggetta alle disposizioni del t.u.f. che ne disciplinano l'attività. Se invece il gestore dell'MTF è una banca, esso soggiacerà alle disposizioni del Testo Unico bancario<sup>13</sup>.

Da questa prima differenza fra MTF e mercati regolamentati ne discende un'altra, attinente al regime autorizzatorio. L'art. 64-*quater* t.u.f. dispone che la Consob "*rilascia l'autorizzazione a operare in qualità di mercato regolamentato*", dopo aver verificato che il sistema rispetta i requisiti previsti dal t.u.f. per tali sedi di negoziazione. L'autorizzazione è richiesta per ciascun mercato regolamentato: in altre parole, se una società di gestione ha già ottenuto l'autorizzazione relativamente a un mercato e desidera avviare la gestione di un altro, deve munirsi di una ulteriore e autonoma autorizzazione. Come rilevato dalla dottrina, l'autorizzazione della Consob ha natura costitutiva del mercato regolamentato stesso<sup>14</sup>: in sua assenza, la figura del mercato regolamentato non può neppure dirsi venuta ad esistenza giuridicamente. Ne deriva che non è configurabile l'esercizio abusivo di un mercato regolamentato<sup>15</sup>.

È al contrario configurabile l'esercizio abusivo di sistemi multilaterali di negoziazione. Infatti, come già rilevato, la gestione di MTF rientra fra i servizi di investimento, soggetti ad autorizzazione *ex art. 19* t.u.f. Tuttavia, questa autorizzazione copre l'attività, genericamente intesa, di prestazione di servizi di investimento e non investe specificamente la gestione di MTF. Viceversa, come rilevato poc'anzi, l'autorizzazione rilasciata ai sensi dell'art. 64-*quater* t.u.f. è relativa a un singolo e determinato mercato regolamentato. Questo induce la dottrina a qualificare i mercati regolamentati come "mercati autorizzati" e gli MTF, per contrapposizione,

---

<sup>12</sup> Ove il richiedente sia una Sim, l'autorizzazione è concessa dalla Consob, (art. 19, comma 1, t.u.f.); se invece la richiesta proviene da una banca o da un intermediario iscritto nell'elenco di cui all'art. 106 del Testo Unico bancario, l'autorizzazione è rilasciata dalla Banca d'Italia (art. 19, comma 4, t.u.f.).

<sup>13</sup> Così ANNUNZIATA, *Le società di gestione*, 1098.

<sup>14</sup> TROIANO, *Sistemi di negoziazione*, 1023.

<sup>15</sup> MOTTI,  *Mercati regolamentati*, 685.

come “mercati non autorizzati”<sup>16</sup>. Ad onta di tale qualificazione, la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione è comunque sottoposta a svariati requisiti di legge.

### 1.3 (segue) L'organizzazione e il funzionamento

Dal punto di vista organizzativo, il gestore dell'MTF deve adottare: (a) regole e procedure trasparenti, che garantiscano un processo di negoziazione corretto e ordinato, nonché criteri obiettivi che consentano l'esecuzione efficiente degli ordini; (b) misure per garantire una gestione sana dell'operatività del sistema; (c) misure atte ad individuare puntualmente eventuali conflitti tra gli interessi del sistema multilaterale, dei suoi proprietari o del gestore del sistema multilaterale e il sano funzionamento del sistema stesso, nonché misure volte a gestire le potenziali conseguenze negative di tali conflitti di interesse per l'operatività del sistema (art. 65-bis, comma 1, t.u.f.). Inoltre, il gestore dell'MTF deve adottare regole non discrezionali per l'esecuzione degli ordini nel sistema (art. 65-ter, comma 1, lett. a), t.u.f.). Il carattere della non discrezionalità è un'altra caratteristica comune sia agli MTF che ai mercati regolamentati: in tali sistemi il *matching* tra i vari ordini dei clienti avviene in base a regole oggettive e di applicazione generale, senza alcun intervento del gestore volto a condizionare l'esito di una particolare negoziazione<sup>17</sup>. Questa caratteristica differenzia gli MTF e i mercati regolamentati dai sistemi organizzati di negoziazione (*organised trading facilities*, c.d. OTF). Negli OTF, il gestore decide se collocare o ritirare un ordine dal proprio sistema, e determina anche se e in che misura abbinare due o più ordini immessi nel sistema dai clienti (v. art. 65-quater, comma 1, lett. a) e b), t.u.f.). L'insieme delle regole adottate dal gestore del MTF andrà a formare il c.d. regolamento del mercato, un atto di natura privata che disciplina i rapporti fra il gestore e le società ammesse al mercato<sup>18</sup>. Peraltro, spesso le regole adottate dal gestore non sono contenute in un unico documento, ma in vari atti diversi<sup>19</sup>.

Gli MTF fissano anche criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati sul proprio sistema, e mettono a disposizione del pubblico informazioni sufficienti per permettere ai loro clienti di emettere un giudizio in materia di investimenti. Inoltre, si devono dotare di meccanismi volti a controllare l'osservanza dei requisiti di ammissione alle

---

<sup>16</sup> CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1131-1132.

<sup>17</sup> CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1132.

<sup>18</sup> Su questo si tornerà più diffusamente *infra*, Capitolo II, § 3.1.

<sup>19</sup> Per esempio, quanto al mercato Euronext Growth Milan, il Regolamento Emittenti (il principale *corpus* normativo adottato da Borsa Italiana con riferimento a questo mercato) è affiancato da altri regolamenti, come il Regolamento Euronext Growth Advisor, il Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni e il Regolamento degli operatori e delle negoziazioni.

negoziazioni previsti dai regolamenti del mercato (art. 66, commi 3 e 4, t.u.f.). Il gestore dispone di ampi margini di discrezionalità nel definire i requisiti di ammissione degli strumenti finanziari al proprio sistema, e gli emittenti non possono vantare alcuna aspettativa giuridicamente protetta all'ammissione dei propri strumenti finanziari alle negoziazioni su una determinata *trading venue*<sup>20</sup>.

Il mancato rispetto delle condizioni di ammissione e permanenza degli strumenti finanziari può comportarne la sospensione o l'esclusione dalle negoziazioni. La decisione può essere adottata *in primis* dal gestore del mercato, che può sospendere o escludere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari che cessino di rispettare le regole del sistema salvo che il provvedimento non rischi di pregiudicare gli investitori o il funzionamento ordinato del mercato (art. 66-*ter*, comma 1, t.u.f.). Nell'esercizio di questa prerogativa, che si inserisce nel rapporto privatistico fra i soggetti ammessi al sistema e il gestore, quest'ultimo dovrà quindi tenere in considerazione anche interessi "metaindividuali"<sup>21</sup>, collegati alla tutela degli investitori e al buon funzionamento del mercato. In alternativa, i provvedimenti in analisi possono essere adottati anche alla Consob. L'autorità può infatti sospendere o escludere uno strumento finanziario dalle negoziazioni, oppure richiedere che vi provveda il gestore della sede di negoziazione interessata, e può chiedere al gestore tutte le informazioni che ritenga utili al fine dell'esercizio di questo potere (art. 66-*quater*, comma 1, t.u.f.). Al pari del gestore, anche la Consob dovrà esercitare i poteri di sospensione ed esclusione dalle negoziazioni avendo riguardo a interessi "metaindividuali"; si tratta in particolare degli interessi alla trasparenza del mercato, all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla tutela degli investitori, che orientano in generale la vigilanza della Consob sulle sedi di negoziazione (art. 62, comma 1, t.u.f.).

Sono previste poi anche alcune disposizioni in tema di accesso degli operatori al mercato. In particolare, la legge richiede ai gestori di MTF l'adozione di regole "*trasparenti e non discriminatorie, basate su criteri oggettivi*" per disciplinare l'accesso dei vari soggetti alle sedi di negoziazione in qualità di membri, partecipanti o clienti (art. 67, comma 1, t.u.f.). Inoltre, viene espressamente previsto che agli MTF possono accedere (in qualità di membri o partecipanti): le Sim, le banche italiane, le imprese di investimento UE, le banche UE e le imprese di investimento di paesi extra UE che abbiano ottenuto una particolare autorizzazione

---

<sup>20</sup> CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1142.

<sup>21</sup> L'espressione è di CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1144.

(art. 67, comma 3, t.u.f.). Può altresì accedere all'MTF ogni altro soggetto che rispetti determinati requisiti reputazionali e professionali (art. 67, comma 4, t.u.f.)<sup>22</sup>.

Non vengono dettate disposizioni specifiche in tema di esclusione degli operatori da sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione. Invero, l'art. 67-bis t.u.f. prevede il potere del gestore di escludere gli operatori dalle negoziazioni, ma solo con riferimento ai mercati regolamentati<sup>23</sup>. La dottrina ritiene però che questo potere spetti anche ai gestori delle altre due tipologie di *trading venues*<sup>24</sup>.

#### 1.4 (segue) La vigilanza

L'ultimo profilo da trattare attiene alla vigilanza sui sistemi multilaterali di negoziazione. In generale, il gestore del mercato assume il ruolo di “vigilante di prima istanza”<sup>25</sup>, per accertare che i vari soggetti ammessi ad operare nel mercato lo facciano secondo le regole stabilite dal gestore stesso. Del resto, come già menzionato, qualora tali regole vengano violate, il gestore può deliberare la sospensione o l'esclusione dal mercato dell'operatore o dello strumento finanziario a cui le violazioni sono imputabili.

La legge prevede però anche penetranti poteri di vigilanza e di intervento appannaggio della Consob. L'art. 65-septies, comma 1, t.u.f. deferisce all'autorità l'individuazione degli obblighi informativi e di comunicazione nei propri confronti in capo ai gestori delle sedi di negoziazione. La Consob ha determinato tali obblighi nel Regolamento mercati (artt. 19 ss.). In particolare, vi è un primo gruppo di obblighi informativi che si applica solo ai gestori di mercati regolamentati. Una parte di questi obblighi viene poi estesa anche ai gestori di MTF e OTF: si tratta in particolare dell'obbligo di presentare annualmente alla Consob una relazione sulla struttura organizzativa, dell'obbligo di comunicazione relativo a materie rilevanti per l'esercizio delle funzioni di vigilanza nonché di obblighi di comunicazione in merito a eventi societari, pianificazione e accordi di cooperazione. Inoltre, quantunque l'avvio di un MTF o di un OTF non sia soggetto ad autorizzazione specifica, in tale momento il gestore deve comunque comunicare alla Consob la maggior parte delle informazioni richieste al fine del rilascio dell'autorizzazione prevista per i mercati regolamentati (art. 31 del Regolamento mercati). Vi

---

<sup>22</sup> In particolare, è necessario (a) godere di buona reputazione, (b) disporre di una sufficiente capacità di negoziazione, competenza ed esperienza, (c) disporre di adeguati sistemi organizzativi e (d) disporre di risorse sufficienti per il ruolo da svolgere.

<sup>23</sup> Le decisioni di ammissione, esclusione e sospensione dalle negoziazioni adottate dal gestore del mercato regolamentato devono essere immediatamente comunicate alla Consob (art. 67-bis, comma 1, t.u.f.).

<sup>24</sup> Così ancora CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1144.

<sup>25</sup> SEPE, *La nuova regolazione*, 76.

è poi una lunga lista di obblighi di comunicazione, applicabili in linea di massima ai gestori di tutte le sedi di negoziazione, in materia di organizzazione e funzionamento (artt. 32 ss.) nonché in materia di accesso alle stesse (artt. 47 ss.).

L'autorità pubblica è poi dotata di penetranti poteri di controllo nei confronti delle *trading venues*: poteri che devono sempre essere esercitati nel perseguimento della trasparenza, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori (art. 62, comma 1, t.u.f.). Tali poteri spettano alla Consob e alla Banca d'Italia, nell'ambito delle rispettive competenze, e possono essere suddivisi in tre categorie.

La prima categoria attiene alle funzioni informative e di indagine delle autorità (art. 62-*octies* t.u.f.). In particolare, la Consob e la Banca d'Italia possono chiedere a chiunque (inclusi i revisori legali e le società di revisione delle sedi di negoziazione) la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie nonché la trasmissione di atti e documenti. Possono altresì procedere a ispezioni nei confronti di chiunque possa essere in possesso di informazioni pertinenti. La Consob può poi, sempre nell'ambito della vigilanza sulle sedi di negoziazione, esercitare gli ampi poteri previsti dall'art. 187-*octies* t.u.f. in materia di abusi di mercato (il richiamo a tale norma da parte dell'art. 62-*octies*, comma 3, t.u.f. estende ancora di più il perimetro delle prerogative dell'autorità).

La seconda categoria comprende i poteri ispettivi (art. 62-*novies* t.u.f.). La Consob e la Banca d'Italia possono effettuare ispezioni nei confronti delle sedi di negoziazione, dei soggetti a cui i gestori abbiano esternalizzato funzioni operative essenziali o importanti nonché nei confronti dei loro dipendenti. Le autorità possono altresì chiedere ai medesimi soggetti l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari; inoltre, ove questi poteri siano esercitati dalla Consob, essa può avvalersi della collaborazione della Guardia di finanza (cfr. art. 187-*octies*, commi 12 e 13, t.u.f.). In caso di particolari necessità e se non sia possibile provvedere con risorse proprie, la Consob può anche autorizzare revisori legali o società di revisione a procedere a verifiche o ispezioni per suo conto (art. 62-*novies*, comma 2, c.c.).

Infine, le autorità dispongono di ampi poteri di intervento nei confronti delle sedi di negoziazione. L'art. 62-*decies*, comma 1, t.u.f. elenca alcuni provvedimenti specifici che la Consob e la Banca d'Italia possono adottare al fine di assicurare il rispetto delle disposizioni del t.u.f. in materia di mercati: la pubblicazione di avvertimenti al pubblico sui siti *web* ufficiali delle autorità, la rimozione di uno o più esponenti aziendali del gestore di una sede di negoziazione, l'intimazione alle sedi di negoziazione di non avvalersi dell'attività professionale di determinati soggetti, nonché l'ordine nei confronti di chiunque di cessare pratiche o condotte illecite. Il secondo comma attribuisce poi alla Consob e alla Banca d'Italia il potere di adottare,

in caso di necessità e urgenza, ogni misura idonea al mantenimento di ordinate condizioni di negoziazione sulle *trading venues*. La norma presenta una formulazione molto ampia, che consente sostanzialmente alle autorità di “sostituirsi” al gestore della sede di negoziazione, in caso di necessità e urgenza, adottando tutte le misure necessarie per ristabilire l’ordine<sup>26</sup>.

Sempre nell’ambito dei suoi poteri di intervento, la Consob vigila sulle varie regole organizzative e di funzionamento adottate dai gestori delle sedi di negoziazione ai sensi del t.u.f. Ove accerti delle disfunzioni, può chiedere al gestore della *trading venue* di riferimento di apportare le opportune modifiche ai propri regolamenti (art. 62, comma 2, t.u.f.).

### 1.5 I mercati di crescita

Ai fini del presente elaborato conviene soffermarsi su una particolare sottocategoria di sistemi multilaterali di negoziazione, ovverosia i mercati di crescita per le piccole e medie imprese. Tali mercati sono stati introdotti dalla Direttiva MiFID II e hanno trovato rapida diffusione all’interno dell’Unione Europea.

Ciascun MTF può chiedere all’autorità nazionale competente (in Italia, la Consob) di essere registrato come mercato di crescita<sup>27</sup>. Non è prevista però una disciplina specifica applicabile agli *SME Growth Markets*; la legge detta semplicemente dei requisiti che gli MTF devono soddisfare per poter ottenere la registrazione come mercato di crescita. In particolare: (a) almeno il 50% degli emittenti ammessi alle negoziazioni sul MTF deve essere costituito da piccole e medie imprese<sup>28</sup>; (b) il gestore del mercato deve stabilire nei propri regolamenti criteri appropriati per l’ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema; inoltre, il gestore del mercato deve far sì che (c) al momento dell’ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni sul mercato sia pubblicato un documento di ammissione o un prospetto, in modo da consentire agli investitori di effettuare una scelta consapevole in relazione all’investimento; (d) gli emittenti mettano a disposizione un’informativa finanziaria periodica, che comprenda almeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione; (e)

---

<sup>26</sup> La legge prevede espressamente questo potere di “sostituzione” dell’autorità al gestore solo per i mercati regolamentati (art. 62, comma 3, t.u.f.). Tuttavia, attenta dottrina (CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1140) ha evidenziato che l’ampia formulazione dell’art. 62-*decies*, ult. co., t.u.f. consente all’autorità di esercitare il medesimo potere anche con riferimento agli MTF e agli OTF.

<sup>27</sup> V. art. 33 della Direttiva MiFID II.

<sup>28</sup> Per “piccole e medie imprese” devono intendersi le imprese che, in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato, soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: (1) numero medio di dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250, (2) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro e (3) fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro (cfr. art. 2, par. 1, lett. f) del Regolamento UE 2017/1129, il c.d. Regolamento Prospetto); in alternativa, si considerano piccole e medie imprese le imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili (cfr. art. 4, par. 1, n. 13) della Direttiva MiFID II).

siano rispettati i requisiti previsti dal Regolamento UE 569/2014 relativo agli abusi di mercato per gli emittenti, per le persone che esercitano responsabilità di direzione e per le persone ad esse strettamente legate, ed esistano sistemi e controlli efficaci per prevenire e individuare gli abusi di mercato in conformità al citato Regolamento; (f) le informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti siano raccolte, conservate e divulgate pubblicamente (v. art. 69, comma 2, t.u.f.<sup>29</sup>). È fatta salva per i gestori degli MTF di crescita la possibilità di prevedere requisiti ulteriori rispetto a quelli summenzionati (art. 69, comma 3, t.u.f.).

Nell'introdurre gli *SME Growth Markets* il legislatore europeo non voleva creare una nuova e diversa sede di negoziazione, con un proprio e autonomo statuto normativo: i mercati di crescita non hanno quindi funzione "regolatoria". Al contrario, l'obiettivo dei mercati di crescita è quello di aumentare la visibilità e il profilo delle PMI e renderle più attraenti agli occhi degli investitori<sup>30</sup>: tali mercati svolgono quindi una funzione procompetitiva<sup>31</sup> a favore delle PMI. Peraltro, ai fini della qualifica di mercato di crescita non è neppure necessario che l'MTF sia composto unicamente da PMI, essendo sufficiente che tali imprese costituiscano almeno il 50% del totale delle imprese quotate sul sistema multilaterale<sup>32</sup>. Il rimanente 50% può quindi essere costituito da imprese di grandi dimensioni: questo porta inevitabilmente a uno "scolorimento"<sup>33</sup> del tratto caratteristico dei mercati di crescita, ovverosia il loro essere dedicati alle PMI. Del resto, al 2021, le PMI rappresentavano appena il 33% della capitalizzazione complessiva dei mercati di crescita europei<sup>34</sup> (il rimanente 67% era quindi costituito da imprese di grandi o grandissime dimensioni).

I requisiti previsti dall'art. 69 mirano a garantire una sorta di ulteriore "certificazione di qualità" agli MTF registrati come mercati di crescita. Allo stesso tempo però, il legislatore europeo non ha imposto requisiti troppo rigidi, in modo da mantenere elevati livelli di protezione per gli investitori senza gravare gli emittenti di oneri eccessivi, che avrebbero scoraggiato il ricorso a questa particolare categoria di MTF. In ogni caso, la richiesta di registrazione come *SME Growth Market* non è obbligatoria per i sistemi multilaterali che soddisfano le relative condizioni. Gli MTF possono quindi ben decidere di rivolgersi prevalentemente a PMI senza

---

<sup>29</sup> Questi requisiti sono ulteriormente specificati dall'art. 78, par. 2, del Regolamento delegato UE 2017/565.

<sup>30</sup> Cfr. Considerando n. 132 della Direttiva MiFID II.

<sup>31</sup> CIAN, *I sistemi multilaterali*, 1136.

<sup>32</sup> La percentuale è calcolata al 31 dicembre del precedente anno civile come media delle dodici percentuali di fine mese di tale anno civile (cfr. art. 78, par. 1 del Regolamento delegato UE 2017/565).

<sup>33</sup> ANNUNZIATA, "Il migliore dei mondi possibili"? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating, in *Riv. soc.*, 2021, 1175, ivi 1207.

<sup>34</sup> V. ESMA, *EU Securities Markets, Annual Statistical Report*, 41.



però chiedere la registrazione come mercato di crescita, sulla base di proprie valutazioni costi-benefici.

L'unico MTF registrato come mercato di crescita in Italia è Euronext Growth Milan, che ha conosciuto una rapida espansione negli ultimi anni. Esso offre infatti un processo di quotazione snello e non impone requisiti di *compliance* eccessivamente onerosi ai suoi emittenti, fornendo così alle PMI una vantaggiosa opportunità di accesso al mercato dei capitali.

## 2 Euronext Growth Milan

### 2.1 Origine ed evoluzione del mercato

Euronext Growth Milan è un sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana e operativo dal 1 dicembre 2008; all'epoca, il mercato era denominato AIM Italia. La data di nascita di AIM Italia non è casuale: appena un anno prima si era infatti perfezionata l'integrazione fra Borsa Italiana e il *London Stock Exchange* (di qui in avanti, il LSE), la borsa valori londinese che gestisce, tra gli altri, il mercato AIM UK. L'AIM UK è uno dei principali mercati dedicati alle piccole e medie imprese a livello globale: basti pensare che dalla sua nascita (nel 1995) ad oggi circa 4000 società vi sono transitate, raccogliendo complessivamente oltre 130 miliardi di sterline<sup>35</sup>.

Il mercato AIM Italia nasce proprio sul modello del "fratello" londinese. Ciò si evince non solo dalla nomenclatura utilizzata, ma anche dalla finalità a cui l'AIM Italia, come l'AIM UK, è ispirato: quella cioè di finanziare la crescita di PMI dinamiche e competitive grazie ad un "approccio regolamentare equilibrato, pensato per le esigenze di imprese ambiziose"<sup>36</sup>.

Nel 2012 il mercato AIM Italia viene accorpato con il MAC – Mercato Alternativo del Capitale. Il MAC era un sistema multilaterale di negoziazione concepito per agevolare l'accesso delle imprese ai capitali senza però creare discontinuità nella gestione aziendale: il mercato faceva perciò leva su requisiti poco stringenti e bassi costi di quotazione. Come contropartita, però, il MAC era aperto solo agli investitori istituzionali, sulla scorta della considerazione che essi (a differenza degli investitori *retail*) sono in grado di assumere decisioni di investimento consapevoli anche basandosi su informazioni meno approfondite e strutturate<sup>37</sup>. A seguito

---

<sup>35</sup> Il dato è tratto dal sito *web* ufficiale del LSE: <https://www2.londonstockexchange.com/AIMforgrowth>.

<sup>36</sup> V. la descrizione del mercato Euronext Growth Milan reperibile sul sito di Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/home/caratteristiche.htm>.

<sup>37</sup> V. AA.VV., *Il mercato di borsa per le PMI*, 28-29.

dell'accorpamento con il MAC viene anche parzialmente modificato il Regolamento Emittenti AIM, in particolare introducendo la clausola di opa endosocietaria<sup>38</sup>.

Alla fine del 2017, l'AIM Italia ottiene dalla Consob<sup>39</sup> la registrazione come “mercato di crescita” ai sensi dell'art. 69 t.u.f., diventando così il primo (e ancora oggi l'unico) MTF italiano a poter vantare questa qualifica.

L'AIM Italia viene successivamente interessato dalle vicende che nel 2021 hanno portato alla cessione di Borsa Italiana al Gruppo Euronext, la principale piazza d'affari pan-europea che riunisce i listini di Parigi, Amsterdam, Bruxelles, Oslo, Lisbona, Dublino e, dal 2021, anche Milano. La cessione determina (tra le altre cose) la ridenominazione di tutti i mercati di Borsa Italiana: in particolare, il Mercato Telematico Azionario (MTA) diventa Euronext Milan (con l'acronimo EXM), mentre l'AIM Italia assume il nome di Euronext Growth Milan (con l'acronimo EGM)<sup>40</sup>. Analogamente, l'indice FTSE AIM Italia (nato nel 2013) cambia nome in FTSE Italia Growth.

## 2.2 *Il procedimento di quotazione su Euronext Growth Milan*

Come anticipato, EGM nasce con il dichiarato intento di favorire l'accesso delle PMI al mercato dei capitali. Per raggiungere questo obiettivo, il mercato punta su un procedimento di quotazione agevolato e oneri amministrativi e societari ridotti rispetto a quelli previsti per gli emittenti quotati su EXM, il listino principale. Dall'altro lato però, il regolatore si preoccupa anche di assicurare adeguata tutela agli investitori, che non sarebbero incentivati a convogliare risorse verso un mercato poco trasparente. Per questo motivo, gli emittenti EGM sono comunque sottoposti a regole procedurali e a requisiti ben definiti, sia ai fini dell'ammissione che della permanenza sul mercato.

Innanzitutto, ai fini della quotazione su EGM è richiesto un flottante minimo pari al 10%<sup>41</sup>, una soglia molto più bassa rispetto a quella del 25% prevista per il listino principale. Ciò consente al socio di maggioranza di non diluire oltremisura la propria partecipazione e quindi non rischiare di perdere il controllo della società a seguito dell'approdo in borsa<sup>42</sup>. Inoltre, in sede di ammissione, le azioni della società quotanda devono essere sottoscritte o acquistate da

---

<sup>38</sup> Tale clausola verrà analizzata in profondità nel Capitolo II del presente elaborato.

<sup>39</sup> Delibera Consob del 13 dicembre 2017, n. 20218-*bis*, con efficacia dal 3 gennaio 2018.

<sup>40</sup> Anche il Regolamento Emittenti AIM Italia ha mutato il proprio nome in Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan (di qui in avanti, r.e. EGM).

<sup>41</sup> Tale condizione si presume rispettata quando almeno il 10% delle azioni sono ripartite presso investitori non parti correlate né dipendenti della società o del gruppo di cui essa fa parte (cfr. art. 6 delle Linee Guida del r.e. EGM).

<sup>42</sup> SANTORO A., *L'AIM Italia in espansione: un modello di crescita per le PMI*, in *Borsa e merc.*, 2015, 80, *ivi* 83.

almeno cinque investitori istituzionali<sup>43</sup>. È altresì richiesto che, se le azioni sono sottoscritte dal numero minimo di investitori istituzionali, il valore di tali sottoscrizioni o acquisti non sia irrisorio, e cioè che non sia finalizzato al mero rispetto formale del requisito regolamentare (v. art. 6 delle Linee Guida del r.e. EGM).

È poi necessaria la produzione dell'ultimo bilancio certificato, se esistente, redatto secondo i principi contabili italiani o internazionali. Il Regolamento di mercato rimette all'emittente la scelta di quali principi adottare, fermo restando che l'adozione dei principi IFRS potrebbe rivelarsi strategica per attrarre investitori esteri, consentendo loro di comparare il bilancio della società quotanda con quello di altre società, anche straniere<sup>44</sup>.

Non è invece richiesto alcun requisito minimo in termini di capitalizzazione o di dimensione aziendale, così come non è necessaria l'adozione di un modello di *governance* particolare. Inoltre, ai fini della quotazione su EGM non occorre neppure che la società sia operante da un numero minimo di anni: potrà quindi trattarsi anche di società di nuova o recente costituzione. La società dovrà poi anche nominare un *Euronext Growth Advisor* (c.d. EGA<sup>45</sup>): si tratta di un intermediario specializzato che, tra le altre cose, valuta l'appropriatezza dell'emittente per l'ammissione a quotazione (art. 1 del r.e. EGM). A tal fine, l'EGA coordina le attività di *due diligence* finanziaria, di *business*, fiscale e legale sull'emittente prescritte dal Regolamento EGA e propedeutiche alla quotazione<sup>46</sup>. In caso di esito positivo, l'EGA rilascia la dichiarazione di appropriatezza che funge in un certo senso da "garanzia" di qualità dell'emittente nei confronti di Borsa Italiana, ma anche agli occhi degli investitori e del mercato<sup>47</sup>. Tutti gli emittenti EGM dovranno mantenere l'EGA anche a seguito della quotazione. Infatti, dopo l'ammissione alle negoziazioni, l'EGA supporta l'emittente su base continuativa nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità derivanti dal Regolamento di mercato (art. 1 del r.e. EGM). A tal fine, l'EGA deve mantenere contatti regolari con l'emittente, in modo da poter identificare eventuali violazioni del Regolamento emittenti, ma anche in modo da poter informare prontamente l'emittente di eventuali modifiche al Regolamento medesimo, nonché

---

<sup>43</sup> Gli azionisti *retail* possono investire nella fase di IPO solo se sollecitati con il documento di ammissione pubblicato dall'emittente; ove questo non avvenga, essi potranno acquistare titoli EGM solo sul mercato secondario (v. LAMBIASE, *La quotazione in Borsa delle PMI*, 58).

<sup>44</sup> Così LAMBIASE, *La quotazione in Borsa delle PMI*, 77.

<sup>45</sup> Prima dell'operazione di *rebranding* dei mercati di Borsa Italiana, avvenuta con l'acquisizione da parte del Gruppo Euronext, l'*Euronext Growth Advisor* era denominato *Nominated Adviser*, abbreviato in "Nomad". La qualifica di *Euronext Growth Advisor* nonché le sue funzioni e responsabilità sono regolate da un apposito regolamento di Borsa Italiana: il Regolamento *Euronext Growth Advisor* (di qui in avanti, Regolamento EGA).

<sup>46</sup> V. la Scheda Tre del Regolamento EGA, che indica dettagliatamente i controlli e le verifiche a cui l'EGA è tenuto, nonché le finalità di ciascuna *due diligence* da espletare sull'emittente.

<sup>47</sup> V. SANTORO A., *L'AIM Italia in espansione*, 85.

supportarlo nell'adempimento degli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico. Il ruolo dell'EGA è quindi cruciale per il buon funzionamento del mercato EGM. Basti pensare che, qualora l'emittente cessi di avere l'EGA, Borsa Italiana sospende i titoli della società dalle negoziazioni, e se entro i successivi sei mesi l'emittente non si dota di un EGA Borsa Italiana dispone la revoca dalle negoziazioni (cfr. art. 1 del r.e. EGM).

Ai fini della quotazione su EGM è altresì necessaria la nomina di un amministratore indipendente e di un *investor relations manager*, che ha il compito di gestire i rapporti con gli investitori (art. 6-bis del r.e. EGM). Il Regolamento di mercato esige inoltre che le società integrino i propri statuti con determinate clausole: tra di esse spicca senz'altro la clausola di *opa endosocietaria*, che estende agli emittenti EGM il regime dell'opa obbligatoria dettato dagli artt. 106 ss. t.u.f. per le società quotate su mercati regolamentati. In aggiunta, se l'attività principale dell'emittente consiste in un *business* non indipendente e che non ha prodotto ricavi per almeno due anni, la società dovrà aggiungere a statuto la clausola di *lock-in* prescritta dall'art. 7 del r.e. EGM. Tale clausola impedisce alle parti correlate e ai dipendenti rilevanti della società di disporre delle proprie partecipazioni per un anno dalla quotazione, ed è evidentemente finalizzata a consentire all'emittente di sfruttare il *know-how* apportato da queste figure. Inoltre, al fine di assicurare l'osservanza delle disposizioni del r.e. EGM in materia di assetti proprietari, la stragrande maggioranza degli emittenti ha inserito nei propri statuti degli obblighi di trasparenza in capo agli azionisti che mimano la disciplina dettata dall'art. 120 t.u.f., di per sé applicabile ai soli emittenti quotati sul listino principale<sup>48</sup>.

Borsa Italiana può anche subordinare la quotazione dell'emittente a particolari condizioni, dipendenti ad esempio dallo specifico settore in cui l'impresa opera (art. 9 del r.e. EGM).

A questo punto, ai fini dell'ammissione alle negoziazioni, l'emittente dovrà redigere un documento di ammissione (sotto la supervisione dell'EGA) e divulgarlo al pubblico attraverso la pubblicazione sul proprio sito *web*. Il documento di ammissione dovrà contenere le informazioni indicate agli Allegati 1, 11 e 20 del Regolamento Delegato UE 2019/980 (che integra il Regolamento Prospetto). Ad esempio, dovranno essere fornite informazioni inerenti alla situazione gestionale e finanziaria dell'emittente, inclusa un'illustrazione delle attività e delle passività nonché previsioni e stime degli utili futuri; sono poi richieste delle informazioni inerenti al *management* (remunerazione, comitato *audit*, ecc.) e alle condizioni dell'offerta di titoli. Il documento di ammissione dovrà poi contenere gli ulteriori elementi indicati dalla Scheda Due. Ad esempio, è necessaria una dichiarazione degli amministratori che attestino che, a

---

<sup>48</sup> V. *infra*, Capitolo II, § 4.1.

loro giudizio, il capitale circolante della società sarà sufficiente per l'esercizio dell'attività di impresa per almeno 12 mesi decorrenti dalla data di ammissione. A tutela degli investitori, il documento di ammissione dovrà inoltre recare in prima pagina, in posizione preminente e in grassetto, la seguente dicitura: *“Euronext Growth Milan è un sistema multilaterale di negoziazione dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società ad alto potenziale di crescita alle quali è tipicamente collegato un livello di rischio superiore rispetto agli emittenti di maggiori dimensioni o con business consolidati. L'investitore deve essere consapevole dei rischi derivanti dall'investimento in questa tipologia di emittenti e deve decidere se investire soltanto dopo attenta valutazione. Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento”*. Tale precisazione riassume agli investitori i rischi derivanti dal fatto che EGM è un MTF, e che pertanto esso non soggiace ai presidi di tutela degli investitori previsti dalla legge per i mercati regolamentati. Questo requisito ulteriore dimostra lo sforzo di Borsa Italiana di trovare un equilibrio fra tutela degli investitori e accesso agevolato al mercato dei capitali da parte delle PMI. Peraltro, il Regolamento di mercato richiede l'inserimento di una dicitura di simile tenore anche nel documento di offerta pubblicato in occasione del lancio di un'opa obbligatoria su un emittente EGM<sup>49</sup>. Anche in tal caso, l'intento è evidentemente quello di ammonire gli investitori circa l'assenza dei presidi di controllo pubblico che tipicamente caratterizzano tanto le offerte pubbliche di sottoscrizione o vendita, quanto le offerte pubbliche di acquisto.

L'emittente può farsi autorizzare da Borsa Italiana a omettere alcune informazioni dal documento di ammissione se (i) si tratta di informazioni di minore importanza, oppure (ii) la loro diffusione recherebbe un grave danno all'emittente e la loro omissione non è suscettibile di trarre in inganno gli investitori (art. 4 del r.e. EGM). Se invece dopo la presentazione del documento di ammissione si registrano nuovi fatti rilevanti dovrà essere presentato un documento di ammissione supplementare, contenente i dettagli di tali nuovi fatti oppure di eventuali errori o imprecisioni del documento di ammissione precedente (cfr. art. 3 delle Linee Guida del r.e. EGM).

Come evidenziato dal Regolamento di mercato, le norme che disciplinano il contenuto e l'approvazione del documento di ammissione si applicano ove l'offerta pubblica di sottoscrizione o vendita di titoli non sia soggetta alla disciplina legislativa del prospetto. Tale disciplina è dettata dal Regolamento Prospetto, dagli artt. 93-*bis* ss. t.u.f. nonché dai relativi regolamenti delegati e norme di attuazione, compreso il r.e. Consob. La normativa sul prospetto

---

<sup>49</sup> V. *infra*, Capitolo II, § 4.2.

si applica in generale a tutte le offerte pubbliche di sottoscrizione o vendita di titoli, fra cui rientrano anche le azioni di società che desiderano quotarsi su EGM. Tuttavia, le offerte che abbiano un corrispettivo totale, calcolato su un periodo di 12 mesi, compreso fra 1 milione e 8 milioni di euro sono esenti dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e non soggiacciono quindi alla relativa disciplina (art. 34-ter, comma 01, r.e. Consob)<sup>50</sup>. Ne consegue che l'offerta di titoli su EGM è soggetta alla disciplina nazionale ed eurounitaria del prospetto se ha un corrispettivo superiore a 8 milioni di euro: in tal caso, l'emittente dovrà pubblicare un prospetto e sottoporlo all'approvazione della Consob. Le società quotate su mercati di crescita possono però, in quanto PMI, avvalersi del c.d. prospetto UE della crescita di cui all'art. 15 del Regolamento Prospetto. Si tratta di un prospetto più semplificato e snello rispetto al prospetto *standard* in termini di informazioni da produrre e quindi di costi e oneri per l'offerente. Esso è stato pensato infatti proprio per agevolare l'accesso delle PMI al mercato dei capitali<sup>51</sup>. Nel caso di offerte "sopra-soglia", che richiedono in quanto tali la redazione del prospetto, non sarà necessario pubblicare anche un documento di ammissione<sup>52</sup>. Ove invece il corrispettivo dell'offerta sia inferiore alla soglia menzionata poc'anzi, la società dovrà pubblicare un documento di ammissione conformemente al r.e. EGM.

In ogni caso, credo che in molti casi l'ammissione a quotazione su EGM avverrà tramite la pubblicazione del documento di ammissione previsto dal Regolamento di mercato piuttosto che di un prospetto. Due le considerazioni a sostegno di questa tesi. La prima è che molte ammissioni a quotazione su EGM avvengono tramite *private placement*: i titoli vengono cioè offerti solo a investitori istituzionali, senza passare per un'offerta pubblica. In tali casi, la disciplina sul prospetto non troverà evidentemente applicazione<sup>53</sup>. In secondo luogo, nel caso di offerte *retail*, e cioè rivolte propriamente al pubblico degli investitori, è stata segnalata la

---

<sup>50</sup> Questa esenzione è stata adottata in attuazione dell'art. 3, par. 2, lett. b) del Regolamento Prospetto e dall'art. 100, comma 2, t.u.f.

<sup>51</sup> Il Regolamento Prospetto prevede anche un ulteriore modello di prospetto appannaggio delle società quotate su mercati di crescita: il c.d. prospetto UE della ripresa (cfr. art. 14-bis del Regolamento Prospetto). Esso è però utilizzabile solo per le offerte di titoli di emittenti già quotati in borsa da almeno 18 mesi. In particolare, possono avvalersi di tale prospetto (a) gli emittenti le cui azioni siano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato continuativamente da almeno 18 mesi e che emettano azioni fungibili con azioni esistenti emesse in precedenza; (b) gli emittenti le cui azioni siano già negoziate in un mercato di crescita per le PMI continuativamente da almeno 18 mesi, a condizione che sia stato pubblicato un prospetto per l'offerta di tali azioni e che emettano azioni fungibili con azioni esistenti emesse in precedenza; (c) gli offerenti di azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI senza soluzione di continuità per almeno gli ultimi 18 mesi.

<sup>52</sup> Lo specifica anche l'art. 3 delle Linee Guida del r.e. EGM.

<sup>53</sup> L'obbligo di pubblicare il prospetto non sussiste se l'offerta è rivolta solo a investitori qualificati oppure a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati (art. 1, par. 4, lett. a) e b) del Regolamento Prospetto).

tendenza degli emittenti EGM a contenere il corrispettivo al disotto della soglia degli 8 milioni di euro<sup>54</sup>. Ciò consente all'emittente di non soggiacere alla disciplina legislativa del prospetto e ai penetranti controlli della Consob che ne derivano. Le statistiche confermano questa seconda considerazione: al 2021, escludendo le SPAC e le *business combination*, il 50% degli emittenti EGM aveva realizzato una raccolta in sede di ammissione inferiore ai 5 milioni di euro, e il 30% una raccolta fra i 5 e i 10 milioni di euro<sup>55</sup>.

A seguito dell'approvazione del documento di ammissione o del prospetto, almeno tre giorni di mercato aperto prima della data di ammissione l'emittente deve versare a Borsa Italiana i corrispettivi per la quotazione e trasmetterle la domanda di ammissione completa, incluso il documento di ammissione (o il prospetto) con i relativi supplementi (art. 5 del r.e. EGM). Resta fermo che Borsa Italiana può sempre rifiutare l'ammissione a EGM (i) nel caso di irregolarità o incompletezza della domanda di ammissione, oppure (ii) se considera che, sulla base delle informazioni fornite, l'ammissione potrebbe arrecare danno all'ordinato funzionamento o alla reputazione del mercato (art. 9 del r.e. EGM).

### 2.3 *Le norme applicabili agli emittenti quotati su Euronext Growth Milan*

Ricostruire il quadro normativo applicabile alle società quotate sugli MTF di crescita, e su EGM in particolare, non è un'impresa semplice. La legge detta una specifica disciplina applicabile alle società quotate su mercati regolamentati, costituendo così il c.d. scalino normativo fra le società quotate e non quotate. In occasione della riforma del 2003 il legislatore ha poi introdotto uno "scalino" intermedio, costituito dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>56</sup>, per le quali sono state dettate ulteriori regole *ad hoc*. Viceversa, non esiste uno statuto normativo specifico applicabile agli emittenti quotati sugli MTF, sia ordinari che di crescita: di conseguenza, le regole variano molto da mercato a mercato, ma in alcuni casi (come si vedrà) anche da emittente a emittente<sup>57</sup>.

Gli MTF di crescita sono innanzitutto soggetti a un gruppo di norme di fonte sovranazionale. Si tratta in particolare del Regolamento UE 596/2014 relativo agli abusi di mercato (il c.d. MAR), espressamente dichiarato applicabile anche agli strumenti finanziari negoziati su un

---

<sup>54</sup> SANTORO A., *L'AIM Italia in espansione*, 81.

<sup>55</sup> Il dato è tratto da ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan*, 13.

<sup>56</sup> Tale categoria ricomprende le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante (art. 2325-bis c.c.). Le società con azioni diffuse sono quelle che, contestualmente, (a) hanno azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%, e (b) superano due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-bis, comma 1, c.c. (v. art. 116 t.u.f. e art. 2-bis del r.e. Consob).

<sup>57</sup> Cfr. la ricostruzione di ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan*, 46.

MTF (v. art. 2, par. 1, lett. b) del MAR). Gli emittenti quotati su MTF di crescita sono poi soggetti ad alcune disposizioni del Regolamento Prospetto, pensate per ridurre gli oneri informativi in occasione di offerte pubbliche di titoli. Ci si riferisce ai già menzionati prospetti UE della crescita (art. 15) e della ripresa (art. 14-*bis*). Gli emittenti possono poi usufruire del regime di informativa semplificata per le emissioni secondarie, previsto sempre dal Regolamento Prospetto (art. 14). Infine, gli MTF di crescita sono tenuti a conformarsi al Regolamento UE 909/2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli e ai depositari centrali di titoli (il c.d. CSDR). Tale normativa si applica al regolamento di tutti gli strumenti finanziari nell'Unione (art. 2), e quindi anche al regolamento delle azioni quotate su un MTF: anche tali titoli rientrano infatti nella nozione di "strumento finanziario".

Gli emittenti quotati su MTF di crescita sono poi soggetti a varie disposizioni di diritto interno, sparse in vari testi normativi. Rilevano in primo luogo alcune disposizioni del t.u.f., che vengono espressamente estese dalle società quotate su mercati regolamentati a quelle quotate su sistemi multilaterali di negoziazione. Un primo esempio è costituito dalle norme in tema di gestione accentrata di strumenti finanziari (art. 82 ss. t.u.f.). Anche gli strumenti finanziari negoziati su MTF di crescita sono quindi gestiti in regime di dematerializzazione tramite depositari centrali e intermediari autorizzati, secondo le modalità indicate agli artt. 83 ss. t.u.f.<sup>58</sup>. Si applicherà in particolare la regola della *record date* prevista dall'art. 83-*sexies* t.u.f., secondo cui la legittimazione all'intervento in assemblea è attestata da una comunicazione effettuata dall'intermediario all'emittente sulla base delle evidenze dei conti relative al settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea. Tale regola si collega alle previsioni speciali dell'art. 127-*bis* t.u.f. in tema di annullabilità delle deliberazioni e diritto di recesso, anch'esse dichiarate applicabili agli emittenti quotati su MTF. Inoltre, gli statuti di tali emittenti possono scegliere di applicare la disciplina dell'identificazione degli azionisti *ex art. 83-duodecies* t.u.f.<sup>59</sup>. Essa consente agli emittenti di richiedere agli intermediari l'identificazione degli azionisti che detengono azioni in misura superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto. Tale facoltà attribuita agli emittenti aspira a facilitare la comunicazione degli emittenti con gli azionisti e l'esercizio dei diritti sociali: anche gli emittenti quotati su MTF di crescita potrebbero quindi utilmente servirsene<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> V. anche art. 32 del r.e. EGM.

<sup>59</sup> Cfr. anche il Provvedimento unico sul post-trading adottato dalla Consob e dalla Banca d'Italia il 13 agosto 2018.

<sup>60</sup> Molti statuti di società quotate su EGM hanno infatti previsto tale facoltà: si v. ad esempio l'art. 12 dello statuto di Arterra Bioscience S.p.A. e l'art. 7 dello statuto di Aton Green Storage S.p.A.



Per espressa indicazione legislativa, si applicano agli MTF anche gli artt. 114 e 115 t.u.f. in tema di comunicazioni al pubblico e alla Consob (cfr. art. 114, comma 12 e art. 115, comma 2-*bis*, t.u.f.), così come il principio di parità di trattamento nelle operazioni di acquisto di azioni proprie e di acquisto di azioni della società controllante da parte della controllata (art. 132 t.u.f.). In ogni caso, la maggior parte dello statuto normativo speciale dedicato alle società quotate su mercati regolamentati non si applica alle società che negoziano i propri strumenti finanziari su *trading venues* diverse. Pertanto, tralasciando le poche disposizioni menzionate poc' anzi, il regime applicabile alle società con azioni negoziate su MTF sarà in gran parte costituito dalle regole di diritto societario comune dettate dal Codice civile. Alcune norme del Codice, dettate per le società quotate su mercati regolamentati, vengono però espressamente estese anche agli emittenti quotati su MTF<sup>61</sup>: si tratta degli artt. 2412, comma 5, 2441, commi 3 e 4, e 2622 c.c. La prima norma esenta le società quotate su MTF dall'applicazione dei limiti all'emissione di obbligazioni applicabili in generale alle S.p.A. La seconda norma riguarda invece il diritto di opzione: essa consente allo statuto di escludere, a determinate condizioni, il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale (art. 2441, comma 4, c.c.). Inoltre, a mente dell'art. 2441, comma 3, c.c. eventuali diritti di opzione non esercitati devono essere offerti sul sistema multilaterale di negoziazione dagli amministratori: non si configura quindi il diritto di prelazione dei soci che hanno già esercitato il proprio diritto di opzione (la prelazione è invece prevista nelle società non quotate). Infine, l'art. 2622 estende l'applicabilità del reato di false comunicazioni sociali anche alle società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano.

Come anticipato, oltre a queste disposizioni<sup>62</sup> le società quotate su MTF soggiacciono alle regole di diritto societario comune dettate per le S.p.A.

Discorso parzialmente diverso va fatto per gli emittenti che si qualificano come società “che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”, categoria che, come si è detto, comprende tanto le società quotate in mercati regolamentati quanto le società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante<sup>63</sup>. Gli emittenti quotati su MTF con azioni diffuse sono infatti soggetti a tutta una serie di norme che si applicano espressamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In questa sede è possibile elencarne solo alcune: quanto al t.u.f., si pensi

---

<sup>61</sup> V. ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan*, 52.

<sup>62</sup> Parte della dottrina (FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 805, *ivi* 826) ritiene inoltre che alle società quotate su MTF di crescita possa applicarsi per analogia l'art. 2437-*quinquies* c.c., che attribuisce il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione di esclusione della società dalla quotazione.

<sup>63</sup> V. *supra*, nota 56.

all'informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, emittenti o collaboratori (art. 114-*bis*) nonché ai limiti al cumulo di incarichi per i membri degli organi di controllo (art. 148-*bis*). Quanto al Codice civile, una delle disposizioni più rilevanti (quantomeno ai fini del presente elaborato<sup>64</sup>) applicabile solo alle società aperte è senz'altro l'art. 2341-*ter*, che disciplina il regime di pubblicità dei patti parasociali. Ma si v. anche gli artt. 2377, comma 3 (impugnabilità delle deliberazioni assembleari da parte dei soci che rappresentino l'uno per mille, anziché il cinque per cento, del capitale sociale), 2393, comma 6, 2393-*bis*, comma 2, 2408 (riduzione delle percentuali per l'esercizio di altri diritti delle minoranze), 2391-*bis* (operazioni con parti correlate)<sup>65</sup>. In ogni caso, sono davvero poche le società quotate su MTF che allo stesso tempo si qualificano come emittenti azioni diffuse: incrociando l'elenco degli emittenti EGM con l'elenco degli emittenti azioni diffuse<sup>66</sup>, a giugno 2023 risultavano solo 22 sovrapposizioni su un totale di 196 società quotate su EGM.

#### 2.4 *I requisiti di permanenza imposti agli emittenti dal Regolamento di mercato*

Come si è visto, la quotazione su EGM è subordinata al soddisfacimento di numerose condizioni dettate dal Regolamento di mercato. L'ampiezza e pervasività di queste condizioni, nonché del procedimento di quotazione dettato dal medesimo Regolamento, si spiegano perché le norme di fonte primaria non impongono di per sé requisiti particolari ai fini della quotazione sugli MTF di crescita. L'art. 69 t.u.f. si limita a richiedere genericamente che i gestori del mercato di crescita adottino “*criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema*”. Allo stesso modo, la legge non impone adempimenti particolari agli emittenti quotati su MTF di crescita, se non quelli previsti in via generale dalla disciplina codicistica delle S.p.A. (e fatte salve le norme speciali, a cui si è fatto cenno, che si applicano ai pochi emittenti EGM con azioni diffuse). Uno dei pochi requisiti imposti agli emittenti quotati su mercati di crescita consiste nella pubblicazione di un'adeguata informativa finanziaria periodica, che deve comprendere almeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione (art. 69, comma 2, lett. d), t.u.f.). Sono poi prescritti adempimenti connessi alla disciplina degli abusi di mercato dettata dal MAR.

Tuttavia, l'art. 69, comma 3, t.u.f. consente al gestore del sistema multilaterale di imporre requisiti aggiuntivi, e così ha fatto Borsa Italiana per il mercato Euronext Growth Milan. Invero, il r.e. EGM impone numerosi requisiti “sostanziali” a carico degli emittenti, ulteriori rispetto a

---

<sup>64</sup> V. *infra*, Capitolo II, § 4.1.

<sup>65</sup> CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2*, 145.

<sup>66</sup> Gli elenchi sono reperibili rispettivamente sui siti *web* istituzionali di Borsa Italiana e della Consob.

quelli prescritti dal Codice civile e dal t.u.f. La dottrina non ha mancato di sottolineare al riguardo una sorta di “fuga in avanti” di Borsa Italiana: le regole aggiuntive dettate dal r.e. EGM negli anni hanno infatti avvicinato sempre di più gli emittenti EGM alle società quotate su mercati regolamentati<sup>67</sup>.

Alcuni di questi requisiti sono stati già menzionati<sup>68</sup>: si pensi alle clausole statutarie che gli emittenti devono recepire obbligatoriamente nei propri statuti, come la clausola di opzione obbligatoria (art. 6-bis) e la clausola di *lock-in* per i nuovi *business* (art. 7). Gli emittenti EGM hanno anche integrato i loro statuti con alcune disposizioni necessarie per assicurare l’osservanza del Regolamento di mercato, come quelle in tema di trasparenza degli assetti proprietari.

Il Regolamento di mercato indica poi alcune figure professionali che la società deve nominare e mantenere nei propri organi sociali o nel proprio organico. Si è fatto cenno all’obbligo di nominare e mantenere l’EGA, che assume un ruolo fondamentale sia in sede di ammissione alle negoziazioni che successivamente, assicurando il rispetto del Regolamento di mercato da parte dell’emittente. Inoltre, l’organo amministrativo della società deve includere almeno un amministratore indipendente in possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci dall’art. 148, comma 3, t.u.f.<sup>69</sup>. L’amministratore indipendente è nominato dall’assemblea fra una cerchia di candidati preventivamente approvati dall’EGA. Parallelamente, il r.e. EGM richiede che i sindaci siano in possesso dei medesimi requisiti di professionalità e onorabilità previsti dall’art. 148, comma 4, t.u.f. per i sindaci delle società quotate sul listino principale. La società deve poi nominare un *investor relations manager*, deputato alla gestione dei rapporti con gli investitori.

Il Regolamento di mercato richiede infine che le negoziazioni avvengano con l’intervento di almeno un operatore specialista (c.d. specialista incaricato). Lo specialista si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari EGM immettendo continuamente nel mercato proposte in acquisto e in vendita (v. art. 35 del r.e. EGM nonché il Regolamento degli operatori e delle negoziazioni)<sup>70</sup>. Inoltre, il r.e. EGM impone agli emittenti il rispetto del limite

---

<sup>67</sup> ANNUNZIATA, “*Il migliore dei mondi possibili*”?, 1211.

<sup>68</sup> V. *supra*, § 2.2.

<sup>69</sup> In alternativa, l’emittente può far riferimento ai requisiti previsti da uno dei codici di autodisciplina in tema di governo societario, purché preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell’art. 148, comma 3, t.u.f. (v. la definizione di “amministratore indipendente” contenuta nel Glossario del r.e. EGM).

<sup>70</sup> Lo specialista si impegna anche a svolgere (o far svolgere per suo conto) almeno due ricerche all’anno in tema di investimenti e strategie di investimento, come definite dall’art. 3, comma 1, n. 34) e 35) del MAR.

all'acquisto di azioni proprie previsto dall'art. 2357, comma 3, c.c. (v. art. 25-*bis* delle Linee Guida del r.e. EGM.).

Un ulteriore requisito sostanziale rilevante è previsto in tema di operazioni con parti correlate. L'art. 13 del r.e. EGM richiama infatti l'art. 10 del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, adottato con delibera n. 17221 del 2010 (c.d. Regolamento OPC). Tale norma disciplina la possibilità per determinati tipi di società di applicare alle operazioni con parti correlate di maggior rilevanza la disciplina prevista per le operazioni di minor rilevanza<sup>71</sup>, così riducendo gli oneri a carico dell'emittente. Non emerge in maniera chiara quale fosse l'intenzione del gestore nell'estendere questa norma anche agli emittenti EGM. Sembra però preferibile sposare l'interpretazione secondo cui, per effetto di tale richiamo, gli emittenti EGM soggiacciono alla disciplina prevista dal Regolamento OPC per le operazioni con parti correlate, quand'anche non si tratti di emittenti con azioni diffuse<sup>72</sup>. Tuttavia, gli emittenti possono scegliere di applicare alle operazioni di maggior rilevanza la stessa disciplina prevista per le operazioni di minor rilevanza, fermi restando, per le operazioni di maggior rilevanza, gli obblighi di informazione al pubblico (art. 5 del Regolamento OPC) e la competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione (art. 8, comma 1, lett. a) del Regolamento OPC). In ogni caso, il richiamo alla disciplina delle operazioni con parti correlate comporta che anche le società quotate su EGM dovranno dotarsi di una procedura OPC, da predisporre secondo i criteri dettati dal Regolamento OPC<sup>73</sup>.

Gli emittenti quotati su mercati di crescita sono poi soggetti ad alcuni adempimenti in tema di trasparenza finanziaria. Oltre al bilancio di esercizio, al bilancio consolidato e alla relazione della società di revisione, gli emittenti EGM devono pubblicare una relazione finanziaria semestrale entro tre mesi dal termine del semestre di riferimento. Essa deve includere almeno lo stato patrimoniale, il conto economico e il rendiconto finanziario e deve contenere dati confrontabili con quelli del corrispondente periodo del precedente esercizio finanziario (art. 18 del r.e. EGM). Infine, l'emittente deve mettere a disposizione del pubblico il calendario degli eventi societari programmati nel corso dell'esercizio entro 30 giorni dalla fine dell'esercizio precedente. Il calendario dovrà specificare, tra le altre cose, le date previste per le deliberazioni

---

<sup>71</sup> Le soglie di rilevanza delle operazioni sono individuate nell'Allegato 3 del Regolamento OPC.

<sup>72</sup> In generale, infatti, la disciplina delle operazioni con parti correlate si applica solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (v. art. 2391-*bis*, comma 1, c.c.).

<sup>73</sup> È altresì richiesto che il bilancio o rendiconto annuale della società indichi tutte le operazioni con parti correlate effettuate durante l'esercizio di riferimento, specificando per ognuna la parte correlata e il controvalore dell'operazione (art. 19 del r.e. EGM).

degli organi competenti per l'approvazione del bilancio di esercizio, del bilancio consolidato e della relazione finanziaria semestrale (art. 17 del r.e. EGM).

### 2.5 *Il Segmento Professionale*

Nel 2020 Borsa Italiana ha modificato il r.e. EGM creando un apposito segmento del mercato dedicato esclusivamente agli investitori istituzionali: il Segmento Professionale. Tale segmento è pensato per le società che desiderano accedere con maggior gradualità al mercato dei capitali, anche separando la fase di ammissione e la fase di raccolta di capitali<sup>74</sup>. Quotandosi sul Segmento Professionale, infatti, le società possono raccogliere capitali senza doversi dotare fin da subito (ma potendolo fare progressivamente) delle strutture necessarie per operare sul mercato aperto agli investitori *retail*. Questo segmento è altresì pensato per le società che desiderano negoziare sul mercato strumenti finanziari di particolare complessità, come tali non adatti a una clientela *retail*. Il Segmento Professionale è anche aperto alle società (come le *startup*) che hanno avviato la commercializzazione dei propri prodotti o servizi da meno di un anno, oppure alle società che devono ancora implementare i processi strategici principali previsti dal loro modello di *business*<sup>75</sup>. In breve, questo segmento è utile alle società che desiderano incrementare la propria visibilità nei confronti degli investitori prima di procedere all'offerta al pubblico dei propri titoli<sup>76</sup>. A giugno 2023, il Segmento Professionale di EGM risultava composto da titoli emessi da 10 società.

La quotazione sul Segmento Professionale impone requisiti meno stringenti rispetto a quelli previsti per l'ammissione alle negoziazioni sul Segmento Ordinario. Esso fornisce quindi un percorso di accesso al mercato dei capitali ancor più agevolmente percorribile rispetto a quello esposto nei paragrafi precedenti. Innanzitutto, è sempre richiesto un flottante minimo pari al 10%, che deve essere ripartito almeno fra cinque investitori non parti correlate né dipendenti della società o del gruppo. Ove il flottante sia inferiore al 10% ma comunque superiore al 2%, oppure il numero minimo degli investitori non sia assicurato o essi siano parti correlate o dipendenti della società o del gruppo, Borsa Italiana, contestualmente all'ammissione dell'emittente alle negoziazioni, dispone la sospensione delle stesse fintanto che il requisito del flottante non sia rispettato (art. 6 delle Linee Guida del r.e. EGM).

Il Regolamento di mercato prevede poi delle modalità agevolate di passaggio dal Segmento Professionale al Segmento Ordinario. In particolare, non è necessario a tal fine redigere un

---

<sup>74</sup> V. l'Introduzione al r.e. EGM.

<sup>75</sup> V. ancora l'Introduzione al r.e. EGM.

<sup>76</sup> LAMBIASE, *La quotazione in Borsa delle PMI*, 79.

documento di ammissione, come richiesto di regola per la quotazione sul Segmento Ordinario di EGM. Al contrario, è sufficiente una richiesta di passaggio al Segmento Ordinario sottoscritta dal legale rappresentante della società, che sostituisce la domanda di ammissione alle negoziazioni (art. 2 delle Linee Guida del Regolamento). In seguito, l'EGA dovrà concordare con Borsa Italiana le modalità per creare il flottante richiesto per la permanenza sul Segmento Ordinario.

Le società quotate sul Segmento Professionale non hanno neanche l'obbligo nominare l'amministratore indipendente né l'*investor relations manager* (art. 6-bis delle Linee Guida). Né tantomeno è richiesta la figura dell'operatore specialista (art. 35 delle Linee Guida), probabilmente in considerazione del fatto che le azioni quotate sul Segmento Professionale non devono mantenere gli stessi livelli di liquidità dei titoli negoziati sul Segmento Ordinario. Non a caso, le negoziazioni sul Segmento Professionale si svolgono sulla base di un prezzo unico giornaliero determinato all'esito di una fase d'asta (art. 2013 del Regolamento degli operatori e delle negoziazioni). In particolare, il sistema raccoglie giornalmente tutte le proposte di negoziazione relative a un determinato strumento finanziario, e calcola poi un unico prezzo fisso (si tratta dell'operazione di c.d. *fixing*) al quale vengono eseguite tutte le proposte di compravendita con esso compatibili. Il prezzo sarà quindi lo stesso per tutte le negoziazioni avvenute nella medesima giornata di mercato<sup>77</sup>. Il lotto minimo di negoziazione è pari a un controvalore di 5000 euro (art. 2016, linea guida 200.4 del Regolamento degli operatori e delle negoziazioni).

### **3 Programma di indagine e anticipazione dei risultati**

Nei capitoli successivi ci si soffermerà su alcuni aspetti peculiari della disciplina delle società quotate su EGM. Dall'analisi emergerà come, nonostante tali società siano rette principalmente dal diritto societario comune e non dalle norme del t.u.f., Borsa Italiana ha esteso loro alcune regole pensate dal legislatore soltanto per le società quotate su mercati regolamentati. La tecnica scelta dal gestore del mercato si basa sostanzialmente sull'imposizione di richiami statuari ad alcune disposizioni del t.u.f.: per vagliarne l'operatività in società "chiuse" sarà dunque necessario rifarsi a numerosi istituti di diritto societario comune. L'analisi è di particolare interesse perché studia la tenuta di istituti "tradizionali" del diritto societario, verificando come essi reagiscono all'introduzione in società "chiuse" di meccanismi tipici dei mercati borsistici.

---

<sup>77</sup> V. GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali*, 305.

L'eterogeneità dei temi affrontati non consente di raccogliere in un unico paragrafo tutti i risultati della ricerca; pertanto, in questa sede verranno riassunte sommariamente le questioni controverse e si riporteranno soltanto alcune delle conclusioni raggiunte in merito.

Il secondo capitolo è dedicato al regime delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie all'interno di EGM. In generale, la disciplina legale dell'opa obbligatoria (dettata dagli artt. 106 ss. t.u.f.) si applica soltanto alle società quotate su mercati regolamentati. Cionondimeno, Borsa Italiana ha ritenuto di estendere anche agli emittenti EGM l'obbligo di opa, e lo ha fatto imponendo loro l'adozione di una clausola statutaria che preveda tale obbligo richiamandosi direttamente agli artt. 106 e 109 t.u.f. Questo aspetto genera a cascata numerosi e interessanti problemi di diritto societario, molti dei quali ancora poco o per nulla affrontati dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

Innanzitutto, non può essere dato per assodato che gli statuti di società "chiuse" possano assoggettare i propri azionisti all'opa obbligatoria, imponendo al socio che superi determinate quote di capitale sociale di offrirsi di rilevare tutti i titoli residui. Non a caso, in passato (prima dell'introduzione dell'obbligo di opa per gli emittenti EGM) alcuni autori avevano escluso la legittimità della clausola di opa endosocietaria. Queste tesi sono state poi confutate dalla dottrina più recente, anche se non tutte le argomentazioni proposte al riguardo sono condivisibili.

La trattazione parte dalle varie posizioni espresse dai primi contributi in materia fino ad arrivare ai più recenti, per poi sviluppare un'autonoma interpretazione della clausola di opa endosocietaria. Vengono poi esaminati alcuni profili critici relativi ad essa, come il momento in cui sorge l'obbligo di introdurla a statuto, la spettanza del diritto di recesso al momento della sua introduzione, le situazioni che impongono una sua modificazione e il caso in cui un emittente EGM recepisca la clausola non attenendosi al modello prescritto da Borsa Italiana. L'analisi si sofferma poi sul procedimento d'offerta e sul ruolo del *Panel*, l'organismo che sovrintende alle opa obbligatorie lanciate su EGM. L'ultimo paragrafo del Secondo capitolo è infine dedicato alle sanzioni previste per l'inadempimento dell'obbligo di offerta.

Anticipando i risultati, l'analisi consente di concludere che la clausola in esame non intacca la libera circolazione delle azioni e rientra nei margini a disposizione dell'autonomia statutaria. La sua introduzione, imposta al momento della domanda di ammissione alle negoziazioni su EGM, non dà corso ad alcuna causa di recesso, derogabile né inderogabile.

Inoltre, gli emittenti sono tenuti a modificare la clausola di opa endosocietaria ove Borsa Italiana modifichi il modello contenuto nel Regolamento di mercato. Non sempre però gli emittenti hanno recepito "puntualmente" le modifiche apportate da Borsa Italiana; si ipotizza

peraltro che tanto più queste modifiche sono favorevoli agli azionisti di minoranza, tanto minore sarà l'incentivo degli emittenti a farle proprie. Dall'analisi degli statuti degli emittenti emerge poi che in alcuni casi essi hanno redatto la clausola di opa statutaria in maniera deliberatamente difforme dal modello disposto da Borsa Italiana. Queste deviazioni costituiscono inadempimenti al r.e. EGM, e potrebbero dar corso a sanzioni da parte del gestore del mercato tali da comportare (in ultima analisi) l'esclusione dell'emittente dalle negoziazioni. Quanto al procedimento d'offerta, l'analisi mostra che in alcuni casi esso è retto dalle disposizioni dettate dal Regolamento di mercato; in altri casi si applicano invece le norme del t.u.f. Ne consegue che nella prima situazione l'offerta è vigilata dal *Panel*, l'organismo che ai sensi del Regolamento di mercato vigila sulle opa obbligatorie lanciate su EGM; nella seconda, all'offerta sovrintende la Consob. Si tratta di due ipotesi molto diverse fra loro, considerata soprattutto la radicale diversità di competenze fra i due organismi. Invero, i poteri del *Panel* sono previsti in parte dal Regolamento di mercato, in parte dalla stessa clausola di opa endosocietaria: essi hanno quindi in parte natura contrattuale, in parte statutaria. Questo aspetto indebolisce non poco il ruolo del *Panel*, soprattutto ove esso eserciti funzioni previste dal Regolamento di mercato: in tal caso, infatti, i relativi provvedimenti non vincoleranno l'offerente, poiché il r.e. EGM vincola soltanto gli emittenti.

Quanto alle sanzioni per l'inadempimento dell'obbligo di offerta da parte dello scalatore, il r.e. EGM commina la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente. In tale situazione, le azioni dello scalatore divengono soggette a un "tetto" al diritto di voto, il che solleva il problema della computabilità o meno di tali azioni ai fini dei *quorum* assembleari. Sul punto non vi è unanimità di vedute fra gli interpreti: l'analisi delle varie posizioni mostra che, seguendo alcune interpretazioni, le azioni con tetto al diritto di voto dovrebbero considerarsi prive del diritto di voto, e quindi non dovrebbero essere computate ai fini dei *quorum*. Al contrario, secondo altre interpretazioni si tratterebbe di azioni "per le quali il voto non può essere esercitato": esse dovrebbero perciò essere computate ai fini del *quorum* costitutivo, ma non di quello deliberativo.

Segue poi una digressione sulla risarcibilità del danno da mancata opa a favore degli azionisti di minoranza. L'analisi mostra che i risultati a cui sono approdate dottrina e giurisprudenza con riferimento al listino principale possono essere sposate anche con riferimento a EGM; si propone in particolare l'utilizzo di una clausola penale statutaria che predetermini i parametri da seguire per la quantificazione del danno, rimettendo al *Panel* la relativa determinazione.

Come per il listino principale, anche all'interno di EGM l'opa obbligatoria non risulta eseguibile in forma specifica ex art. 2932 c.c. Tuttavia, ove il consiglio di amministrazione



rimanga colpevolmente inerte e non accerti l'obbligo di promuovere l'offerta in capo allo scalatore, gli azionisti di minoranza potranno far valere la responsabilità dell'organo amministrativo per danno diretto *ex art. 2395 c.c.*

Il terzo capitolo si sofferma sulla previsione statutaria del diritto di *squeeze-out* e di *sell-out* conseguenti a un'opa obbligatoria. Infatti, nonostante il Regolamento di mercato imponga soltanto il richiamo statutario agli artt. 106 e 109 t.u.f., la maggior parte degli emittenti ha volontariamente recepito a statuto anche gli artt. 108 e 111 t.u.f. La prima di queste due norme consente all'azionista che abbia raggiunto la soglia del 95% del capitale sociale a seguito di opa totalitaria di acquistare forzosamente i titoli residui; la seconda, in presenza di analoghi presupposti, consente agli azionisti di minoranza di vendere forzosamente i propri titoli allo scalatore.

Anticipando i risultati, dall'analisi emerge che il diritto societario comune consente all'autonomia statutaria di prevedere diritti di *sell-out* e *squeeze-out* in capo ai soci: gli istituti utilizzabili a tal fine sono quelli delle azioni riscattabili e delle azioni redimibili. Vi sono però dei *caveat* soprattutto con riguardo al diritto di *squeeze-out*: la sua introduzione, infatti, non può prescindere dal consenso unanime degli azionisti. Inoltre, il corrispettivo per l'esercizio del diritto non può essere inferiore ai parametri di equa valorizzazione dettati dall'art. 2437-ter c.c. Quanto al diritto *sell-out*, il richiamo all'art. 108 t.u.f. consente di interpretarlo vuoi come clausola istitutiva di azioni redimibili, vuoi come clausola che dispone la riapertura dei termini dell'offerta lanciata in precedenza.

## CAPITOLO II

### LA CLAUSOLA DI OPA OBBLIGATORIA NEL MERCATO EURONEXT GROWTH MILAN

#### 1 La normativa di riferimento

##### 1.1 Profili sostanziali dell'obbligo di opa nel mercato Euronext Growth Milan

EGM si qualifica come sistema multilaterale di negoziazione: pertanto, i suoi emittenti e relativi azionisti non soggiacciono alla disciplina legale delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie contemplata agli artt. 106 ss. t.u.f. In occasione dell'accorpamento del mercato AIM con il MAC (avvenuto nel 2012)<sup>1</sup> però, l'*Advisory Board* di Borsa Italiana ha ritenuto “*cruciale*” l'introduzione di un meccanismo che assicurasse anche all'interno di AIM (oggi EGM) l'applicazione delle norme sulle opa obbligatorie<sup>2</sup>.

In questa direzione si muove l'art. 6-*bis* del r.e. EGM. Tale norma si apre prescrivendo agli emittenti EGM di “*adottare e mantenere appropriate regole di governo societario*”, e prosegue elencando alcune di queste regole. La principale è senz'altro quella introdotta nel 2012 in risposta alla sollecitazione dell'*Advisory Board* menzionata poc'anzi. In particolare, ai sensi dell'art. 6-*bis*, gli emittenti EGM devono inserire nei propri statuti una clausola di opa endosocietaria redatta nella esatta formulazione di cui alla Scheda Sei del Regolamento di mercato.

La prima parte del modello di clausola statutaria contenuto nella Scheda Sei del r.e. EGM recita: “*a partire dal momento in cui le azioni emesse dalla Società sono ammesse alle negoziazioni sull'Euronext Growth Milan, si rendono applicabili per richiamo volontario ed in quanto compatibili le disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto e di scambio obbligatoria relative alle società quotate di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 [...] ed ai regolamenti*

---

<sup>1</sup> V. *supra*, Capitolo I, § 2.1.

<sup>2</sup> Borsa Italiana, Avviso dell'8 febbraio 2012, n. 1951.

*Consob di attuazione [...] limitatamente alle disposizioni richiamate nel Regolamento Euronext Growth Milan come successivamente modificato”.*

Si tratta di una soluzione piuttosto singolare: in sostanza, per poter essere ammesse alle negoziazioni su EGM, le società devono vincolarsi alla disciplina dell’opa obbligatoria prevista dal t.u.f. recependola all’interno dei loro statuti. L’opa obbligatoria rappresenta quindi un vero e proprio requisito di accesso al sistema multilaterale di negoziazione in analisi.

La clausola di opa endosocietaria dispone che l’emittente è soggetto alla disciplina dell’opa obbligatoria limitatamente alle “*disposizioni [del t.u.f. e del r.e. Consob] richiamate nel Regolamento Euronext Growth Milan*”<sup>3</sup>. A tal proposito, la versione originaria del Regolamento si limitava ad un richiamo generico agli artt. 106 e 109 t.u.f. nonché ai regolamenti Consob di attuazione. In seguito, una modifica del Regolamento entrata in vigore nel 2016<sup>4</sup> ha interpolato l’art. 6-*bis* indicando più nello specifico le disposizioni del t.u.f. e del r.e. Consob che devono ritenersi applicabili agli emittenti EGM per effetto della clausola di opa statutaria.

Pertanto, ad oggi, le “*disposizioni richiamate nel Regolamento Euronext Growth Milan*” applicabili agli emittenti EGM in virtù del richiamo statutario sono quelle in tema di:

- soglie (di mutamento degli assetti proprietari) rilevanti ai fini dell’obbligo di promuovere un’opa (art. 106, commi 1, 1-*bis*, 1-*ter*, 3, lett. a) e b), 3-*bis*, 3-*quater*, t.u.f. e artt. 44-*bis*, 44-*bis*.1, 44-*ter*, 45 e 46 r.e. Consob);
- ipotesi di esenzione dall’obbligo di promuovere l’offerta (art. 106, commi 4, 5 e 6 t.u.f. e art. 49 r.e. Consob);
- identificazione dei soggetti tenuti alla promozione dell’offerta (artt. 106, commi 1 e 2, e 109 t.u.f. e art. 44-*quater* r.e. Consob);
- condizioni (prezzo e corrispettivo) e modalità temporali di promozione dell’offerta (art. 106, commi 1, 2, 2-*bis*, 3, lett. c) e d), t.u.f. e art. 40 r.e. Consob nonché, limitatamente ai casi di aumento e riduzione del prezzo su istanza di chi vi abbia interesse, artt. 47-*bis*, 47-*ter*, 47-*quinquies*, 47-*sexies*, 47-*septies*, 47-*octies*<sup>5</sup> r.e. Consob).

In ultima analisi, gli artt. 106 e 109 t.u.f. risultano applicabili agli emittenti EGM nella loro quasi totalità<sup>6</sup>. Quanto alle norme del r.e. Consob, vengono richiamati gli articoli dal 44-*bis* al

---

<sup>3</sup> Si tratta perciò di un doppio rinvio: la clausola di opa endosocietaria rinvia al regolamento del mercato EGM, il quale a sua volta rinvia alle norme del t.u.f.

<sup>4</sup> Tali modifiche erano state già anticipate da Borsa Italiana con Avviso del 9 novembre 2015, n. 18714.

<sup>5</sup> Il testo del r.e. EGM richiama in realtà l’art. 44-*octies* del r.e. Consob, ma si tratta senza dubbio di una svista del regolatore (anche perché la numerazione degli articoli non arriva neppure al 44-*octies*).

<sup>6</sup> L’unica disposizione non richiamata è il comma 3-*ter* dell’art. 106 t.u.f., che disciplina le forme di pubblicità dei provvedimenti della Consob in materia di aumento o riduzione del prezzo dell’opa obbligatoria. La disposizione,

49 con alcune eccezioni. In particolare, vengono esclusi dal richiamo gli artt. 47-*quater* e 47-*novies*, che disciplinano i casi di riduzione o aumento del prezzo dell'offerta in caso di manipolazione del mercato: del resto, tali norme sono inapplicabili al mercato EGM perché presuppongono accertamenti di rilievo penalistico o comunque di illecito amministrativo che non sono di competenza di soggetti privati<sup>7</sup>. Infine, viene escluso anche l'art. 48 r.e. Consob, in materia di offerta preventiva parziale, probabilmente in considerazione del fatto che l'impiego di tale istituto è molto raro anche sul listino principale, oltre che su EGM<sup>8</sup>.

## 1.2 (segue) Le soglie rilevanti

In virtù del recepimento statutario dell'art. 106 t.u.f., chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 30% o a disporre di diritti di voto in misura superiore a tale soglia in un emittente EGM, sarà obbligato a lanciare un'opa sulla totalità dei titoli di quest'ultimo. Come nei mercati regolamentati, il regolatore parte quindi dal presupposto che la soglia di partecipazione che consente di controllare e rendere non più scalabile un emittente EGM sia pari al 30%<sup>9</sup>.

Peraltro, nel caso in cui l'emittente EGM non si qualifichi come PMI, la soglia si riduce al 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata (art. 106, comma 1-*bis*, t.u.f.). Il r.e. EGM non si esprime in merito alla definizione di PMI: questa lacuna pone un primo problema interpretativo dato dal fatto che ove si applicasse per analogia la definizione di PMI prevista in via generale dal t.u.f.<sup>10</sup>, quasi tutti gli emittenti EGM vi rientrerebbero (al 1 giugno 2021, infatti, solo un emittente EGM aveva una capitalizzazione superiore a 500 milioni di euro<sup>11</sup>). In tal caso, la soglia del 30% non si applicherebbe pressoché mai. Sembra dunque preferibile optare per la definizione di PMI dettata sempre dal t.u.f. ma con specifico riferimento alla disciplina dei mercati, e rilevante ai fini della qualifica di "mercato di crescita"<sup>12</sup>. Tale

---

in ogni caso, è irrilevante ai nostri fini (in argomento, v. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *RDS*, 2017, 797, *ivi* 829).

<sup>7</sup> Infatti, come argomentato nel prosieguo (v. *infra*, § 4.3), in linea di principio le opa promosse su titoli EGM non sono vigilate dalla Consob: non c'è quindi alcuna autorità che possa effettuare gli accertamenti penalistici e amministrativi in analisi.

<sup>8</sup> V. ancora TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 829.

<sup>9</sup> È opinione comune che questo sia l'assunto di fondo su cui si basa la fissazione della soglia che fa scattare l'obbligo di opa (per tutti, MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche*, 139).

<sup>10</sup> L'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1), t.u.f. definisce le PMI come "[...] le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi".

<sup>11</sup> Il dato è tratto da LAMBIASE, *La quotazione in borsa delle PMI*, 99 ss.

<sup>12</sup> È questa la definizione per cui propendono in generale anche ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan*, 44.

definizione si rinvia all'art. 61, comma 1, lett. h), t.u.f., che fa rinvio al Reg. UE 2017/1129 (il c.d. Regolamento Prospetto). Dunque, nell'ambito di EGM, saranno considerate PMI le società che, alternativamente:

- in base al loro più al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfano almeno due dei tre criteri seguenti: (i) numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, (ii) totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro e (iii) fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro<sup>13</sup>;
- hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili<sup>14</sup>.

Vero è che la maggior parte degli emittenti EGM rientra anche in questa definizione di PMI (la capitalizzazione media di mercato è ben inferiore a 200 milioni di euro); essa esclude però senza dubbio più emittenti rispetto alla definizione dettata in via generale dall'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*), t.u.f. Pertanto, in ultima analisi la soglia più rilevante ai fini dell'opa obbligatoria in EGM sarà comunque quella del 30%.

Peraltro, ove l'emittente ricada nella definizione di PMI, lo statuto può anche fissare la soglia rilevante in misura diversa dal 30%, purché compresa fra il 25% e il 40%. Se però la modifica della soglia avviene successivamente alla quotazione, ai soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione spetta il diritto di recesso (art. 106, comma 1-*ter*, t.u.f.).

Il modello di clausola di opa endosocietaria estende poi agli emittenti EGM gli istituti dell'opa c.d. "a cascata" (art. 106, comma 3, lett. a), t.u.f. e art. 45 r.e. Consob) e dell'opa da consolidamento della partecipazione, c.d. opa "incrementale" (art. 106, comma 3, lett. b), t.u.f. e art. 46 r.e. Consob). A tal proposito, in virtù del richiamo all'art. 106, comma 3-*quater*, t.u.f., gli statuti degli emittenti EGM che si qualificano come PMI possono scegliere di disapplicare l'obbligo di opa incrementale fino alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Cfr. art. 2, par. 1, lett. f(i) del Regolamento Prospetto.

<sup>14</sup> Cfr. art. 4, par. 1, n. 13) della Direttiva MiFID II.

<sup>15</sup> Con Avviso del 9 luglio 2015, n. 12007, Borsa Italiana ha specificato che l'*opt-out* statutario relativo all'opa incrementale può essere esercitato solamente in sede di quotazione; non possono invece avvalersene le società già ammesse alla quotazione, quand'anche non siano trascorsi 5 anni dalla stessa. Parte della dottrina ha sottolineato che questa precisazione sembra avallare l'interpretazione secondo la quale anche le PMI quotate su un mercato regolamentato si possono avvalere della posticipazione dell'opa incrementale solo in sede di ammissione alle negoziazioni e non successivamente, anche qualora non siano trascorsi 5 anni dalla quotazione (in questo senso, FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63, *ivi* 68).

### 1.3 Profili procedurali (rinvio)

Lo svolgimento dell'opa obbligatoria su titoli EGM verrà analizzato nel prosieguo della trattazione<sup>16</sup>. Si anticipa in questa sede soltanto che l'art. 6-*bis* r.e. EGM assegna la funzione di vigilanza sull'offerta a un collegio di probiviri nominati da Borsa Italiana, denominato *Panel*. Il *Panel* rende le determinazioni opportune o necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta, e lo fa sulla base della disciplina richiamata poc'anzi, nonché sulla base di ulteriori disposizioni del t.u.f. e del r.e. Consob in materia di offerte pubbliche di acquisto<sup>17</sup>.

Inoltre, il modello di clausola statutaria dispone che il superamento della soglia di partecipazione rilevante, non accompagnato dalla comunicazione al consiglio di amministrazione e della promozione dell'opa, comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente la soglia<sup>18</sup>.

## 2 La validità della clausola di opa endosocietaria

### 2.1 Il dibattito sulla questione

Lo studio della clausola di opa statutaria deve necessariamente partire dall'analisi circa la sua ammissibilità nel nostro ordinamento. Non sono per la verità molti i contributi dottrinali dedicati a questo tema<sup>19</sup>, né la giurisprudenza sembra essersi ancora pronunciata al riguardo; va rilevato però che alcuni scritti, antecedenti l'introduzione dell'opa statutaria all'opera del r.e. AIM nel 2012, avevano negato validità a siffatta tipologia di clausole.

---

<sup>16</sup> V. *infra*, § 4.

<sup>17</sup> Si tratta delle disposizioni (meglio specificate *infra*, § 4.5) in tema di: definizioni rilevanti, modalità di pubblicazione dei documenti relativi all'offerta, comunicato dell'offerente, garanzie, svolgimento dell'offerta, trasparenza e correttezza, modifiche dell'offerta e offerte concorrenti.

<sup>18</sup> Anche su questo v. più diffusamente *infra*, § 5.1.

<sup>19</sup> V. STELLA RICHTER JR, *Trasferimento del controllo*, 330, favorevole alla previsione dell'opa obbligatoria in via statutaria all'interno di S.p.A. e di S.r.l. Per la tesi contraria, v. PEDERZINI, *Profili contrattuali*, 100 e D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679, *ivi* 683 (quest'ultimo A. propende per l'illegittimità solo nel caso in cui la clausola statutaria sia formulata con la tecnica del rinvio alla normativa del t.u.f.). Accenna al tema anche MOSCA, *Autonomia e disciplina dell'opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179; ID., *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiar)*, in *Riv. soc.*, 2007, 1291, *ivi* 1349, la quale, pur non prendendo una posizione netta al riguardo, sembra propendere per l'ammissibilità. Per la dottrina successiva all'introduzione dell'opa endosocietaria all'interno di EGM, v. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 819 e FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 76, entrambi favorevoli all'ammissibilità dell'opa endosocietaria. Alla questione fanno anche riferimento, senza però prendere posizione al riguardo, ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, 242, *ivi* 256; ID., *"Il migliore dei mondi possibili"? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, in *Riv. soc.*, 2021, 1175, *ivi* 121; PICCO e VENTORUZZO, *Offerte pubbliche*, 493.

Solo un Autore si era espresso nel senso dell'ammissibilità della clausola statutaria di opa obbligatoria, sia nelle S.p.A. che nelle S.r.l.<sup>20</sup>. Secondo tale voce, nelle società non quotate non vengono in rilievo gli interessi (pubblicistici) tutelati dalle leggi speciali in materia di opa: pertanto, l'autonomia statutaria è libera di incidere sulle modalità di trasferimento del pacchetto di controllo come meglio crede, eventualmente anche offrendo a tutti i soci la medesima opportunità di vendere le proprie partecipazioni.

Al contrario, vi era chi<sup>21</sup> giudicava illegittime clausole statutarie volte ad imporre l'opa obbligatoria al socio che superasse una determinata soglia di partecipazione<sup>22</sup>. L'argomento principale si basava sul principio della libera trasferibilità delle azioni, che questa dottrina riteneva compromesso oltremisura da una clausola che obbligasse il socio a comperare azioni in misura indeterminata (e determinabile solo in base alla scelta dei soci di minoranza di aderire o meno all'offerta). La clausola di opa endosocietaria veniva altresì raffrontata con le clausole limitative della circolazione azionaria *ex art. 2355-bis c.c.*: al riguardo, si osservava che mentre in virtù di queste ultime la posizione del terzo che intenda rendersi cessionario di una partecipazione può essere pregiudicata solo in termini di mancata stipulazione, in virtù dell'obbligo statutario di opa la posizione del terzo che intenda rendersi acquirente di un pacchetto di controllo viene pregiudicata in termini di stipulazione imposta<sup>23</sup>. Questa seconda situazione, contrariamente alla prima, si traduceva in un "*vincol[o] eccessivamente gravos[o] al principio della libera trasferibilità delle azioni*".

Un contributo successivo<sup>24</sup> arrivò alla stessa conclusione (sebbene con diverso percorso argomentativo), negando validità alla clausola di opa endosocietaria redatta tramite la tecnica del mero rinvio alla normativa rilevante del t.u.f. (art. 106 ss.)<sup>25</sup>. L'A. negava validità a una siffatta clausola partendo dal presupposto che la disciplina richiamata, quella dell'opa obbligatoria, persegue anche interessi pubblicistici finalizzati a una corretta regolamentazione

---

<sup>20</sup> STELLA RICHTER JR, *Trasferimento del controllo*, 330.

<sup>21</sup> PEDERZINI, *Profili contrattuali*, 100.

<sup>22</sup> L'illegittimità della clausola era sostenuta sia nell'ipotesi in cui essa richiamasse direttamente la normativa del t.u.f., recependola all'interno dello statuto, sia nel caso in cui assumesse formalmente una veste giuridica diversa (ad esempio, di clausola di prelazione) ma avesse il risultato sostanziale di assoggettare i soci all'obbligo di opa.

<sup>23</sup> Per usare le parole dell'A., "*se può ritenersi sprovvisto di tutela il diritto del terzo (di qualunque terzo) ad entrare in una società tra altri soggetti costituita e, allo stesso modo, il diritto di un socio ad accrescere la propria partecipazione [...], non altrettanto può dirsi del diritto del terzo (di qualunque terzo) a non subire una compressione della propria sfera negoziale, in termini di contrattazione imposta, se non ad opera di una espressa previsione legale in tal senso*" (così PEDERZINI, *Profili contrattuali*, 99).

<sup>24</sup> D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria*, 683.

<sup>25</sup> Questa tecnica è proprio quella utilizzata dal r.e. EGM per la redazione della clausola di opa endosocietaria di cui alla Scheda Sei. Invero, il Regolamento rinvia alle norme del t.u.f. sia per quanto riguarda i presupposti dell'obbligo di offerta, sia per quanto riguarda il procedimento di offerta, dettando poi alcune disposizioni in materia di poteri del *Panel*.

del mercato finanziario. Giacché questi interessi non sussistono per definizione nel caso di società i cui titoli non siano quotati su un mercato regolamentato, tali società non possono pretendere l'applicazione della disciplina legale dell'opa. La stessa dottrina sottolineava poi che l'operatività della regola dell'opa obbligatoria è legata all'intervento della Consob e che ove questo intervento manchi, come nel caso di società quotate su un MTF, tale regola rischia di rimanere priva di effettività.

Queste considerazioni non hanno dissuaso la società di gestione del mercato dall'imporre agli emittenti EGM, nel 2012, l'adozione della clausola di cui alla Scheda Sei del r.e. EGM. I dubbi in merito alla validità dell'opa statutaria sono poi stati fugati dalla dottrina più recente<sup>26</sup>. L'impostazione generale di questa dottrina, volta ad accogliere con favore la clausola di opa endosocietaria nel nostro ordinamento, merita di essere condivisa; tuttavia, non tutte le argomentazioni proposte sono condivisibili. Si cercherà pertanto di assumere questa impostazione generale come base di partenza nelle pagine seguenti, per poi sviluppare un'autonoma interpretazione della clausola di opa statutaria.

*2.2 La tesi che attribuisce alla clausola di opa endosocietaria natura di limite alla circolazione azionaria equiparandola alla clausola di tag-along. Critica: la clausola di tag-along non costituisce (sempre) un limite alla circolazione delle azioni*

Parte della dottrina più recente<sup>27</sup> giustifica l'ammissibilità della clausola di opa endosocietaria ricostruendola come una "particolare condizione" al trasferimento delle azioni, e dunque riconducendola al *genus* delle clausole limitative della circolazione azionaria di cui all'art. 2355-bis c.c.

Il ragionamento si fonda su due premesse: innanzitutto, quella secondo cui l'art. 2355-bis c.c. ricomprende anche le cc.dd. clausole di *tag-along*, dette anche clausole di accordamento, che (in estrema sintesi) consentono ai soci di minoranza di dismettere le loro partecipazioni ove il socio di maggioranza intenda alienare la propria<sup>28</sup>. In secondo luogo, questa dottrina sostiene che la clausola di opa endosocietaria è assimilabile a quelle di *tag-along* "nella ratio e negli effetti", poiché anche la clausola di opa consente agli azionisti di minoranza, in caso di cambio di controllo, di vendere le proprie azioni alle medesime condizioni pattuite dall'azionista di

---

<sup>26</sup> Le conseguenze di una eventuale declaratoria di nullità della clausola statutaria in oggetto sarebbero estremamente gravi e avrebbero (tra gli altri) anche risvolti di "politica regolamentare". Verrebbe infatti messa in discussione la scelta di Borsa Italiana di prevedere l'opa obbligatoria all'interno di un mercato a cui invece il legislatore ordinario non l'ha estesa.

<sup>27</sup> TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 813.

<sup>28</sup> Per un'analisi più approfondita della struttura e delle funzioni della clausola di *tag-along* v. *infra*.



maggioranza uscente. L'unica differenza sta nell'identità del soggetto tenuto a garantire la liquidabilità delle azioni di minoranza: il socio alienante nel caso dell'accodamento, il socio acquirente nel caso dell'opa obbligatoria<sup>29</sup>. Pertanto, atteso che (i) le clausole di *tag-along* rappresentano un limite alla circolazione *ex art. 2355-bis c.c.*, e che (ii) la clausola di opa endosocietaria è sovrapponibile a quella di *tag-along*, questa dottrina conclude che anche l'opa endosocietaria costituisce un limite alla circolazione azionaria e risulta ammissibile in forza dell'*art. 2355-bis c.c.*, che dà cittadinanza a questa tipologia di clausole.

Questa tesi, seppur suggestiva, merita delle osservazioni critiche rispetto a entrambe le premesse su cui si basa.

Innanzitutto, quanto alla prima premessa, non può essere dato per assodato che la clausola di *tag-along* costituisca un limite alla circolazione dei titoli azionari. Scorrendo in prima battuta le pattuizioni limitative della circolazione espressamente menzionate dall'*art. 2355-bis*, la clausola non soggiace senz'altro al limite di durata quinquennale previsto dal primo comma per le clausole di intrasferibilità assoluta<sup>30</sup>. Invero, la clausola di *tag-along* non impedisce ad alcun socio di alienare le proprie partecipazioni, ma pone solo degli accorgimenti per il caso in cui ciò avvenga. La clausola di accodamento non è neppure inquadrabile nel *genus* delle clausole di mero gradimento, che condizionano il trasferimento delle azioni al consenso di organi sociali o altri soci. Invero, il meccanismo del *tag-along* non richiede alcun *placet* affinché le azioni possano essere alienate: manca perciò l'elemento della determinazione discrezionale, tipico del mero gradimento. La decisione spetta semmai al terzo acquirente: è lui a dover decidere se dar corso all'acquisto delle partecipazioni e offrirsi di acquistare anche le azioni residue, così soddisfacendo la clausola di accodamento, oppure no<sup>31</sup>. Nonostante queste considerazioni, parte della dottrina<sup>32</sup> ritiene comunque che le clausole di *tag-along* costituiscano un limite alla

<sup>29</sup> TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 814.

<sup>30</sup> Nello stesso senso si esprime la dottrina maggioritaria: DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 65, *ivi* 68-69; DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Not.*, 2011, 395, *ivi* 405; DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1050, *ivi* 1078; DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*, in *Soc.*, 2018, 1118, *ivi* 1123; è rimasta invece minoritaria l'opinione di SALVATI, *I limiti statutarie*, 260 secondo la quale la clausola di *tag-along* configura un limite assoluto alla circolazione delle azioni poiché non è certo se il terzo potenziale acquirente sarà disponibile ad acquistare un numero di azioni maggiore rispetto a quelle possedute dal socio di maggioranza. Prima della riforma del 2003, anche la giurisprudenza aveva aderito a questa tesi più restrittiva, sancendo la nullità delle clausole di *tag-along* in virtù del divieto (contemplato dalla normativa previgente) di emettere azioni assolutamente intrasferibili (Trib. Monza, 7 maggio 1997, confermata da App. Milano, 23 giugno 1997, entrambe in *Soc.*, 1997, 1304, con nota di FIGONE, *Limiti statutarie alla circolazione delle azioni*).

<sup>31</sup> DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole*, 1079.

<sup>32</sup> ABRIANI, *Codice delle società*, 750; DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita*, 1076; DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita*, 1123; SBISÀ, *I limiti alla circolazione*, 163-164.

circolazione azionaria *ex art. 2355-bis*: limite evidentemente meno intenso rispetto all'intrasferibilità assoluta e al mero gradimento, non risultando applicabile il vincolo di durata quinquennale previsto per la prima né i correttivi previsti per il secondo. Questa conclusione si basa sulla considerazione che la clausola di *tag-along* limita la libertà di scelta del socio alienante, obbligandolo, se desidera dismettere la propria partecipazione, a trovare un terzo acquirente disposto a comprare la totalità delle azioni<sup>33</sup>.

Altra parte della dottrina sostiene invece che le clausole di *tag-along* non fanno altro che “incidere” sulla libera trasferibilità delle azioni, quantomeno ai fini della loro menzione sul titolo azionario<sup>34</sup>, senza però limitarla. Esse non sono quindi inquadrabili nell’art. 2355-*bis* c.c., ma sono soggette alla disciplina dell’art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.<sup>35</sup>: la loro introduzione, modificazione<sup>36</sup> o rimozione dà quindi corso al recesso qualora lo statuto non lo abbia escluso. Del resto, questa causa di recesso riguarda le clausole che pongono “vincoli alla circolazione delle azioni”: una categoria che non è pienamente sovrapponibile a quella delle clausole limitative della circolazione *ex art. 2355-bis* c.c.<sup>37</sup>. “Vincoli” e “limiti” alla circolazione azionaria sono concetti simili ma non del tutto coincidenti, atteso che possono esistere vincoli alla circolazione azionaria che però non ne costituiscono una limitazione in senso stretto.

Vi è poi anche chi ritiene che le clausole di *tag-along* rappresentino un mero “aggravio” alla circolazione della partecipazione sociale, un semplice “onere procedimentale” a carico del socio alienante, che viene in rilievo nella fase preliminare alla vendita delle partecipazioni<sup>38</sup>. Questa dottrina rileva infatti che se da un lato il meccanismo dell’accodamento costringe il socio di maggioranza a procurare agli altri soci un’offerta di acquisto alle medesime condizioni da lui negoziate, dall’altro lo agevola a collocare la partecipazione sul mercato in maniera più semplice e redditizia, “rendendo al terzo decisamente più appetibile l’acquisto della partecipazione complessiva”.

Infine, altra parte della dottrina rileva come al quesito non si possa dare una risposta univoca, ma si debba analizzare la clausola come di volta in volta formulata<sup>39</sup>. In particolare, l’A. parte dal presupposto che una clausola è limitativa della circolazione azionaria se intacca l’*an* o il

---

<sup>33</sup> BOTTI, *Clausole di covendita*, 87.

<sup>34</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, 67 e più di recente ID., *Vengo anch’io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *Analisi g. ec.*, 2021, 329, *ivi* 333.

<sup>35</sup> DE LUCA, *Vengo anch’io: no, tu no*, 340.

<sup>36</sup> Secondo la dottrina prevalente la causa di recesso in esame si applica anche ai casi di modificazione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari, nonostante la norma menzioni espressamente solo i casi di introduzione o rimozione (STELLA RICHTER JR., *Il recesso*, 1152; VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, 35).

<sup>37</sup> Lo mette in luce STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 622. Per un approfondimento, v. *infra*, § 3.3.

<sup>38</sup> DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along*, 404.

<sup>39</sup> D’ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373, *ivi* 384.

*quomodo* dell'atto di trasferimento della partecipazione; dopodiché, analizza da questa prospettiva tre diverse formulazioni della clausola di accodamento. Nella prima formulazione, il socio di maggioranza promette che, se alienerà la propria partecipazione, l'acquirente acquisterà anche i titoli residui; nella seconda, il socio di maggioranza concede agli altri soci un'opzione *put*, che essi potranno esercitare nei confronti del primo socio ove egli alieni la propria partecipazione e l'acquirente non si offra di comprare anche le partecipazioni residue; infine, nella terza formulazione il socio di maggioranza promette di acquistare le partecipazioni della minoranza ove egli alieni la propria. A questo punto, l'A. osserva che nessuna di queste tre clausole intacca la *libertà giuridica* di disporre, e cioè l'*an* o il *quomodo* del trasferimento della partecipazione posseduta dal socio di maggioranza. Al contrario, il socio di maggioranza assume semplicemente un peso, un onere: il fatto di dover ricercare un acquirente disposto a rilevare l'intero azionariato rappresenta cioè una limitazione "economica", cioè di mero fatto, alla libertà di disporre delle proprie azioni<sup>40</sup>. Nonostante questa analisi sia condotta da una prospettiva puramente "civilistica", essa offre un interessante spunto per rendersi conto che la clausola di *tag-along* può assumere formulazioni molto diverse tra loro, e che pertanto essa non costituisce necessariamente un limite *giuridico* alla circolazione delle azioni.

### 2.3 (segue) La clausola di *opa endosocietaria* non è equiparabile alla clausola di *tag-along* dal punto di vista della struttura giuridica

A questo punto passiamo alla seconda premessa su cui si basa la tesi criticata. Come anticipato, essa equipara la clausola di accodamento alla clausola di *opa endosocietaria* sotto il profilo della *ratio* e degli effetti, affermando che entrambe le clausole mirano a garantire la liquidabilità delle azioni di minoranza in caso di cambi di controllo, e che entrambe comprimono la libertà di decidere il numero di azioni che si intende acquistare (nel caso dell'*opa*) o vendere (nel caso dell'accodamento), imponendo di rilevare tutte le azioni in circolazione. Da questa considerazione l'A. fa discendere la conseguenza giuridica che, al pari della clausola di *tag-along*, anche quella di *opa endosocietaria* costituisce un limite alla circolazione delle azioni *ex art. 2355-bis*<sup>41</sup>.

Non c'è dubbio che le funzioni della clausola di *tag-along* e di *opa endosocietaria* siano paragonabili fra loro<sup>42</sup>. La clausola di *tag-along* nasce come strumento a favore dei soci di

<sup>40</sup> Così D'ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita*, 385.

<sup>41</sup> V. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 814-815.

<sup>42</sup> Questo paragone è proposto da ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, 23, *ivi* 26, riportato da DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, 66.

minoranza, consentendo loro di esercitare l'*exit* in occasione di cambi di controllo ed evitare di ritrovarsi *prisonniers de leurs titres* con un (nuovo) socio di maggioranza sgradito. Non solo: il diritto di accodamento consente altresì ai beneficiari di cedere le loro partecipazioni alle stesse condizioni pattuite col terzo acquirente dal socio di maggioranza, e così di avvantaggiarsi del potere contrattuale di quest'ultimo. In tal modo, il prezzo corrisposto agli azionisti accodati al socio uscente sarà comprensivo del c.d. premio di controllo, cioè il plusvalore incorporato in un pacchetto azionario che consente di esercitare il controllo sulla società<sup>43</sup>. In ragione della sua utile funzione giuridico-economica, le clausole di *tag-along* sono frequentemente impiegate nell'ambito di operazioni di *venture capital*, che riguardano società chiuse le cui partecipazioni (soprattutto quelle di minoranza) sono per loro natura più difficilmente smobilizzabili rispetto ai titoli quotati su mercati regolamentati.

La clausola di opa obbligatoria riveste delle funzioni pressoché analoghe. Prevedere un obbligo di offerta totalitaria al superamento di una certa soglia di capitale sociale consente agli azionisti di disinvestire agevolmente; inoltre, la *best price rule* (v. art. 106, comma 2, t.u.f, richiamato dal r.e. EGM) permette agli oblati di godere delle medesime condizioni economiche pattuite dall'offerente in sede di acquisto della partecipazione ultra-soglia. Per completezza, va rilevato che gli studiosi che hanno analizzato a fondo l'istituto dell'opa obbligatoria (sui mercati regolamentati, ma si tratta di considerazioni astrattamente vevoli anche per i mercati non regolamentati) ne hanno messo in luce tante altre funzioni, che non necessariamente coincidono con quelle del diritto di accodamento. Per esempio, nei mercati finanziari l'opa obbligatoria funge anche da correttivo contro il fenomeno della c.d. *pressure to tender*. Si tratta della "coazione a vendere" che gli azionisti di minoranza subiscono in occasione di un'opa parziale: tale pressione li porta ad aderire all'offerta quand'anche (e soprattutto ove) essi ritengano che il *newcomer* non sarà in grado di incrementare il valore dei titoli azionari<sup>44</sup>.

Nonostante quest'ultima precisazione, si potrebbe comunque sostenere che opa endosocietaria e *tag-along* sono due espedienti paragonabili dal punto di vista della *funzione economica* che svolgono<sup>45</sup>. Cionondimeno, la mera identità di *ratio* tra due istituti o due clausole non è

---

<sup>43</sup> Sono queste le principali funzioni che la prevalente dottrina attribuisce alle clausole di accodamento: cfr. BOTTI, *Clausole di covendita*, 8; DE LUCA, *Vengo anch'io: no tu no*, 331; SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita come limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Not.*, 2013, 695, ivi 697; DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita*, 1076; REGOLI, *Tutela delle minoranze*, 177.

<sup>44</sup> V. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto*, 134. La coazione a vendere si verifica soprattutto in occasione di scalate ostili su emittenti ad azionariato particolarmente diffuso, mentre non viene in rilievo nel caso in cui il controllo sia ceduto "in blocco" a seguito di trattative private.

<sup>45</sup> Anche la giurisprudenza ha avanzato questo paragone: secondo Trib. Milano, 25 giugno 2006, in *RDS*, 2007, 101 con nota di MACRÌ, il meccanismo della covendita equivale a "imporre un'OPA interna".

sufficiente per concludere che esse hanno anche la medesima natura giuridica. Per fare un esempio, i conferimenti in denaro e gli apporti dei soci a titolo di finanziamento hanno entrambi la funzione (fra le altre) di convogliare risorse finanziarie dei soci verso la società, ma nessuno attribuirebbe mai ai due apporti la medesima natura giuridica. Pertanto, nonostante l'opa endosocietaria e la clausola di *tag-along* svolgano in concreto la medesima funzione, non è possibile per ciò solo concludere che esse sono entrambe pattuizioni limitative della circolazione azionaria *ex art. 2355-bis c.c.* A ciò si aggiunga che, come già sottolineato, (i) non è pacifico che la clausola di *tag-along* rappresenti un limite alla circolazione delle azioni ai sensi dell'art. 2355-*bis* c.c., e (ii) l'opa obbligatoria (anche nei mercati non regolamentati) svolge funzioni ulteriori rispetto alla clausola di *tag-along*.

È proprio spostando l'attenzione sui presupposti giuridici di attivazione delle due clausole che emerge la loro diversità. Come anticipato, la clausola di *tag-along* può assumere in concreto numerose formulazioni, anche molto diverse tra loro. Tuttavia, la dottrina ha sottolineato che nonostante le varie configurazioni che la clausola può assumere, la figura tipica di base rimane la stessa: il socio di maggioranza, se intende alienare le proprie partecipazioni, deve ottenere che l'acquirente si offra di acquistare alle medesime condizioni anche le partecipazioni degli altri soci, che rimangono liberi di aderire o meno alla proposta<sup>46</sup>. Il presupposto applicativo della clausola è perciò rappresentato dall'*alienazione* della partecipazione da parte del socio di maggioranza, da cui deriva il diritto di accordamento a favore degli altri soci. La clausola di *tag-along* spiega dunque i propri effetti a fronte di un atto di *dismissione* della partecipazione da parte del socio di maggioranza<sup>47</sup>.

Di fronte a formulazioni anche molto diverse tra loro, questo rimane il connotato tipico della clausola di accordamento, che la differenzia da quella di opa endosocietaria. Quest'ultima scatta infatti non già a seguito di un'alienazione bensì di un *acquisto* di azioni da parte di un socio che arriva così a detenere una partecipazione superiore alla soglia rilevante. Vero è che alienazione e acquisto sono due "facce" della stessa medaglia, ma nel momento in cui rappresentano il presupposto applicativo di una clausola fanno la differenza. Infatti, la clausola di *tag-along* si attiva in occasione di un'alienazione non già di qualunque partecipazione, bensì, tipicamente, di una partecipazione di maggioranza. Al contrario, l'opa obbligatoria scatta a seguito di acquisti di partecipazioni, di qualunque ammontare, che determinino il superamento da parte

---

<sup>46</sup> SBISA, *I limiti alla circolazione*, 162.

<sup>47</sup> BOTTI, *Clausole di covendita*, 8; DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along*, 404, secondo cui il presupposto applicativo delle clausole di accordamento e trascinamento è da rinvenire in una "*iniziativa economica riferibile al socio di maggioranza*".

dell'acquirente della soglia di partecipazione fissata dallo statuto. Per comprendere al meglio questa differenza, si immaginino due società chiuse (Alfa e Beta) e si supponga che lo statuto di Alfa contenga una clausola di *tag-along*, e lo statuto di Beta contenga una clausola di opa endosocietaria. Si assuma, per comodità, che il diritto di accodamento in Alfa sorga a seguito dell'alienazione di una partecipazione superiore al 30%, e che l'obbligo di opa in Beta scatti a fronte del superamento della soglia del 30% del capitale sociale, come di regola. Si assuma inoltre che, a fronte di un azionariato piuttosto frammentato, in entrambe le società il possesso di una partecipazione superiore al 30% consenta di esercitare il controllo di fatto. A questo punto si possono prospettare diverse strade percorribili per conseguire un cambio di controllo nelle due società. Considerato che, in astratto, la clausola di accodamento e quella di opa statutaria svolgono funzioni paragonabili, ovverosia tutelare le minoranze attraverso la garanzia dell'*exit* in occasione di cambi di controllo, verifichiamo se esse trovano applicazione nelle medesime circostanze.

Si supponga che, in un primo scenario, l'azionista principale venda in blocco il proprio pacchetto azionario equivalente al 30% del capitale sociale. In Alfa, la clausola di *tag-along*, a prescindere dalla formulazione, imporrà al socio subentrante di offrirsi di rilevare le partecipazioni residue<sup>48</sup> e consentirà agli azionisti di minoranza di esercitare l'*exit*. Effetti analoghi produrrà la clausola di opa endosocietaria in Beta: a fronte del superamento della soglia del 30% da parte dell'acquirente, quest'ultimo dovrà lanciare un'offerta pubblica di acquisto a cui tutti gli azionisti residui potranno aderire e così dismettere le proprie partecipazioni. In questo primo scenario, quindi, il medesimo atto di trasferimento genera l'applicazione sia della clausola di accodamento che di opa statutaria.

Consideriamo ora uno scenario alternativo, tipico per la verità delle società quotate, per loro natura più contendibili rispetto alle società chiuse. In questa seconda ipotesi, l'azionista che detiene il 30% del capitale sociale mantiene le proprie partecipazioni, poiché non desidera disfarsene. Per acquisire il controllo, il *newcomer* è quindi costretto a comperare azioni da altri soci, che ne detengono in quantità inferiore rispetto al 30%, fino a raggiungere un'aliquota di capitale sociale che gli consenta di esercitare il controllo sulla società (nel linguaggio borsistico, si tratta di un'operazione di c.d. rastrellamento di titoli). Esaminiamo l'operatività delle due

---

<sup>48</sup> A seconda della formulazione della clausola, l'obbligo potrebbe anche gravare in subordine sull'azionista uscente. Per esempio, talvolta le clausole di accodamento prevedono dei correttivi a mente dei quali, nel caso in cui il socio subentrante non si offra di acquistare anche le partecipazioni residue, sarà il socio uscente a doverle rilevare, oppure a dover ridurre proporzionalmente la partecipazione ceduta in modo da consentire anche a tutti gli altri azionisti di esercitare *pro quota* l'*exit* (per una panoramica delle varie formulazioni della clausola di accodamento v. D'ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita*, 381).

clausole in esame al superamento della soglia del 30% di capitale sociale (e conseguente acquisizione del controllo di fatto) da parte del socio scalatore. La clausola di opzione endosocietaria lo costringerà a lanciare un'offerta rivolta a tutti gli altri azionisti (incluso il socio che già deteneva il 30% del capitale sociale). Al contrario, la clausola di *tag-along* non verrà azionata. E non potrebbe essere altrimenti: quantomeno nella sua formulazione tipica, la clausola scatta a fronte di un'*alienazione* di una partecipazione di maggioranza (poco importa se attraverso un trasferimento unico oppure in più *tranches*) da un soggetto ad un altro. Invece, in questo caso il socio che deteneva la partecipazione del 30% l'ha mantenuta, e lo scalatore ha pertanto dovuto acquisire i titoli dagli azionisti di minoranza. Non sono quindi perfezionati i presupposti applicativi della clausola di *tag-along*. Come ricordato poc'anzi, nonostante le loro numerose possibili formulazioni, le clausole di accodamento hanno come presupposto applicativo tipico una "*iniziativa economica riferibile al socio di maggioranza*"<sup>49</sup>. Nello scenario in esame questa iniziativa manca: non a caso, il *newcomer* ha dovuto acquistare azioni dai soci di minoranza per aggiudicarsi la scalata.

Si potrebbe obiettare che nelle società non quotate difficilmente si vengono a creare i presupposti per una scalata ostile, essendo questo un fenomeno tipico delle società quotate in borsa, caratterizzate da un azionariato molto più liquido e frammentato che consente (i) di controllare di fatto la società pur non disponendo della maggioranza assoluta in assemblea, e (ii) di effettuare operazioni di rastrellamento di titoli di minoranza. Ma forse è proprio questo il motivo per cui Borsa Italiana, fra le tante possibili soluzioni, ha ritenuto di estendere per via statutaria la regola dell'opzione obbligatoria agli emittenti EGM piuttosto che imporre loro l'adozione di una clausola di *tag-along* a tutela delle minoranze<sup>50</sup>. Invero, la clausola di accodamento funziona bene nei casi in cui il controllo della società venga ceduto "in blocco" dall'azionista di maggioranza, che decide di alienare la propria partecipazione a un soggetto terzo. Questa situazione è tipica delle società chiuse, ad azionariato tendenzialmente ristretto. Non a caso, le clausole di accodamento sono frequentemente impiegate nell'ambito di operazioni di *venture capital*, che riguardano per l'appunto società chiuse: tali clausole

---

<sup>49</sup> DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along*, 404.

<sup>50</sup> In un caso diverso, invece, la Consob ha ritenuto di imporre in via statutaria proprio una clausola di *tag-along*. Si tratta dell'art. 24 del Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line* (c.d. Regolamento *crowdfunding*), adottato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013. Tale norma richiede che, ai fini dell'ammissione delle offerte sui portali *on-line*, gli statuti delle PMI contengano il diritto di recesso o il diritto di co-vendita (*tag-along*) delle proprie partecipazioni a favore degli investitori nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi.

rappresentano in quel contesto un'utile modalità di disinvestimento a favore del *venture capitalist*<sup>51</sup>.

Al contrario, il meccanismo del *tag-along* rivela i propri limiti nei casi in cui il controllo sia acquisito mediante acquisti sistematici di piccole quantità di azioni da tanti soggetti diversi, fino a raggiungere la soglia di capitale desiderata. Siccome quest'ultimo fenomeno è tipico delle società quotate in borsa, la clausola di *tag-along* non tutelerebbe a pieno gli azionisti di minoranza in queste società: il che evidenzia ancora una volta la differenza che intercorre fra l'accodamento e l'opa obbligatoria. Del resto, come già ricordato, il presupposto applicativo dell'opa obbligatoria non è l'alienazione di una partecipazione di maggioranza (anche relativa), bensì l'acquisto di una partecipazione (di qualunque ammontare) che determina il superamento di una soglia rilevante di capitale sociale. Consapevoli delle peculiari caratteristiche dei mercati di borsa, il legislatore e la società-mercato hanno scelto di ancorare la tutela delle minoranze al semplice superamento della soglia rilevante di capitale, a prescindere dai soggetti da cui le azioni vengono acquistate per oltrepassarla.

Nei fatti, è ben possibile che l'alienazione di una partecipazione di maggioranza dia astrattamente luogo all'applicazione tanto della clausola di accodamento quanto di quella di opa endosocietaria. Ma le casistiche considerate poc'anzi dimostrano che i presupposti giuridici di applicazione delle due clausole sono ben diversi fra loro.

Un'ultima considerazione depone nel senso della non equiparabilità dell'opa statutaria al meccanismo del *tag-along*. In particolare, parte della dottrina<sup>52</sup> ha ricondotto la clausola statutaria di *tag-along* all'istituto del riscatto obbligatorio<sup>53</sup> ex art. 2437-*sexies* c.c. Secondo questa ricostruzione, il socio di minoranza è titolare di un diritto potestativo di vendere le proprie azioni alle stesse condizioni pattuite dal terzo col socio di maggioranza alienante. Ne deriva che il socio di minoranza potrà provocare il trasferimento della proprietà delle sue azioni attraverso una semplice dichiarazione di volersi avvalere dell'accodamento; tale dichiarazione farà sorgere il correlativo obbligo di pagamento del corrispettivo, che graverà sul socio alienante o sul terzo acquirente a seconda dell'interpretazione della clausola come di volta in volta formulata.

---

<sup>51</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no*, 329.

<sup>52</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, 74; ID., *Vengo anch'io: no, tu no*, 339.

<sup>53</sup> Va segnalato però che altra parte della dottrina nega la possibilità di configurare un riscatto "rovesciato", che possa essere azionato dal socio per far acquistare coattivamente le proprie azioni da altri soci o dalla società (PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 124). Per una critica di questa posizione, e per un'analisi delle varie interpretazioni al riguardo, v. più in dettaglio *infra*, Capitolo III, § 3.2.



Questo schema non si rinviene nella formulazione della clausola di opa obbligatoria, che a differenza della clausola di *tag-along* non può quindi poggiarsi sull'istituto del riscatto. Invero, affinché il socio di minoranza possa dismettere la propria partecipazione è necessario che il socio di maggioranza che ha superato la soglia rilevante adempia all'obbligo statutario lanciando l'opa. L'opa statutaria non può prescindere dall'espletamento del procedimento d'offerta, perché è proprio tramite esso che si determinano le condizioni a cui i soci di minoranza potranno vendere le loro azioni. Pertanto, prima che tale procedimento inizi, i soci di minoranza non hanno modo di provocare attraverso una semplice dichiarazione il trasferimento dei loro titoli con conseguente obbligo di pagamento del corrispettivo da parte dello scalatore.

#### 2.4 *Opa endosocietaria, limiti alla circolazione delle azioni e autonomia statutaria*

La dottrina che propone l'assimilazione della clausola di opa endosocietaria alla clausola di accodamento le qualifica entrambe alla stregua di pattuizioni limitative della circolazione azionaria<sup>54</sup>. Sono già state espresse *supra*<sup>55</sup> delle considerazioni critiche rispetto a tale qualificazione relativamente alla clausola di accodamento; bisogna ora occuparsi della clausola di opa statutaria.

In generale, la dottrina che ha esaminato a fondo il tema dei limiti statuari alla circolazione delle azioni suddivide le clausole limitative della circolazione delle partecipazioni sociali in due categorie: clausole “discrezionali” e clausole “tecniche” (non discrezionali). Il primo gruppo ricomprende le pattuizioni in cui l'acquisto della qualità di socio è subordinato all'espressione di un “*consenso [...] da parte di una “entità” che dispone di un potere in qualche misura discrezionale*”<sup>56</sup>. Rientrano in questa categoria, ad esempio, la clausola di mero gradimento e la clausola di prelazione<sup>57</sup>. Al contrario, le clausole “tecniche” richiedono semplicemente, ai fini dell'iscrizione a libro soci dell'acquirente, un accertamento circa la sussistenza di determinati presupposti oggettivi. Questo gruppo ricomprende pertanto: (a) la

---

<sup>54</sup> TRISCORNIA, *Il “gioco dell’OPA” all’AIM*, 814.

<sup>55</sup> § 2.2.

<sup>56</sup> STANGHELLINI, *I limiti statuari*, 162.

<sup>57</sup> Con riferimento alla clausola di prelazione, l'A. rileva che pur non essendo necessario un formale *placet* ai fini dell'iscrizione dell'acquirente nel libro dei soci, essa fa comunque sì che il trasferimento della partecipazione (*rectius*, l'iscrizione a libro soci dell'acquirente) possa essere vanificato da un atto di volontà del titolare del diritto di prelazione, che può scegliere di acquistare le partecipazioni in luogo del soggetto originariamente designato. In questo senso, secondo l'A., la clausola di prelazione rientra fra le pattuizioni limitative di carattere “discrezionale”.

clausola che prevede determinati requisiti per l'acquisto della qualità di socio; (b) la clausola di limite al possesso azionario, e (c) la clausola di intrasferibilità assoluta<sup>58</sup>.

Tornando alla clausola di opa statutaria, anche a voler considerare il lancio dell'opa alla stregua di una condizione a cui è subordinato l'acquisto delle azioni ultra-soglia, essa dovrebbe essere senz'altro esclusa dalla categoria delle clausole discrezionali. Nessuno potrebbe infatti, attraverso una decisione discrezionale, paralizzare l'acquisto della partecipazione eccedente la soglia rilevante. Quanto alle clausole "tecniche", è fuori discussione che la clausola di opa endosocietaria non possa essere considerata come un limite assoluto alla trasferibilità delle azioni. Ma a ben vedere essa non può essere neppure equiparata alla clausola che impone limiti al possesso azionario: se così fosse, la soglia del 30% (o del 25%, a seconda dei casi) del capitale sociale negli emittenti EGM dovrebbe considerarsi invalicabile, e nessun azionista potrebbe mai detenere una partecipazione superiore ad essa. Resta da chiedersi se l'opa statutaria possa essere considerata alla stregua di un "requisito soggettivo" necessario per l'acquisto della qualità di socio e idoneo, in mancanza, a precludere il trasferimento (*rectius*, la sua opponibilità nei confronti della società<sup>59</sup>) della partecipazione ultra-soglia. Si tratterebbe in questo caso di una clausola che parte della dottrina definisce "di gradimento non mero", poiché subordinerebbe il trasferimento al rispetto di un requisito (il lancio dell'opa) oggettivamente accertabile. A questo quesito potrebbe essere data risposta negativa. Invero, le clausole di gradimento non mero possono comportare limitazioni alla circolazione azionaria nella misura in cui rendono più o meno difficoltosa la ricerca di un potenziale acquirente, per la maggiore o minore ristrettezza delle condizioni da soddisfare per il trasferimento<sup>60</sup>. Non a caso, la dottrina ritiene che nel momento in cui tali condizioni siano così rigide da rendere il trasferimento eccessivamente difficile, sarà allora necessario prevedere i correttivi richiesti dal comma 2 dell'art. 2355-*bis* c.c. per le clausole di mero gradimento<sup>61</sup>. La clausola di opa statutaria non

---

<sup>58</sup> La novella del 2003 ha espressamente legittimato la clausola di intrasferibilità assoluta nelle S.p.A., purché di durata non superiore a 5 anni (art. 2355-*bis*, comma 1, c.c.).

<sup>59</sup> La dottrina maggioritaria ritiene che la violazione delle clausole riconducibili all'art. 2355-*bis* c.c. non comporti l'invalidità del trasferimento (tesi pur sostenuta in passato) ma semplicemente la sua inefficacia nei confronti della società (per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 234). Tant'è che gli studiosi più attenti hanno rilevato che l'espressione "*limiti alla circolazione delle azioni*" utilizzata nell'art. 2355-*bis* c.c. è impropria. Invero, lo statuto "*non può incidere sul regime di circolazione della partecipazione intesa come bene, ma può soltanto impedire che chi ha acquistato la partecipazione in violazione dello statuto eserciti i diritti sociali*". Pertanto, l'effetto dell'art. 2355-*bis* c.c. è in realtà quello di limitare "*il diritto ad essere iscritto nel libro dei soci di colui che ai sensi della disciplina ordinaria vi avrebbe avuto diritto*" (v. STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 561).

<sup>60</sup> Le condizioni potrebbero ad esempio richiedere, ai fini dell'acquisto della qualità di socio, il possesso di determinati titoli di studio o qualifiche professionali, l'appartenenza a determinate fedi religiose, la nazionalità, la non partecipazione a imprese concorrenti o in conflitto di interessi, la conoscenza di lingue straniere, ecc. (per esempi di questo tipo v. SBISA, *I limiti alla circolazione*, 61).

<sup>61</sup> STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 606.

pone però problemi di questo tipo. Il fatto che il superamento della soglia rilevante comporti un onere economico ulteriore per l'acquirente non impedisce al socio che intende disfarsi della propria partecipazione di ricercare compratori diversi, che magari non detengano una partecipazione prossima alla soglia rilevante. In presenza di titoli "liquidi" (quali sono tendenzialmente quelli degli emittenti EGM, negoziati su un MTF di crescita), è ragionevolmente presumibile che questa operazione sia agevole. Il requisito dell'opa obbligatoria non rende più difficoltosa per il socio alienante la ricerca di potenziali acquirenti, e non determina pertanto una limitazione alla circolazione delle partecipazioni: l'applicazione dei principi elaborati dalla dottrina in materia mostra che opa obbligatoria (statutaria e non) e libera circolazione delle azioni agiscono su piani distinti.

Inoltre, come si vedrà meglio *infra*<sup>62</sup>, il r.e. EGM impone agli emittenti di inserire a statuto anche la previsione per cui la violazione dell'obbligo di opa comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente. Ebbene, se la clausola di opa obbligatoria fosse qualificabile come un limite alla circolazione azionaria riconducibile all'art. 2355-*bis* c.c., essa sarebbe dotata di efficacia "reale" nel senso che la sua violazione determinerebbe l'inopponibilità alla società dell'acquisto della partecipazione eccedente. A quel punto, il socio che ha acquistato tale partecipazione non potrebbe, con riferimento ad essa, esercitare gran parte dei diritti sociali, incluso il diritto di voto<sup>63</sup>. In tal caso, la previsione statutaria della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente per violazione dell'obbligo di opa sarebbe del tutto inutile, perché l'acquisto di tale partecipazione in violazione della clausola sarebbe già di per sé inopponibile alla società, e il socio che l'ha acquistata non potrebbe esercitare il diritto di voto. Al contrario, il Regolamento di mercato parte dal presupposto che, anche in caso di violazione dell'opa obbligatoria, l'acquisto della partecipazione eccedente sia efficace nei confronti della società, e proprio per questo motivo richiede l'adozione del "correttivo" statutario della sospensione del diritto di voto su quella partecipazione.

Infine, la qualificazione dell'opa statutaria come limite alla circolazione azionaria si porrebbe ineluttabilmente in contrasto con l'art. 32 del r.e. EGM, il quale richiede che gli strumenti finanziari degli emittenti EGM siano "*liberamente negoziabili*"<sup>64</sup>. Ebbene, dal momento che lo

---

<sup>62</sup> § 5.1.

<sup>63</sup> Per la posizione del socio a cui venga rifiutata l'iscrizione a libro per violazione di clausole statutarie limitative della circolazione azionaria v. STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 616.

<sup>64</sup> Lo stesso requisito è imposto alle società quotate sul listino principale dall'art. 2.1.3 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Tuttavia, sui mercati regolamentati, a differenza che su EGM, esiste un correttivo: quand'anche la circolazione degli strumenti finanziari ivi negoziati sia sottoposta a restrizioni, i titoli si considerano comunque liberamente negoziabili "*qualora la restrizione non comporti il rischio di perturbare il mercato*".

stesso Regolamento impone agli emittenti l'adozione della regola dell'opa obbligatoria, se ne deve dedurre che tale regola non costituisce un limite alla libera negoziabilità delle azioni. Diversamente opinando, si dovrebbe affermare che il r.e. EGM contraddice (attraverso l'imposizione dell'opa obbligatoria) un requisito (la libera negoziabilità degli strumenti finanziari degli emittenti) che esso stesso ha imposto<sup>65</sup>.

Il requisito della libera negoziabilità degli strumenti finanziari degli emittenti è imposto anche dall'autorità di mercato ai fini dell'accesso al sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari<sup>66</sup>. Dal momento che anche i titoli EGM sono negoziati in regime di dematerializzazione, essi non possono subire limitazioni alla circolazione: interpretare come tale la clausola di opa endosocietaria significherebbe violare le regole dettate dall'autorità di mercato ai fini della negoziazione di strumenti finanziari in regime di gestione accentrata.

Nonostante la clausola di opa obbligatoria non possa trovare la propria base normativa nell'art. 2355-*bis* c.c., non si può dubitare della sua legittimità nel nostro ordinamento. Innanzitutto, una volta dimostrato che la clausola non costituisce un limite giuridico alla circolazione azionaria, cade anche l'argomentazione proposta in passato<sup>67</sup> secondo cui l'opa statutaria costituirebbe un vincolo eccessivo alla libera trasferibilità delle azioni.

Né tantomeno merita accoglimento la tesi<sup>68</sup> che propende per l'illegittimità della clausola di opa endosocietaria redatta tramite la tecnica del rinvio alla normativa rilevante del t.u.f. (come fa il r.e. EGM). Come anticipato, tale tesi propende per l'illegittimità argomentando che la disciplina dell'opa obbligatoria prevista dal t.u.f.: (i) è ispirata a interessi pubblicistici di cui l'autonomia privata non si può appropriare; (ii) si inserisce all'interno di una normativa speciale più ampia, e lo statuto non può scegliere di applicare solo uno "spezzone" di tale normativa; (iii) presuppone il controllo della Consob, senza il quale la previsione dell'opa obbligatoria non avrebbe alcuna effettività. Tuttavia, il rinvio al t.u.f. da parte della clausola di opa endosocietaria di cui al r.e. EGM non mira certo ad estendere agli emittenti EGM la disciplina del t.u.f., inclusi i controlli dell'autorità di vigilanza; al contrario, lo scopo della clausola è operare un "*rinvio*

---

<sup>65</sup> Si potrebbe obiettare che lo stesso r.e. EGM impone l'adozione di una clausola di *lock-up* che impedisce alle parti correlate e ai dipendenti rilevanti della società di alienare le proprie partecipazioni per un anno dalla quotazione. Si tratta però evidentemente di una regola eccezionale, dettata da esigenze di tutela del *know-how* della società e della continuità aziendale (v. *supra*, Capitolo I, § 2.2). Lo dimostra il fatto che si tratta di una limitazione contenuta nel tempo e limitata dal punto di vista soggettivo, poiché applicabile solo a una cerchia di soggetti ben determinata. Pertanto, essa non contraddice il principio generale della libera negoziabilità degli strumenti finanziari quotati su EGM.

<sup>66</sup> Cfr. art. 33 del Provvedimento unico sul post-trading adottato dalla Consob e dalla Banca d'Italia il 13 agosto 2018.

<sup>67</sup> PEDERZINI, *Profili contrattuali*, 101.

<sup>68</sup> D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria*, 683.

*materiale a determinate regole, che vengono prese in considerazione non in quanto norme di legge, ma esclusivamente per il loro contenuto concreto*<sup>69</sup>. Per quanto opinabile possa essere tale tecnica redazionale, non se ne possono certo far discendere conseguenze in termini di validità della clausola statutaria così strutturata<sup>70</sup>.

A questo punto, tutte le argomentazioni contrarie alla legittimità della clausola di opa obbligatoria sono state confutate. Si potrebbe quindi affermare, in definitiva, che le clausole di opa endosocietaria rientrano nel margine di manovra lasciato all'autonomia statutaria. Il tema dell'ampiezza dell'autonomia statutaria nelle S.p.A. ha origini lontane ed è amplissimo: è perciò impossibile in questa sede fornire una rassegna, anche solo per sommi capi, dei vari orientamenti al riguardo<sup>71</sup>.

Si segnala solamente, senza pretesa di completezza, che negli ultimi anni, da posizioni più "liberali" (elaborate successivamente alla riforma del 2003<sup>72</sup>) l'orientamento della dottrina si è evoluto nel senso di comprimere l'autonomia statutaria rispetto alle norme in materia di "organizzazione" della società, intesa come la "*articolazione del potere tra i suoi organi*"<sup>73</sup>. L'organizzazione (così intesa) della società azionaria risulta quindi sottratta all'autonomia statutaria e le norme che la disciplinano sono pertanto inderogabili<sup>74</sup>. Al contrario, i rapporti tra soci possono essere variamente articolati senza (salvo casi "estremi") fuoriuscire dai confini dell'autonomia statutaria, potendo giocare qui la "*libera negoziazione*" come "*motore di efficiente allocazione delle risorse*"<sup>75</sup>.

Non sembra che la clausola di opa obbligatoria intacchi gli equilibri di potere (fra i vari organi sociali) costruiti dal legislatore attraverso le norme di "organizzazione" della società; al contrario, si tratta di una clausola che incide solo sui rapporti fra il socio di maggioranza e i soci di minoranza. Pertanto, essa non sembra travalicare i limiti di legge all'autonomia statutaria, così come definiti dall'elaborazione dottrinale sviluppatasi negli anni sul tema.

---

<sup>69</sup> TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 819.

<sup>70</sup> V. nota precedente.

<sup>71</sup> Per un *excursus* degli orientamenti in tema di autonomia statutaria prima e dopo la riforma del 2003 v. BORDIGA, *Spunti in tema di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 768.

<sup>72</sup> Il legislatore ha, con tale riforma, tentato di trovare un equilibrio fra istanze di "liberalizzazione" e regole inderogabili a tutela dei vari *stakeholder* (così MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420, *ivi* 425). A seguito della riforma, però, da più parti è stato segnalato un significativo ampliamento (poi ridimensionato in via interpretativa) dell'autonomia statutaria (al riguardo, v. le interessanti riflessioni di D'ALESSANDRO F., *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34, *ivi* 38).

<sup>73</sup> Così BORDIGA, *Spunti*, 786, ove ampi riferimenti bibliografici sul tema.

<sup>74</sup> STELLA RICHTER JR., *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 352, *ivi* 354.

<sup>75</sup> BORDIGA, *Spunti*, 792.

### 3 L'introduzione della clausola di opa endosocietaria nello statuto e la sua modificazione

#### 3.1 L'obbligo di introdurre la clausola nello statuto

Chiarita la piena conformità al nostro ordinamento della clausola di opa obbligatoria (come formulata nel r.e. EGM), occorre adesso analizzare le modalità di introduzione della clausola all'interno degli statuti degli emittenti.

Come più volte anticipato, l'introduzione della clausola in analisi all'interno dello statuto costituisce un obbligo imposto agli emittenti EGM dall'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato. Occorre pertanto analizzare la natura di tale obbligo, per poi trarne conseguenze sul come e sul quando esso debba essere adempiuto. Per far questo, è necessario analizzare brevemente la natura giuridica del rapporto che si instaura tra la società di gestione del mercato e i partecipanti ad esso (emittenti e intermediari), partendo dagli orientamenti che si sono sviluppati al riguardo con riferimento ai mercati regolamentati.

In particolare, successivamente alla privatizzazione delle attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati erano state proposte due teorie speculari<sup>76</sup>. La prima attribuiva all'attività svolta dalle società di gestione di mercati natura amministrativistica<sup>77</sup>, mentre la seconda inquadrava tale attività nell'ambito degli schemi privatistici. Oggi la dottrina propende in larga parte per il secondo orientamento<sup>78</sup>, che considera il Regolamento di mercato alla stregua di un atto avente natura negoziale, e i rapporti tra società di gestione e operatori come rapporti di natura contrattuale, a nulla rilevando i penetranti poteri della Consob in materia<sup>79</sup>. Mediante l'adesione al mercato, gli operatori ne accettano il Regolamento: si tratta di un meccanismo di formazione del contratto che viene ricondotto allo schema del contratto "per adesione"<sup>80</sup>, mediante il quale il perfezionamento del negozio avviene attraverso l'accettazione

<sup>76</sup> SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser per violazione degli obblighi di condotta: la regolamentazione dei mercati finanziari tra funzione ripristinatoria e funzione afflittiva della sanzione*, in *RDS*, 2013, 304, ivi 309.

<sup>77</sup> MANFRELOTTO, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito della società di gestione della Borsa*, in *Riv. it. d. comun.*, 2000, 1007, ivi 1021-1022.

<sup>78</sup> COSTI, *Il mercato mobiliare*, 275; ANNUNZIATA, *Le società di gestione dei mercati*, 1109; GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. impr.*, 2001, 509, ivi 509-510; VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" dei contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 710, ivi 714; MOTTI,  *Mercati regolamentati*, 710-711; DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione del mercato*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2000, 81, ivi 97 e 106.

<sup>79</sup> In particolare, la Consob "rilascia l'autorizzazione ad operare in qualità di mercato regolamentato" (art. 64-*quater*, comma 1, t.u.f.) ed è altresì competente ad approvare eventuali modifiche al Regolamento del mercato regolamentato (art. 64-*quater*, comma 6, t.u.f.).

<sup>80</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina*, 326.

di condizioni generali predisposte unilateralmente dalla società di gestione (cfr. artt. 1341 e 1342 c.c.).

Queste stesse considerazioni vengono estese dalla dottrina anche ai sistemi multilaterali di negoziazione<sup>81</sup>, che per molti aspetti sono assimilabili ai mercati regolamentati, *in primis* per la analoga funzione economica che svolgono: quella di agevolare l'altrui attività di scambio di strumenti finanziari<sup>82</sup>.

Da questa analisi consegue che anche il r.e. EGM è un atto avente natura contrattuale<sup>83</sup>, le cui clausole costituiscono delle condizioni generali di contratto accettate dagli emittenti secondo lo schema del contratto “per adesione”. In particolare, le regole di condotta contenute nel Regolamento di mercato vengono accettate dagli emittenti EGM attraverso la sottoscrizione della domanda di ammissione alla negoziazione dei propri strumenti finanziari<sup>84</sup>: in tale momento, le disposizioni del Regolamento assumono carattere vincolante per le società. In questo senso depone anche il modulo di ammissione a EGM<sup>85</sup> che gli emittenti sono tenuti a compilare: tale modello recita infatti che “*la presente domanda [di ammissione alle negoziazioni] e i rapporti giuridici che ne derivano si intendono disciplinati, ai sensi degli artt. 1341 e 1342 c.c., dal Regolamento Emittenti [...]*”. Inoltre, in fondo al modulo vengono inserite le disposizioni del r.e. EGM e del Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni che, in qualità di clausole “vessatorie”, devono essere specificatamente approvate per iscritto ai sensi dell'art. 1341 c.c. (ed è interessante notare che in tale elenco non compare la clausola di opa endosocietaria di cui all'art. 6-*bis* del r.e. EGM).

In conclusione, è la sottoscrizione della domanda di ammissione che fa sorgere in capo all'emittente EGM l'obbligo di introdurre a statuto la clausola di opa obbligatoria: tale obbligo ha, in virtù di quanto esposto, natura puramente contrattuale.

### 3.2 *La competenza a introdurre la clausola nello statuto*

L'introduzione della clausola di opa endosocietaria all'interno dello statuto dovrà essere deliberata dall'assemblea straordinaria ai sensi dell'art. 2365, comma 1, c.c., con le maggioranze previste per le modificazioni statutarie. Non è consentita l'introduzione della

---

<sup>81</sup> In questo senso SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser*, 312.

<sup>82</sup> Per una panoramica delle analogie fra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, v. MOTTI, *Mercati regolamentati*, 683.

<sup>83</sup> Così anche ANNUNZIATA, *AIM Italia*, 255-256.

<sup>84</sup> In questo senso si è espresso il Collegio dei Proviviri di Borsa Italiana, decisione del 30 settembre 2010, par. 2, con nota di SALAMINA.

<sup>85</sup> Tale modulo è reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

clausola ad opera del consiglio di amministrazione attraverso la delega al consiglio degli “*adeguamenti dello statuto a disposizioni normative*” ex art. 2365, comma 2, c.c. Invero, tale ipotesi di delega consente al consiglio di amministrazione di deliberare modifiche di mero adeguamento dello statuto a norme imperative, introdotte successivamente alla costituzione della società<sup>86</sup>. Ebbene, come argomentato nelle pagine precedenti, l’obbligo di introdurre a statuto la clausola di opzione obbligatoria non discende da una norma imperativa bensì dal Regolamento di mercato, un atto di natura negoziale i cui articoli vanno considerati alla stregua di clausole contrattuali. La delega al consiglio di amministrazione per gli adeguamenti dello statuto a norme imperative è pertanto inapplicabile, e la clausola potrà essere introdotta solo a seguito di una deliberazione assembleare.

### 3.3 *Il diritto di recesso*

L’analisi della clausola di opzione endosocietaria conduce poi a chiedersi se la sua introduzione, modifica o rimozione attribuisca il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione.

A tal proposito, le ipotesi di recesso che potrebbero astrattamente configurarsi sono due: la causa di recesso inderogabile di cui all’art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. (modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione) e la causa di recesso derogabile di cui al comma 2, lett. b), della medesima norma (introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari).

Cominciamo dalla causa di recesso derogabile che scatta a seguito della introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione azionaria (art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.). Come argomentato in precedenza<sup>87</sup>, la clausola di opzione statutaria non costituisce un limite alla circolazione delle azioni ex art. 2355-*bis*. Tuttavia, questo non basta per affermare che essa non determina l’applicazione della causa di recesso in esame. Invero, la dottrina ha evidenziato che sussiste una differenza terminologica fra le espressioni “limiti” e “vincoli” alla circolazione azionaria, utilizzate rispettivamente dall’art. 2355-*bis* c.c. e dall’art. 2437, comma 2, lett. b), c.c. In particolare, l’espressione “vincoli” alla circolazione fa perno sull’aspetto “funzionale” del vincolo, cioè sulla sua “*attitudine [...] a incidere sulla spedita circolazione delle azioni*”. Al contrario, l’espressione “limiti” alla circolazione si riferisce all’aspetto “strutturale” della limitazione, cioè sulla sua idoneità a incidere sul diritto all’iscrizione dell’acquirente a libro

---

<sup>86</sup> È questa l’interpretazione (restrittiva) proposta dalla prevalente dottrina: per tutti, LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L’assemblea*, 78.

<sup>87</sup> V. *supra*, § 2.4.



soci e sull'opponibilità alla società del trasferimento<sup>88</sup>. Ne consegue che l'area di applicazione delle due norme non è del tutto sovrapponibile: quanto al diritto di recesso, esso potrà cioè sorgere anche in caso di introduzione, rimozione e modifica di clausole che non sono a rigore riconducibili all'art. 2355-*bis*<sup>89</sup>. In ossequio alla distinzione terminologia menzionata poc' anzi, per determinare la spettanza o meno del diritto di recesso *ex art.* 2437, comma 2, lett. b), c.c. sarà necessario valutare gli effetti concreti che la clausola produce per “*gli interessi dei soci e la loro possibilità di disinvestire*”. Qualora tali effetti vi siano, e siano rilevanti, allora la relativa deliberazione assembleare dà corso al recesso<sup>90</sup>.

Tornando al nostro caso, è da escludere che l'introduzione, modificazione o rimozione della clausola di opa endosocietaria possa determinare il recesso a favore degli azionisti che non hanno concorso all'approvazione della delibera. Come argomentato in precedenza, infatti, essa non solo non costituisce un limite alla circolazione *ex art.* 2355-*bis* c.c., ma opera proprio su un piano separato rispetto a quello della libera circolazione delle azioni. Del resto, essa non limita affatto la libertà dei soci di disinvestire (limitazione che è alla base del riconoscimento del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c.); al contrario, la potenzia. Per completezza va ricordato che, quand'anche la causa di recesso in esame si configurasse, è prassi negli statuti delle società prevedere che non spetti il diritto di recesso per le cause previste dall'art. 2437, comma 2, c.c. (trattandosi di ipotesi di recesso derogabili)<sup>91</sup>.

Problemi diversi pone la causa di recesso per modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione. La formulazione della norma è quanto mai ambigua<sup>92</sup>, potenzialmente molto ampia, e ha dato vita a una ricca elaborazione dottrinale e giurisprudenziale. Al riguardo, la giurisprudenza e parte della dottrina più recenti si sono orientate nel senso di restringere l'ambito applicativo della norma<sup>93</sup>.

Con riferimento ai “diritti di partecipazione”, la giurisprudenza ha chiarito che essi non comprendono i diritti amministrativi (o corporativi), ma solamente “*i diritti di natura*

---

<sup>88</sup> STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 622.

<sup>89</sup> Per esempio, parte di quella dottrina che non riconduce le clausole di *tag-along* al 2355-*bis* afferma che esse comunque “incidono” sulla libera circolazione delle partecipazioni e possono pertanto ricevere la disciplina dell'art. 2437 c.c. (DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no*, 340).

<sup>90</sup> STANGHELLINI, *Art. 2355-bis c.c.*, 623; BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria*, in *Riv. not.*, 2005, 453, *ivi* 480-481.

<sup>91</sup> Così FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 78.

<sup>92</sup> Paradossalmente, questo è l'unico aspetto della norma su cui dottrina e giurisprudenza hanno sempre concordato (VIETTI, *Le società di capitali*, 232).

<sup>93</sup> LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Soc.*, 2015, 1276, *ivi* 1278; VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, II, 2015, 1053, *ivi* 1062. In giurisprudenza, App. Brescia, 2 luglio 2014, confermata (sebbene con diversa motivazione) da Cass. civ., 1 giugno 2017, n. 13875; Cass. civ., 22 maggio 2019, n. 13845.

*economica, dunque [i] diritti di partecipazione agli utili*<sup>94</sup>. Anche perché se interpretata in senso lato, l'espressione "diritti di partecipazione" sarebbe potenzialmente idonea ad attribuire il diritto di recesso a seguito di qualunque modifica statutaria<sup>95</sup> (poiché ogni modifica è di fatto idonea a incidere sulla posizione e quindi sulla partecipazione, se intesa in senso ampio, dei soci alla società).

Anche con riguardo ai "diritti di voto" l'orientamento dominante si esprime nel senso di restringere la portata della formulazione normativa. Invero, non solo il recesso non è consentito nel caso di modifica di diritti diversi da quelli di voto, ma non è consentito neppure se la modifica incide sui diritti di voto in maniera soltanto "riflessa", cioè nei casi di modifiche che sul diritto di voto si riverberano o a cui si collegano. Deve quindi trattarsi di modifiche "di diritto", a nulla rilevando modifiche che incidano solo di mero fatto sul potere di voto dei soci, ove per modifiche di fatto si intendono modifiche che non alterano i diritti incorporati nelle singole azioni, ma fanno sì che uno o più azionisti vengano a trovarsi concretamente in una posizione peggiore rispetto a quella preesistente<sup>96</sup>. Viene così escluso il diritto di recesso nel caso di modifica dei *quorum* assembleari<sup>97</sup>, come nel caso di mutamento del sistema di amministrazione e controllo, che potrebbe incidere indirettamente sul diritto di voto dei soci (ad esempio, nel caso di passaggio dal sistema tradizionale a quello dualistico, i soci perderebbero il diritto di voto per l'approvazione del bilancio e per la nomina dell'organo di controllo)<sup>98</sup>.

Venendo all'applicazione di questi principi all'ipotesi di introduzione della clausola di opzione obbligatoria, è da escludere che essa possa attribuire il diritto di recesso per modifica dei diritti di partecipazione. Infatti, la clausola di opzione obbligatoria non incide in alcun modo sui diritti (patrimoniali) dei soci di partecipazione agli utili.

Più complessa appare l'analisi con riguardo al recesso per modificazione dei diritti di voto. La clausola statutaria in esame dispone infatti che la violazione dell'obbligo di opzione comporta la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente la soglia rilevante. La clausola appare senz'altro idonea a incidere sui diritti di voto (comprimendoli) dell'azionista che superi la soglia rilevante senza lanciare l'opzione obbligatoria; bisogna dunque chiedersi se tale incidenza

---

<sup>94</sup> Cass. civ., 1 giugno 2017, n. 13875, cit., e più di recente Trib. Venezia, 26 febbraio 2021.

<sup>95</sup> ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, I, 2014, 865, ivi 871.

<sup>96</sup> VENTORUZZO, *Modifiche*, 1060.

<sup>97</sup> Cass. civ., 1 giugno 2017, n. 13875, cit.

<sup>98</sup> VIETTI, *Le società di capitali*, 236; STELLA RICHTER JR, *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 383, ivi 390.

sia diretta oppure meramente “di fatto”, nel qual caso il diritto di recesso non spetterebbe, come chiarito dall’approfondita elaborazione giurisprudenziale e dottrinale sul tema.

Riprendendo la nozione di modifiche “di fatto” proposta da Ventoruzzo<sup>99</sup>, è possibile affermare con ragionevole sicurezza che la clausola di opa obbligatoria, e più in particolare la sanzione della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente da essa comminata, costituisce una modifica di mero fatto dei diritti di voto e quindi non attribuisce ai soci dissenzienti il diritto di recesso *ex art. 2437*, comma 1, lett. g), c.c.

Innanzitutto, la limitazione al diritto di voto introdotta dalla clausola di opa obbligatoria è meramente potenziale, giacché essa scatta solo al superamento della soglia rilevante non accompagnato dalla relativa comunicazione e dal lancio dell’offerta. Ma soprattutto, tale limitazione non pregiudica propriamente il diritto di voto incorporato nelle singole azioni della società; al contrario, essa determina più in generale un’alterazione della posizione dell’azionista che superi determinate quote di capitale sociale. Non a caso, lo stesso Autore annovera fra i limiti “di fatto” (che non attribuiscono il diritto di recesso) anche l’introduzione di limiti quantitativi all’esercizio del diritto di voto *ex art. 2351 c.c.*<sup>100</sup>: come si vedrà *infra*<sup>101</sup>, la sanzione comminata dalla clausola di opa obbligatoria può considerarsi alla stregua di un limite quantitativo di quel tipo.

Tale soluzione è del resto in linea con l’orientamento ormai prevalente della dottrina e della giurisprudenza volto a ridimensionare la portata applicativa della causa di recesso in esame, per evitare che il diritto di recesso sorga in maniera “*pressoché costante*”<sup>102</sup> a seguito di qualunque modifica statutaria idonea ad incidere sulle posizioni dei soci.

L’analisi consente quindi di concludere che l’introduzione, modificazione o rimozione della clausola di opa endosocietaria non innesca alcuna causa di recesso, derogabile né inderogabile. Infatti, da un lato il meccanismo dell’opa obbligatoria non intacca la libera circolazione delle azioni; dall’altro non incide neppure sui diritti di voto o di partecipazione, per come intesi dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

---

<sup>99</sup> Come anticipato, l’Autore definisce le modifiche “di fatto” dei diritti di voto o di partecipazione come le modifiche che “*non alterano i diritti incorporati nella singola azione*”, ma all’esito delle quali “*un azionista o un gruppo di azionisti viene a trovarsi concretamente in una posizione diversa, e generalmente deteriore, rispetto a quella in cui era*” (VENTORUZZO, *Modifiche*, 1060).

<sup>100</sup> VENTORUZZO, *Modifiche*, 1061.

<sup>101</sup> § 5.1.

<sup>102</sup> Così Trib. Roma, 30 aprile 2014, che ha ritenuto non sussistente il diritto di recesso a seguito di una modifica del meccanismo del voto di lista che aveva introdotto soglie più alte per la presentazione delle liste, pregiudicando di fatto la posizione dei soci di minoranza.

### 3.4 *La modificazione della clausola*

Ai sensi dell'art. 6-*bis* del r.e. EGM gli emittenti devono introdurre nei propri statuti la clausola di opa obbligatoria nella esatta formulazione di cui alla Scheda Sei, ma non è tutto; infatti, la stessa norma dispone che “*nel caso di successiva modifica da parte di Borsa Italiana delle previsioni di cui alla Scheda Sei, le corrispondenti previsioni statutarie dell'emittente Euronext Growth Milan dovranno essere modificate e adeguate alla nuova formulazione delle stesse alla prima occasione utile*”. Il che obbliga gli emittenti EGM (*rectius*, i loro amministratori e l'*Euronext Growth Advisor*) a “monitorare” il modello di clausola contenuto nella Scheda Sei e ad attivarsi, nel caso in cui la formulazione della clausola venga modificata, recependo il testo novellato nei propri statuti alla prima occasione utile.

Il tema assume rilevanza considerando che, essendo richiesta dal Regolamento di mercato, la corrispondenza fra la formulazione della clausola contenuta negli statuti degli emittenti e quella del modello di cui alla Scheda Sei costituisce un obbligo contrattuale degli emittenti nei confronti di Borsa Italiana. Ne consegue che un'eventuale difformità di formulazione configura un inadempimento (anche se l'utilizzo di questo termine potrebbe essere improprio<sup>103</sup>) che la società di gestione potrebbe astrattamente far valere nei confronti dell'emittente, attivando le procedure previste dal Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni<sup>104</sup>.

Pertanto, è consigliabile che l'emittente inserisca l'adeguamento della clausola statutaria alla nuova formulazione come materia all'ordine del giorno della prima assemblea straordinaria successiva alla modifica della Scheda Sei da parte di Borsa Italiana. Qualora l'assemblea straordinaria sia già stata convocata sarà sufficiente un'integrazione dell'ordine del giorno da parte degli amministratori, e, ove gli amministratori non vi provvedano autonomamente, la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno potrà provenire anche da una minoranza qualificata. Infatti, nonostante l'art. 126-*bis* t.u.f. (norma espressamente dedicata

---

<sup>103</sup> TRISCORNIA, *Il gioco dell'OPA all'AIM*, 811 sottolinea che il rispetto del Regolamento di mercato non costituisce una prestazione in senso tecnico che gli emittenti devono adempiere nei confronti della controparte contrattuale Borsa Italiana; cionondimeno, Borsa Italiana nutre senz'altro un interesse specifico a che gli impegni assunti dagli emittenti siano rispettati. Più in generale, parte della dottrina ha evidenziato che l'applicazione pedissequa degli schemi contrattuali ai rapporti fra società di gestione del mercato e aderenti potrebbe rivelarsi insoddisfacente, posto che gli obiettivi della normativa t.u.f. e i poteri che essa assegna alla società di gestione vanno oltre le regole che si potrebbero desumere dal Codice civile, derogandole in parte (così VENTORUZZO, *Natura giuridica*, 719).

<sup>104</sup> In caso di violazione delle disposizioni dei Regolamenti EGM, tale Manuale consente a Borsa Italiana di applicare delle sanzioni di gravità crescente (in considerazione della gravità della violazione), a partire da un semplice richiamo scritto fino ad arrivare alla revoca dell'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari dell'emittente inadempiente.

all'integrazione dell'ordine del giorno) non si applichi agli emittenti EGM, la dottrina ritiene che nelle società non quotate su mercati regolamentati gli amministratori debbano comunque prendere in considerazione eventuali richieste di integrazione provenienti da minoranze qualificate. Invero, secondo questa dottrina, da un lato la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno in società non quotate su mercati regolamentati va riqualficata come richiesta ai sensi dell'art. 2367 c.c.<sup>105</sup> (applicabile a tutte le S.p.A.), che disciplina la convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza; dall'altro lato, esigenze di efficienza organizzativa rendono in ogni caso doverosa l'integrazione da parte degli amministratori, piuttosto che la fissazione di una successiva autonoma seduta assembleare<sup>106</sup>.

Ad ogni modo, credo che la richiesta di integrazione potrà verosimilmente provenire da una maggioranza qualificata ove il modello di clausola di opa obbligatoria sia stato modificato da Borsa Italiana in senso particolarmente favorevole per gli azionisti di minoranza. Infatti, per gli emittenti EGM, ai quali non si applica la disciplina del t.u.f., la fonte dell'opa obbligatoria è solo ed esclusivamente la clausola statutaria, e non il Regolamento di mercato. L'art. 6-*bis* del Regolamento costituisce solo il presupposto in base al quale la clausola di opa obbligatoria viene recepita dagli emittenti, ma l'obbligo di opa vero e proprio in capo all'azionista di maggioranza discenderà solo dallo statuto<sup>107</sup>. Ne consegue che fintanto che la clausola contenuta nello statuto non sarà modificata in ottemperanza alla (eventuale) nuova formulazione propugnata da Borsa Italiana, l'emittente e i suoi azionisti rimarranno vincolati al testo precedente. In presenza di un nuovo testo particolarmente favorevole per le minoranze (e magari meno favorevole per l'azionista di maggioranza), queste ultime avranno perciò grande interesse a che la clausola statutaria venga riformulata; a tal fine, potranno avvalersi dell'art. 2367 c.c. tanto per convocare un'assemblea straordinaria *ad hoc*, quanto per integrare l'ordine del giorno di un'assemblea straordinaria eventualmente già fissata.

---

<sup>105</sup> A seconda dei casi, pertanto, la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno potrà provenire da tanti soci che rappresentino il decimo del capitale sociale oppure il ventesimo (se si tratta di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio). Come rilevato *supra*, Capitolo I, § 2.3, incrociando i dati reperiti sui siti *web* istituzionali di Borsa Italiana e della Consob, risulta che attualmente 22 emittenti EGM soddisfano i requisiti dettati dalla Consob per essere considerati società con azioni diffuse (e che quindi fanno ricorso al mercato del capitale di rischio *ex art. 2325-bis c.c.*).

<sup>106</sup> In questo senso LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L'assemblea*, 125.

<sup>107</sup> La dottrina è unanime sul punto: ANNUNZIATA, "Il migliore dei mondi possibili?", 1213; TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, 811-812; FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 68.

### 3.5 *L'eliminazione del "rinvio mobile"*

La versione originaria della clausola di opa endosocietaria di cui alla Scheda Sei includeva questa frase: *“La disciplina richiamata è quella in vigore al momento in cui scattano gli obblighi in capo all'azionista”*. Tale inciso era stato qualificato in termini di “rinvio mobile”<sup>108</sup>: esso faceva sì che eventuali modifiche alla disciplina del t.u.f. richiamata si applicassero automaticamente anche agli emittenti EGM (il criterio rilevante per la determinazione della disciplina applicabile era dato dal momento in cui sorgeva l'obbligo di lanciare l'offerta). Senonché, tale inciso è stato eliminato attraverso una riformulazione della clausola entrata in vigore nel 2020.

La clausola di rinvio mobile era stata accolta con favore da parte della dottrina, secondo la quale tale clausola risolveva i problemi legati alla modifica della disciplina dell'opa obbligatoria contenuta nel t.u.f. (come avvenuto in particolare nel 2014), consentendo un'automatica trasposizione di dette modifiche all'interno del mercato EGM<sup>109</sup>. Altra dottrina aveva invece sottolineato che la clausola di rinvio mobile avrebbe potuto essere ritenuta invalida poiché comportava, nel caso di modifica delle norme richiamate, una modifica dello statuto in deroga al procedimento previsto in via imperativa agli artt. 2436 ss. c.c. Secondo questa impostazione, il rinvio mobile rimetteva sostanzialmente a un terzo (il legislatore ordinario) la possibilità di modificare lo statuto dell'emittente EGM<sup>110</sup>.

A fronte dell'eliminazione della clausola di rinvio mobile, non si pongono più le problematiche relative a una possibile modifica surrettizia dello statuto nel caso di modifica delle norme del t.u.f. ivi richiamate. Si riapre però la questione che il rinvio mobile aveva risolto in radice: in sua assenza, nel caso in cui le norme del t.u.f. sull'opa obbligatoria vengano modificate, quale versione si applica agli emittenti EGM per effetto della clausola di opa endosocietaria?

Per rispondere a questa domanda occorre rifarsi alle considerazioni espresse dalla dottrina che ha analizzato nello specifico la portata delle clausole statutarie di rinvio a norme di legge vigenti<sup>111</sup>. Al riguardo, occorre distinguere tra clausole “di stile”, che fanno generico rinvio alla legge vigente<sup>112</sup>, e clausole che invece rimandano a specifiche disposizioni legislative. La clausola di opa endosocietaria non può essere considerata una clausola meramente di stile; al contrario, essa fa rinvio a disposizioni ben determinate (ancora meglio determinate dopo la

---

<sup>108</sup> TRISCORNIA, *Il “gioco dell'OPA” all'AIM*, 819.

<sup>109</sup> V. nota precedente.

<sup>110</sup> In questo senso si era espresso FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 68.

<sup>111</sup> STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto*, 301.

<sup>112</sup> Ad esempio: “per quanto non espressamente disposto dallo statuto, si applica il Codice civile”. Tali clausole hanno, di fatto, valore precettivo nullo (STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto*, 303).

modifica dell'art. 6-*bis* del r.e. EGM avvenuta nel 2016), che le danno contenuto, e che vengono così cristallizzate nello statuto. Seguendo l'orientamento della dottrina esposto poc'anzi, per effetto della modifica del r.e. EGM in analisi il rinvio effettuato dallo statuto alla disciplina legislativa dell'opa obbligatoria non può più essere inteso come rinvio mobile, ma come rinvio fisso. Le norme del t.u.f. richiamate divengono quindi parte integrante dello statuto dell'emittente, e la modifica o abrogazione delle prime non si riverbera automaticamente sul secondo<sup>113</sup>.

Deve in ogni caso riconoscersi che la questione non ha avuto ancora risvolti pratici significativi, e questo probabilmente per due motivi. *In primis* perché la clausola di rinvio mobile è stata espunta dalla Scheda Sei solo nel 2020, e a partire da quella data le norme del t.u.f. in materia di opa obbligatoria non hanno subito modifiche significative. In secondo luogo, proprio perché la clausola di rinvio mobile era presente all'interno della Scheda Sei fino a tempi recenti, molti statuti di emittenti EGM ancora la contengono. Tali emittenti non hanno cioè ancora provveduto all'adeguamento della propria clausola di opa statutaria alla modifica introdotta da Borsa Italiana (come pure richiesto dall'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato). E dal momento che, come esposto in precedenza, lo statuto è l'unica fonte dell'opa obbligatoria all'interno di EGM, fintanto che gli emittenti non provvederanno alla modifica delle proprie clausole di opa endosocietaria il rinvio mobile continuerà ad applicarsi.

### 3.6 *Le deviazioni dal modello: la fissazione di una soglia diversa da quella richiesta dal Regolamento di mercato*

Prima di passare all'analisi dello svolgimento vero e proprio dell'offerta, residuano due ultime questioni da trattare. Esse riguardano casi in cui gli statuti degli emittenti EGM hanno recepito la clausola di opa statutaria in maniera non del tutto fedele al modello di cui alla Scheda Sei del Regolamento di mercato. In particolare, il primo caso concerne la soglia rilevante ai fini dell'obbligo di opa, mentre il secondo riguarda il richiamo all'obbligo e al diritto di acquisto disciplinati dal t.u.f.

Come già ricordato, l'art. 106, comma 1-*ter*, t.u.f. consente agli statuti delle PMI di fissare la soglia rilevante ai fini dell'opa obbligatoria in misura diversa dal 30%, purché compresa fra il 25% e il 40%. Tale norma è applicabile anche agli emittenti EGM in virtù del richiamo operato dal Regolamento di mercato, come chiarito da Borsa Italiana<sup>114</sup>.

---

<sup>113</sup> V. ancora STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto*, 305.

<sup>114</sup> Avviso del 9 luglio 2015, n. 12007.

Ebbene, dall'analisi di alcuni statuti di società quotate su EGM risulta che una di esse, nel recepire la clausola di opa statutaria, ha fissato la soglia rilevante in misura superiore al 40%. Ci si riferisce in particolare all'art. 8 dello statuto di Ambromobiliare S.p.A., che condiziona l'obbligo di opa al superamento della soglia del 50% del capitale sociale.

Clausole di questo tipo contravvengono senz'altro alle prescrizioni del r.e. EGM, ma non possono per ciò solo considerarsi invalide<sup>115</sup>. Come più volte ripetuto, è lo statuto l'unica fonte dell'opa obbligatoria per gli emittenti EGM; il Regolamento di mercato pone semplicemente l'obbligo in capo agli emittenti di introdurre a statuto la clausola di opa endosocietaria. Tale obbligo spiega i suoi effetti unicamente fra l'emittente e il gestore del mercato (art. 1372 c.c.): eventuali sue violazioni non possono pertanto avere conseguenze dirette (in termini di invalidità) sulle clausole dello statuto sociale, che vigono anche nei confronti dei soci.

La fissazione della soglia rilevante in misura superiore al 30% (40% nel caso delle PMI, ai sensi dell'art. 106, comma 1-*bis*, t.u.f.) si pone però pur sempre in violazione dell'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato, nella parte in cui prescrive che la clausola di opa statutaria deve rifarsi pedissequamente al modello di clausola contenuto nella Scheda Sei. Tra l'altro, Borsa Italiana ha avuto modo di precisare<sup>116</sup> che l'accertamento di questa particolare violazione comporta la sospensione delle negoziazioni degli strumenti finanziari *ex art. 40* del r.e. EGM<sup>117</sup>; inoltre, ove la sospensione si protragga per più di sei mesi, Borsa Italiana dispone la revoca dell'emittente dalla quotazione.

Non sembra però che Borsa Italiana abbia intrapreso alcuna azione al riguardo; si tratta, presumibilmente, di una questione destinata ad emergere nel momento in cui la soglia rilevante del 30% del capitale sociale dell'emittente verrà superata. In tale momento, infatti, contrariamente a quanto vorrebbe il Regolamento di mercato, non sorgerà in capo allo scalatore l'obbligo di lanciare l'opa.

### 3.7 (segue) Il richiamo all'obbligo e al diritto di acquisto (rinvio)

La seconda tipologia di deviazione dal modello di clausola di opa endosocietaria concerne l'obbligo e il diritto di acquisto previsti dal t.u.f. In particolare, nonostante il Regolamento di mercato non lo richieda, la maggior parte degli emittenti EGM ha richiamato nei loro statuti non solo gli artt. 106 e 109 t.u.f., ma anche gli artt. 108 e 111 t.u.f. Queste ultime due norme

---

<sup>115</sup> Così anche FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 68, con riferimento proprio allo statuto di Ambromobiliare S.p.A.

<sup>116</sup> V. nota precedente.

<sup>117</sup> A mente di tale norma, "Borsa Italiana può sospendere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari Euronext Growth Milan dove: [...] ritiene che l'emittente Euronext Growth Milan non rispetti il Regolamento".



prevedono rispettivamente un diritto di *sell-out* e di *squeeze-out* al superamento di determinate soglie di capitale sociale.

Il rinvio statutario agli artt. 108 e 111 t.u.f. da parte degli emittenti EGM solleva degli interessanti problemi di diritto societario; trattandosi di società non quotate su mercati regolamentati, infatti, è necessario indagare se lo statuto possa validamente assoggettare l'azionariato al *sell-out* e allo *squeeze-out*, istituti pensati dal legislatore solo per le società quotate sul listino principale. Per risolvere il quesito è necessario indagare se vi siano degli istituti di diritto societario comune a cui i richiami statutari agli artt. 108 e 111 t.u.f. possano essere ricondotti: il tema sarà oggetto del Capitolo III del presente elaborato.

## 4 Il procedimento di offerta

### 4.1 Il superamento delle soglie rilevanti

L'obbligo di lanciare l'opa totalitaria sugli strumenti finanziari dell'emittente EGM può sorgere a seguito: (i) del superamento della soglia determinata ai sensi dell'art. 106, commi 1, 1-*bis* e 1-*ter* t.u.f.; (ii) di acquisti di partecipazioni o maggiorazioni di diritti di voto in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altro emittente EGM (c.d. opa "a cascata" ex art. 106, comma 3, lett. a), t.u.f.); (iii) di acquisti di partecipazioni o maggiorazioni di diritti di voto superiori al 5% da parte di chi detiene già una partecipazione superiore alla soglia rilevante (c.d. opa "incrementale" ex art. 106, comma 3, lett. a), t.u.f., sempreché lo statuto non ne abbia escluso l'applicazione per i primi cinque anni successivi alla quotazione ai sensi del comma 3-*quater* della medesima norma).

Nel silenzio del Regolamento di mercato, è da ritenersi che sia il consiglio di amministrazione l'organo competente ad accertare il superamento della soglia e il conseguente obbligo per l'azionista rilevante di lanciare l'opa. Ciò appare coerente con la competenza "complementare" dell'organo amministrativo a far valere, in caso di inottemperanza, la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente<sup>118</sup>.

Nelle società soggette per legge alla disciplina del t.u.f., l'accertamento del superamento della soglia rilevante ai fini dell'opa obbligatoria è facilitato dalla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari di cui agli artt. 120 ss. t.u.f., che impone obblighi di *disclosure* in capo ai soggetti che detengano partecipazioni in emittenti quotati superiori a determinate soglie. Tali norme non si applicano agli emittenti EGM, ma il Regolamento di mercato ha cercato di

---

<sup>118</sup> Su questo v. più diffusamente *infra*, § 5.1.

supplire a questa rilevante lacuna. In particolare, il Regolamento precisa che la disciplina sulla trasparenza<sup>119</sup> contenuta all'interno del t.u.f. “*si considera applicabile anche agli emittenti Euronext Growth Milan limitatamente alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti*”. Inoltre, l'art. 17 del r.e. EGM obbliga gli emittenti a comunicare senza indugio e a mettere a disposizione del pubblico qualunque “*cambiamento sostanziale*” comunicato dagli azionisti, ove per cambiamento sostanziale si intende il superamento di determinate soglie di capitale sociale fissate dal r.e. EGM<sup>120</sup> in misura sostanzialmente coincidente con le soglie che fanno scattare gli obblighi di comunicazione ai sensi del t.u.f.

Gli emittenti EGM hanno quindi sviluppato la prassi di includere nei propri statuti l'obbligo in capo agli azionisti di comunicare alla società il superamento delle soglie rilevanti, pena la sospensione del diritto di voto per le partecipazioni ultra-soglia. Va però rilevato che nel mercato EGM non vi sono organi o autorità che possano dare effettività a queste regole, contrariamente al listino principale, ove gli obblighi di trasparenza si accompagnano a penetranti poteri ispettivi in capo alla Consob. Per di più, nel mercato EGM manca anche un regime di pubblicità dei patti parasociali analogo a quello previsto dall'art. 122 t.u.f. per le società quotate su mercati regolamentati: l'unica norma che potrebbe venire in rilievo è l'art. 2341-ter c.c., che prevede un regime di pubblicità dei patti parasociali per le società che fanno ricorso al capitale di rischio<sup>121</sup>. Tuttavia, come già rilevato, sono solo 22 gli emittenti EGM che si qualificano come emittenti azioni diffuse e che quindi fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ai sensi dell'art. 2325-bis; di conseguenza, nella stragrande maggioranza delle società quotate su EGM i patti parasociali possono potenzialmente rimanere nell'ombra. Il che rende estremamente difficoltoso accertare la sussistenza di acquisti di concerto, che pure rilevano ai fini dell'opa ai sensi dell'art. 109 t.u.f. (richiamato espressamente dalla clausola di opa endosocietaria).

#### 4.2 *Il lancio dell'offerta*

Lasciate da parte le questioni inerenti all'effettività del sistema menzionate nel paragrafo precedente, analizziamo ora la fase procedimentale vera e propria. L'azionista che superi le soglie richiamate nel paragrafo precedente è tenuto a (i) comunicare il superamento della soglia

---

<sup>119</sup> V. la definizione di “disciplina sulla Trasparenza” di cui al Glossario del r.e. EGM.

<sup>120</sup> Si tratta in particolare delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90% del capitale sociale (v. la definizione di “cambiamento sostanziale” contenuta nel Glossario del r.e. EGM). L'obbligo di comunicazione sussiste anche nei casi di riduzione della partecipazione al di sotto delle predette soglie.

<sup>121</sup> V. ancora TRISCORNIA, *Il “gioco dell'OPA” all'AIM*, 823, e ANNUNZIATA, *AIM Italia*, 256.

al consiglio di amministrazione e (ii) lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli dell'emittente.

La comunicazione al consiglio di amministrazione riecheggia la comunicazione che, nel listino principale, deve essere indirizzata alla Consob ai sensi dell'art. 102, comma 1, t.u.f. Non a caso, il Regolamento di mercato dichiara applicabile anche tale norma agli emittenti EGM, e lo stesso dicasi per l'art. 37 del r.e. Consob, che detta il contenuto necessario della comunicazione da indirizzare (nel caso di emittenti EGM) al consiglio di amministrazione.

A questo punto, ai sensi dell'art. 6-*bis* del r.e. EGM l'offerente è tenuto a pubblicare un documento d'offerta redatto secondo gli stessi schemi previsti dal r.e. Consob<sup>122</sup> per le offerte su titoli quotati sul listino principale. Da più parti<sup>123</sup> sono state segnalate le criticità legate all'infelice collocazione di questo obbligo: esso è infatti sancito non già dalla clausola di opa statutaria, bensì dal Regolamento di mercato, che in quanto tale vincola solo l'emittente e non anche l'offerente. E tali criticità evidenziano la difficoltà di regolare un fenomeno complesso, come l'opa, all'interno di una clausola statutaria, la quale per sua natura è destinata ad essere sintetica.

Infine, per evitare confusione, l'art. 6-*bis* richiede che il documento d'offerta rechi la dicitura “*Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto del presente documento*”. Tale dicitura va riportata in posizione preminente e in grassetto, invitando così il lettore a soppesare il contenuto del documento con particolare attenzione, e ricordandogli che esso non è stato sottoposto ad alcun controllo omologatorio.

#### 4.3 *Lo svolgimento dell'offerta e l'autorità competente a vigilare su di essa*

L'art. 6-*bis* specifica che l'offerente è tenuto alla pubblicazione del documento d'offerta anche ove ciò non sia richiesto dalla legge. Il che implicitamente vale a riconoscere che, in alcuni casi, è possibile che la pubblicazione di tale documento sia effettivamente richiesta dalla legge (come per le opa regolate dal t.u.f.) pur trattandosi di un'opa lanciata su un emittente non quotato su un mercato regolamentato.

Invero, una volta pubblicato il documento d'offerta, lo svolgimento della stessa può seguire due strade alternative a seconda che essa ricada o meno nella nozione di “offerta pubblica di acquisto o di scambio” prevista dall'art. 1, comma 1, lett. v), t.u.f.<sup>124</sup>. Tale nozione non richiede

---

<sup>122</sup> V. All. 2A del r.e. Consob.

<sup>123</sup> TRISCORNIA, *Il “gioco dell'OPA all'AIM”*, 812; FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 80.

<sup>124</sup> Si tratta di qualunque offerta finalizzata all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari, rivolta ad almeno 150 soggetti e il cui corrispettivo totale sia almeno pari a 8 milioni di euro (v. art. 34-*ter*, comma 1, r.e. Consob).

che l'offerta sia lanciata su un emittente quotato su un mercato regolamentato, potendo quindi ricomprendere anche le offerte lanciate su emittenti EGM.

Ebbene, l'offerta lanciata su un emittente EGM che ricade all'interno dei parametri previsti dal t.u.f. è soggetta alle norme del Testo Unico e regolamentari in materia di opa, e quindi alla vigilanza della Consob; in caso contrario, all'offerta sovrintende il *Panel* secondo le regole dettate dal r.e. EGM. A conferma di ciò, l'art. 6-*bis* del r.e. EGM dispone che il periodo di adesione all'offerta è concordato con Borsa Italiana o con la Consob nel caso di offerte pubbliche sottoposte alla sua vigilanza.

La radicale diversità di ruoli impone un'analisi separata dello svolgimento dell'offerta, a seconda che essa soggiaccia alla supervisione del *Panel* o della Consob.

#### 4.4 *La vigilanza del Panel: richiamo al modello inglese*

Il *Panel* è un organismo composto da tre membri, nominati da Borsa Italiana tra persone indipendenti e con elevate competenze in materia di mercati finanziari<sup>125</sup>. Nella prospettiva del Regolamento di mercato, si tratta dell'organismo che dovrebbe svolgere le funzioni di vigilanza sulle opa obbligatorie all'interno del mercato EGM. Il nome scelto da Borsa Italiana è senza dubbio ispirato all'omonimo organismo a presidio delle offerte pubbliche d'acquisto nel Regno Unito: il *UK Takeover Panel*, che presidia il mercato del controllo inglese applicando il fondamentale *City Code on Takeovers and Mergers* (di qui in avanti, il *City Code*). La peculiare origine ed evoluzione storica del *UK Takeover Panel*, nonché il ruolo e le funzioni da esso esercitate non consentono però di porlo sullo stesso piano rispetto al *Panel* previsto dal r.e. EGM. Per rendersene conto, basta richiamare anche solo brevemente le varie fasi attraverso cui il *UK Takeover Panel* si è affermato.

Come accennato, il *UK Takeover Panel* amministra le offerte pubbliche di acquisto sulla base del *City Code*, la corposa disciplina delle opa che si applica agli emittenti quotati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione inglesi<sup>126</sup>. Emerge qui la prima differenza rispetto al *Panel* nostrano, che esercita le proprie funzioni solo nell'ambito di EGM e non anche di mercati regolamentati.

Bisogna poi ricordare che il *City Code* nacque come strumento di auto-regolazione: la prima versione venne pubblicata nel 1968 dietro pressioni crescenti da parte degli investitori

---

<sup>125</sup> Il mandato dei componenti del *Panel* dura tre anni, e qualora uno dei membri cessi l'incarico prima della scadenza Borsa Italiana provvede alla nomina di un sostituto; tale nomina ha effetto sino alla scadenza del collegio in carica. Borsa Italiana nomina anche il presidente del *Panel* fra i tre membri designati (v. art. 6-*bis* del r.e. EGM).

<sup>126</sup> V. *Introduction*, § 3(a)(i) del *City Code*.

istituzionali, che desideravano da un lato porre un freno alle misure difensive adottate sistematicamente dai consigli di amministrazione degli emittenti per ostacolare le scalate ostili, e dall'altro colmare un vuoto di disciplina che aveva generato molte (e costose, per gli investitori) incertezze applicative in giurisprudenza<sup>127</sup>. L'influenza degli investitori istituzionali nella redazione del *City Code* si tradusse in un *corpus* normativo il cui obiettivo principale è, ancora oggi, quello di assicurare l'equo trattamento degli azionisti in occasione di un'offerta pubblica di acquisto<sup>128</sup>.

In quanto strumento di auto-regolamentazione, adottato da una Commissione composta da esponenti dei vari attori del mercato, il *City Code* non aveva forza di legge e lo stesso valeva per le decisioni del *UK Takeover Panel*, organismo preposto sin da subito all'interpretazione e applicazione del *City Code*. L'unico strumento utilizzabile dal *Panel* per assicurare l'osservanza delle regole era costituito dalla “*public censure*”, che faceva leva sulla reputazione degli emittenti all'interno della comunità finanziaria<sup>129</sup>.

Pertanto, negli anni il *Panel* cercò di dare effettività alle norme del *City Code* coinvolgendo i vari attori del settore, e spingendoli alla *compliance* volontaria dietro “minaccia” di escluderli dalla comunità finanziaria nel caso di violazioni particolarmente gravi. Questa pressione spiegò indirettamente i suoi effetti anche sugli emittenti, che temevano soprattutto di non poter più avere accesso alla leva finanziaria qualora non avessero ottemperato alle regole del *City Code*. In questa fase le banche di investimento, in qualità di *advisor* finanziari degli emittenti, giocarono quindi un ruolo cruciale nel far sì che i propri clienti si conformassero al sistema<sup>130</sup>. Il *City Code* rimase per anni un insieme di regole su base volontaria sino al recepimento della Direttiva 2004/25/CE (c.d. Direttiva opa) da parte del Regno Unito attraverso il *Companies Act* del 2006. Tale normativa ha attribuito forza di legge alle disposizioni del *City Code* e al ruolo del *UK Takeover Panel* come autorità di supervisione delle offerte e di interpretazione e applicazione del *City Code*<sup>131</sup>. Nei fatti, come da più parti sottolineato<sup>132</sup>, è cambiato poco: il meccanismo di *self-regulation* che si era affermato negli anni già garantiva il rispetto delle

---

<sup>127</sup> JOHNSTON, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, in 66 *Cambridge L.J.*, 422-460 (2007), *ivi* 442.

<sup>128</sup> ARMOUR e SKEEL, *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*, in 30 *Regulation*, 50-59 (2007), *ivi* 56. V. anche *Introduction*, § 2(a) del *City Code*.

<sup>129</sup> JOHNSTON, *Takeover Regulation*, 444.

<sup>130</sup> V. nota precedente.

<sup>131</sup> Si segnala, per completezza, che il *UK Takeover Panel* ha anche il potere di apportare modifiche al *City Code*: tale funzione è appannaggio di una sottocommissione dell'organo, la c.d. *Code Committee*. Una panoramica del ruolo di tale sottocommissione è disponibile sul sito istituzionale del *Panel*: <https://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure/committees/code-committee>.

<sup>132</sup> MUKWIRI, *Takeovers*, § 1.4.

regole da parte degli attori coinvolti. A ciò si aggiunga che la Direttiva opa ricalca per molti aspetti le norme del *City Code*: un esempio per tutti è costituito dalla *passivity rule*<sup>133</sup>, che costituiva la previsione più importante nella versione originaria del *City Code* del 1968<sup>134</sup>. Pertanto, non furono necessari molti aggiustamenti per adeguare la disciplina interna alla normativa sovranazionale.

L'origine del *Panel* previsto dal r.e. EGM non ha nulla a che vedere col quadro delineato poc'anzi. Infatti, il *Panel* è previsto e disciplinato dall'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato, e ad esso accenna anche la clausola di opa endosocietaria nella Scheda Sei. Il che vuol dire che l'emittente soggiace alle determinazioni del *Panel* in virtù di vincoli di natura negoziale; viceversa, la peculiarità del *UK Takeover Panel* (prima del recepimento della Direttiva opa) risiedeva proprio nell'assenza di qualsivoglia vincolo giuridico fra gli attori del mercato e il *Panel* stesso<sup>135</sup>.

Nei paragrafi seguenti cercherò di delineare i poteri attribuiti al *Panel* italiano, analizzandone anche alcune criticità.

#### 4.5 *Le funzioni di supervisione e amministrazione dell'offerta*

In generale, le funzioni assegnate al *Panel* dal r.e. EGM sono di due tipi: funzioni di supervisione e amministrazione dell'offerta e funzioni "para-giurisdizionali". Il presente paragrafo è dedicato alle funzioni di supervisione e amministrazione dell'offerta.

Ai sensi dell'art. 6-*bis* del r.e. EGM, il *Panel* adotta "ogni determinazione opportuna o necessaria per il corretto svolgimento dell'offerta", e lo fa agendo in qualità di terzo arbitratore *ex art.* 1349 c.c. Queste determinazioni sono rese senza formalità di procedura, ma pur sempre nel rispetto del principio del contraddittorio, sentita Borsa Italiana, l'offerente, gli azionisti e tutti gli altri soggetti "titolari di interesse"<sup>136</sup>. Il Regolamento di mercato specifica poi che il *Panel* renderà le proprie determinazioni sulla base delle norme richiamate in precedenza in materia di opa obbligatoria<sup>137</sup>, nonché delle norme in materia di:

---

<sup>133</sup> Cfr. art. 9 della Direttiva opa e art. 104 t.u.f.

<sup>134</sup> JOHNSTON, *Takeover Regulation*, 442-443.

<sup>135</sup> MUKWIRI, *Takeovers*, § 1.4.

<sup>136</sup> Si tratta dei soggetti che (i) siano titolari di un concreto e diretto interesse sul quale la determinazione da assumere potrebbe impattare, e che (ii) intendano essere sentiti. Il r.e. EGM apre quindi alla possibilità di un dialogo fra il *Panel* e i vari attori coinvolti nel procedimento d'offerta; tuttavia, se vogliono essere sentiti dal *Panel* prima che esso adotti la propria determinazione, i soggetti diversi da Borsa Italiana, offerente e azionisti hanno l'onere di farlo presente (tanto sembra evincersi dalla definizione di "soggetti titolari di interesse" data dall'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato).

<sup>137</sup> V. *supra*, § 1.1.

- definizioni rilevanti (art. 101-*bis*, commi 4, 4-*bis* e 4-*ter* t.u.f. e art. 35 r.e. Consob) e modalità di pubblicazione dei documenti relativi all'offerta (art. 102, comma 1 e art. 103, comma 4, lett. a), t.u.f. e art. 36 r.e. Consob);
- comunicato dell'offerente (art. 102, comma 1, t.u.f. e art. 37 r.e. Consob) e garanzie (art. 37-*bis*, comma 1, r.e. Consob);
- svolgimento dell'offerta (art. 103, comma 1 e comma 4, lettera a), t.u.f. e art. 40 r.e. Consob);
- trasparenza e correttezza (art. 103, comma 4, lett. b) e c), t.u.f. e artt. 41 e 42 r.e. Consob);
- modifiche dell'offerta e opa concorrenti (art. 103, comma 4, lett. d), t.u.f. e artt. 43 e 44 r.e. Consob).

L'offerta si svolge quindi in maniera simile rispetto a quelle lanciate sui mercati regolamentati. A seguito della pubblicazione del documento d'offerta, quest'ultima diviene irrevocabile (art. 103, comma 1, t.u.f.); come anticipato, il periodo di adesione è concordato con il *Panel*.

Non viene richiamato l'obbligo in capo al consiglio di amministrazione della *target* di pubblicare il comunicato contenente le informazioni utili per l'apprezzamento dell'offerta, così come la propria valutazione sull'offerta e sugli effetti dell'eventuale successo della stessa su determinati fattori (art. 103, commi 3 e 3-*bis*, t.u.f.). Tale parte della disciplina non è stata richiamata in EGM probabilmente perché, nel caso di offerte obbligatorie, l'azionista di maggioranza (che ha lanciato l'offerta) è spesso anche espressione del *management* della società: il comunicato del c.d.a. rischierebbe pertanto di non essere imparziale<sup>138</sup>. La dottrina aveva sottolineato come nelle società quotate sul listino principale questo rischio fosse mitigato dalla presenza di consiglieri indipendenti all'interno dell'organo amministrativo. Tuttavia, a partire dal 2020, il Regolamento di mercato prevede anche per gli emittenti EGM l'obbligo di nominare all'interno del proprio organo amministrativo almeno un amministratore indipendente, in possesso dei requisiti di cui all'art. 148, comma 3, t.u.f. (i medesimi requisiti richiesti agli amministratori indipendenti delle società quotate sul listino principale)<sup>139</sup>. Pertanto, non c'è più motivo di non prevedere l'obbligo per il consiglio di amministrazione

---

<sup>138</sup> Conf. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, p. 81.

<sup>139</sup> Come già menzionato *supra*, Capitolo I, § 2.4, i candidati alla carica di consigliere indipendente devono essere stati previamente approvati dall'Euronext Growth Advisor. Peraltro, l'emittente può anche far riferimento a requisiti diversi (previsti da codici di autodisciplina in tema di governo societario), purché siano almeno equivalenti a quelli previsti dal t.u.f. (v. la definizione di "amministratore indipendente" contenuta nel Glossario del r.e. EGM).

della *target* di pubblicare il comunicato *ex art.* 103, commi 3 e 3-*bis*, t.u.f., che ha proprio la funzione di aiutare gli azionisti a compiere la scelta migliore in relazione all'offerta<sup>140</sup>.

Come anticipato, nel corso dell'offerta il *Panel* ha il compito di assumere le determinazioni necessarie od opportune in relazione alla stessa; ad esempio, potrà intervenire accertando un'azione di concerto con conseguente obbligo solidale di opa (art. 109 t.u.f.), o imponendo un adeguamento del prezzo *ex art.* 106, comma 3, lett. c) e d), t.u.f.

Il Regolamento assegna quindi al *Panel* funzioni astrattamente piuttosto ampie; per di più, dalla formulazione dell'art. 6-*bis* del r.e. EGM si evince che il *Panel* può assumere le proprie determinazioni anche d'ufficio. L'assetto disegnato dal Regolamento di mercato presenta però alcune problematiche.

La prima è legata al fatto che il *Panel* non gode di poteri informativi e ispettivi così penetranti come quelli riconosciuti alla Consob: l'art 6-*bis* del r.e. EGM si limita a richiedere che i soggetti titolari di interesse forniscano al *Panel* “*le informazioni e la documentazione che vengono richieste da quest'ultimo al fine di rendere la propria determinazione*”. Una formulazione così generica e sintetica, oltre che limitata ai soli “soggetti titolari di interesse”, rischia di non risultare particolarmente efficace nella pratica. È fondamentale invece che il *Panel* possa accedere a informazioni riservate in possesso degli emittenti o di altri soggetti (come componenti di organi sociali o dipendenti della società) in modo da poter esercitare efficacemente le proprie funzioni di vigilanza (si pensi, ad esempio, a patti parasociali<sup>141</sup> o altri accordi da cui emerge un'azione di concerto rilevante ai fini dell'obbligo di offerta).

Inoltre, il *Panel* non gode neanche dei poteri interdittivi riconosciuti alla Consob dall'art. 102, commi 6, 7 e 8, t.u.f., che consentono a quest'ultima di sospendere l'offerta o dichiararla decaduta nel caso di violazioni. Il che priva le funzioni di vigilanza del *Panel* di (quantomeno) parte della loro effettività. Né tantomeno il *Panel* è dotato di potestà sanzionatoria: l'unica “leva” a sua disposizione è quella della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente la soglia rilevante, sanzione comminata dalla clausola statutaria anche nel caso di inottemperanza alle determinazioni del *Panel*. Va però sottolineato che, come si vedrà più nel dettaglio *infra*<sup>142</sup>, la competenza a disporre la sospensione del diritto di voto spetta al consiglio di amministrazione dell'emittente.

---

<sup>140</sup> CERA, *Le società quotate*, 207.

<sup>141</sup> Come ricordato, agli emittenti EGM non si applicano gli obblighi di pubblicità dei patti parasociali previsti dal t.u.f. e dall'art. 2341-*ter* c.c.; l'unica eccezione è costituita dagli emittenti EGM con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ai quali si applica l'art. 2341-*ter* c.c. Tuttavia, come già sottolineato, gli emittenti EGM con titoli diffusi (inclusi nell'apposito elenco tenuto dalla Consob) sono solo 22.

<sup>142</sup> § 5.1.



Vi è poi un'altra questione a cui vale la pena accennare, relativa alla collocazione delle norme "attributive di potere" a favore del *Panel*.

Curiosamente, fino al 2020 tutte le norme del Regolamento di mercato che disciplinavano le funzioni del *Panel* erano collocate all'interno del modello di clausola di opa di cui alla Scheda Sei. Esse venivano quindi recepite negli statuti degli emittenti, il che appariva coerente con l'esigenza di vincolare alle decisioni del *Panel* non solo l'emittente, ma anche e soprattutto gli azionisti (fra cui l'offerente). Tuttavia, nel 2020 queste norme, meno una, sono state trasferite dalla Scheda Sei (e quindi dalla clausola di opa statutaria) all'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato<sup>143</sup>.

È rimasta all'interno della Scheda Sei una disposizione che rimette al *Panel* l'adozione dei provvedimenti necessari per il corretto svolgimento dell'offerta (sempre *ex art.* 1349 c.c.) "*su richiesta della Società e/o degli azionisti*". Si tratta di un potere dal contenuto analogo a quello (menzionato poc'anzi) previsto dall'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato: la differenza sta nel fatto che nella formulazione dell'art. 6-*bis* il *Panel* può esercitare tale potere a prescindere da un'istanza di parte; viceversa, nella formulazione di cui alla Scheda Sei l'istanza di parte è necessaria. Mi sembra quindi più corretto relegare il potere previsto dal modello di clausola statutaria nell'ambito delle funzioni "para-giurisdizionali" del *Panel*<sup>144</sup>, proprio perché esso presuppone una richiesta di parte (e quindi di fatto un "disaccordo" che spinge le parti a rivolgersi al *Panel*).

A rigore, i provvedimenti adottati dal *Panel* in virtù di disposizioni contenute nell'art. 6-*bis* del Regolamento di mercato non sarebbero vincolanti per l'offerente, ma solo per l'emittente. Solo le disposizioni "attributive di potere" contenute nella clausola statutaria sarebbero idonee a spiegare i loro effetti anche nei confronti degli azionisti, e quindi dell'offerente. Pertanto, se il *Panel* esercita *d'ufficio* i propri poteri di supervisione e amministrazione dell'offerta, non ricorrendo alcuna richiesta di parte non opererà la disposizione della clausola statutaria di opa, bensì la previsione dell'art. 6-*bis*. In questo caso, a rigore, i provvedimenti del *Panel* saranno giuridicamente vincolanti solo nei confronti dell'emittente, ma non anche dell'offerente. Se al

---

<sup>143</sup> L'Avviso di Borsa Italiana di accompagnamento alla modifica in esame (Avviso del 6 luglio 2020, n. 17857) non riporta i motivi specifici di questo spostamento: la ragione principale potrebbe essere semplicemente quella di voler rendere più sintetica la clausola di opa statutaria.

<sup>144</sup> V. *infra*, § 4.6.

contrario il *Panel* adotta la propria decisione su richiesta della società o degli azionisti, allora tale decisione vincolerà anche questi ultimi in virtù della clausola statutaria<sup>145</sup>.

Le stesse problematiche valgono per la già menzionata disposizione dell'art. 6-*bis* che impone ai soggetti “*titolari di interesse*” (fra cui l'offerente) di fornire al *Panel* le informazioni e la documentazione richieste da quest'ultimo al fine di rendere le sue decisioni. Analoghe considerazioni possono essere svolte anche in relazione alla norma che prevede l'efficacia vincolante delle determinazioni del *Panel* “*per la società e gli azionisti*”: essendo contenuta nel Regolamento di mercato, tale disposizione non è giuridicamente idonea a vincolare soggetti diversi dall'emittente.

La problematica in analisi può essere risolta (quantomeno in parte) facendo affidamento sulla formulazione della stessa clausola statutaria. L'ultimo capoverso prevede infatti la sanzione della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente la soglia rilevante anche in occasione di “*qualsiasi inottemperanza*” alle determinazioni del *Panel*. Si potrebbe far leva sull'ampiezza di questa formulazione per ritenere che quand'anche i provvedimenti del *Panel* siano adottati sulla base di norme contenute nel Regolamento di mercato, essi vincolano comunque anche l'offerente, poiché nel caso di inosservanza potrebbe essere inflitta a quest'ultimo la sanzione della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente.

Ad ogni buon conto, potrebbe essere ragionevole aspettarsi che nella pratica difficilmente i provvedimenti del *Panel* saranno disattesi dall'offerente. La società (e tendenzialmente quindi anche l'offerente) è infatti la prima interessata a garantire l'osservanza delle disposizioni del Regolamento di mercato e dei provvedimenti del *Panel*, per evitare l'avvio di procedimenti sanzionatori da parte di Borsa Italiana<sup>146</sup>. Inoltre, l'autorevolezza del *Panel* potrebbe esercitare una forza persuasiva sull'offerente, inducendolo a conformarsi spontaneamente alle decisioni del *Panel* per mantenere intatta la propria reputazione all'interno della comunità finanziaria. Si tratterebbe di un meccanismo simile per certi versi alla “*soft pressure*” che ha portato nello scorso secolo all'osservanza volontaria del *City Code* da parte degli emittenti inglesi.

Ciò non toglie che lo spostamento delle regole in analisi dalla clausola di opa al Regolamento di mercato non aiuta a fare chiarezza.

---

<sup>145</sup> Questa considerazione non vale per gli statuti di alcune società che ancora contengono l'intera disciplina dei poteri del *Panel*, non essendosi ancora adeguati alla modifica del modello di clausola statutaria intervenuta nel 2020 (si v. ad es. l'art. 10 dello statuto di Askoll Eva S.p.A. e l'art. 9 dello statuto di Casta Diva Group S.p.A.).

<sup>146</sup> Cfr. artt. 2 e 3 del Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni, che disciplinano il procedimento e i provvedimenti che Borsa Italiana può adottare nei confronti dell'emittente nel caso di violazioni dei regolamenti Euronext Growth Milan.

#### 4.6 *Le funzioni para-giurisdizionali*

Come anticipato, la clausola di opa statutaria dispone che il *Panel*, su richiesta dell'emittente o degli azionisti, adotta le determinazioni opportune o necessarie per il corretto svolgimento dell'offerta. Tanto l'emittente quanto l'offerente e gli altri azionisti possono quindi adire il *Panel* e ottenere una decisione in merito a questioni relative all'offerta pubblica; una volta investito della questione, il *Panel* determina i tempi, le modalità e i costi del procedimento.

Si tratta di una funzione diversa da quella di vigilanza e amministrazione dell'offerta, proprio perché l'attivazione del *Panel* presuppone in questo caso una richiesta di parte: mi sembra quindi più opportuno attribuirle carattere "para-giurisdizionale". Nulla esclude poi che la parte richieda l'intervento del *Panel* a fini "consultivi", per meglio chiarire la portata applicativa di una o più disposizioni del Regolamento di mercato; del resto, una funzione simile era prevista nella versione previgente della clausola statutaria, che permetteva alle parti di adire il *Panel* per ottenere interpretazioni preventive o raccomandazioni. L'elemento discriminante è però costituito dal fatto che, nell'attuale versione, la decisione del *Panel* sarà in ogni caso vincolante per la società e per gli azionisti ai sensi dell'art. 1349 c.c.<sup>147</sup>.

Si tratta, invero, degli unici provvedimenti del *Panel* effettivamente idonei a vincolare anche l'offerente oltre che la società: questo perché il potere del *Panel* discende in questo caso dalla clausola statutaria e non dal Regolamento di mercato. In particolare, attraverso la clausola statutaria l'emittente e i soci rimettono al *Panel* la determinazione di parte della prestazione dedotta in contratto<sup>148</sup>, ove per "prestazione" deve intendersi in questo caso il lancio dell'opa al superamento delle soglie rilevanti.

Il *Panel* renderà la propria decisione sulla base delle disposizioni del r.e. EGM, nonché delle norme del t.u.f. e del r.e. Consob applicabili *per relationem*. Si tratterà quindi di un arbitraggio condotto secondo equo apprezzamento (c.d. *arbitrium boni viri*), basato cioè su parametri tecnici di natura oggettiva. Secondo la dottrina, la decisione dell'arbitratore non deve tener conto degli interessi particolari delle parti, fermo restando che la prestazione deve rispondere "*all'interesse del creditore [...] in quanto sia obiettivato nel complessivo assetto degli interessi*

---

<sup>147</sup> Prima del 2020 la clausola statutaria non specificava se né a che titolo le decisioni del *Panel* fossero vincolanti per la società e gli azionisti, ma la dottrina aveva già ricostruito tali decisioni in termini di determinazioni del terzo ex art. 1349 c.c. (v. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 90). La modifica del Regolamento di mercato del 2020 (da apprezzare sotto questo punto di vista) ha poi cristallizzato tale interpretazione all'interno della clausola di opa endosocietaria.

<sup>148</sup> La dottrina è divisa circa la natura dichiarativa o costitutiva della determinazione del terzo ex art. 1349 c.c., ma in questa sede non si entrerà nel merito del dibattito (per le due posizioni contrapposte, v. GITTI, *Problemi dell'oggetto*, 46).

*contrapposti scaturenti dal contratto*”<sup>149</sup>. Trasportando queste considerazioni all’interno di EGM, si può concludere che il *Panel* dovrà interpretare le norme su cui baserà la propria decisione avendo come principale riferimento gli interessi dei soci di minoranza<sup>150</sup>, interessi ai quali la clausola di opa endosocietaria è senz’altro ispirata.

Dato che il *Panel* si qualifica come arbitratore *bonus vir*, a norma dell’art. 1349 c.c. le sue determinazioni saranno impugnabili innanzi al giudice ordinario solo per manifesta iniquità o erroneità. L’azione si propone mediante atto di citazione con cui la parte chiede l’accertamento della non corrispondenza della determinazione del terzo ai parametri fissati: la determinazione potrà poi essere compiuta nuovamente dal *Panel*, ma la parte può anche chiedere che essa venga fatta direttamente dal giudice *ex art. 1349, comma 2*<sup>151</sup>.

L’iniquità viene in rilievo nel caso di “eccesso di potere”, quando l’arbitratore non ha tenuto conto di un parametro che invece avrebbe dovuto considerare. L’erroneità consiste invece nella falsa utilizzazione degli elementi di valutazione nell’ambito del procedimento di determinazione seguito dal *Panel*<sup>152</sup>. Resta fermo che in entrambi i casi il vizio deve essere “manifesto”: è necessaria cioè una “*palese irragionevolezza e sproporzione del risultato finale della determinazione*”<sup>153</sup>. Di fatto, i margini di sindacabilità della determinazione del *Panel* appaiono piuttosto stretti, essendo limitati ai soli casi in cui il vizio lamentato raggiunga una consistenza tale da risultare “manifesto”. Ad esempio, si pensi al caso in cui gli azionisti di minoranza richiedano l’intervento del *Panel* per ottenere un aumento del prezzo dell’opa fissato dall’offerente e il *Panel* lo disponga: l’offerente potrà impugnare la determinazione del *Panel* solo ove essa appaia *ictu oculi* del tutto sproporzionata.

Per completezza si ricorda che, nella versione del r.e. EGM precedente al 2020, tutte le controversie giudiziarie relative all’interpretazione e applicazione della clausola di opa endosocietaria dovevano essere sottoposte previamente al *Panel* come condizione di procedibilità. L’intento era quello di “costringere” le parti a rivolgersi previamente al *Panel*, che con la propria autorevole determinazione avrebbe fornito loro un’attendibile previsione dell’esito della controversia successivamente incardinata davanti al giudice ordinario; la funzione ultima di tale condizione di procedibilità era quindi quella di deflazionare il contenzioso giurisdizionale<sup>154</sup>.

---

<sup>149</sup> Così BARENGHI, *L’oggetto del contratto*, 362.

<sup>150</sup> Sebbene essi non possano propriamente considerarsi come “creditori”.

<sup>151</sup> GABRIELLI, *L’autonomia privata*, 231-236.

<sup>152</sup> GABRIELLI, *L’oggetto del contratto*, 272-276.

<sup>153</sup> SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, 393.

<sup>154</sup> Così TRISCORNIA, *Il “gioco dell’OPA” all’AIM*, 827.

Con la riforma del Regolamento di mercato del 2020, da un lato questa condizione di procedibilità è stata eliminata; dall'altro lato è stata specificata la vincolatività *ex art.* 1349 c.c. delle decisioni del *Panel* adottate su richiesta di parte. Se vogliamo, quindi, una funzione in senso lato “deflativa” del contenzioso è adesso giocata dall'art. 1349 c.c., che limita le impugnazioni delle determinazioni dell'arbitratore *bonus vir* (nel nostro caso, il *Panel*) ai soli casi di iniquità o erroneità manifeste.

#### 4.7 *La vigilanza della Consob*

Come anticipato, se l'offerta su titoli EGM è “rivolta al pubblico” ai sensi del t.u.f. (cioè rivolta ad almeno 150 soggetti e per un corrispettivo totale almeno pari a 8 milioni di euro<sup>155</sup>) è sottoposta alla vigilanza della Consob e si applicano gli artt. 102 ss. t.u.f.

La situazione che si viene a creare in questo caso è peculiare: a seguito del superamento della soglia del 30% del capitale sociale, l'offerta sarà infatti qualificata come “obbligatoria” se vista con la lente del r.e. EGM, e “volontaria” se vista con la lente del t.u.f.<sup>156</sup>. L'attrazione dell'offerta nella sfera pubblicistica comporterà che il *Panel* sarà competente solo in relazione all'accertamento dell'obbligo di offerta previsto dalla clausola statutaria; una volta lanciata, invece, l'offerta sarà vigilata dalla Consob.

Il documento d'offerta dovrà quindi essere approvato dalla Consob entro trenta giorni dalla presentazione da parte dell'offerente; tale termine potrà anche essere sospeso (per una sola volta) ove la Consob richieda all'offerente delle informazioni supplementari (art. 102, comma 4, t.u.f.). Inoltre, il periodo di adesione dovrà essere concordato con la Consob anziché con il *Panel*.

Una volta lanciata l'offerta, il consiglio di amministrazione della società *target* dovrà pubblicare il comunicato *ex art.* 103, comma 3, t.u.f. contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione della medesima da parte dell'organo amministrativo, con particolare riguardo agli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrebbe sugli interessi dell'impresa, sull'occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi (art. 103, comma 3-*bis*, t.u.f.).

Si tratta di due importanti differenze rispetto alle offerte vigilate dal *Panel*: in quel caso, il documento d'offerta non è soggetto ad alcuna approvazione (e deve infatti recare la relativa

---

<sup>155</sup> Cfr. art. 34-*ter*, comma 1, r.e. Consob.

<sup>156</sup> V. TRISCORNIA, *Il “gioco dell'OPA” all'AIM*, 831-832. Come più volte ricordato, l'obbligo di opa per gli emittenti EGM non discende infatti dalla legge ma dallo statuto.

dicitura nell'*incipit*) e il consiglio di amministrazione non è tenuto a pubblicare il comunicato menzionato poc' anzi.

Inoltre, sempre a differenza delle offerte vigilate dal *Panel*, in questo caso i soggetti coinvolti soggiaceranno ai penetranti poteri informativi e ispettivi previsti in via generale dall'art. 115 t.u.f. (richiamato dall'art. 102, comma 7, t.u.f.). La norma, in combinato disposto con l'art. 187-*octies* t.u.f., consente alla Consob di richiedere informazioni e assumere notizie sostanzialmente nei confronti di chiunque (emittente, società controllanti e controllate, organi sociali, dirigenti, personale, ecc.) appaia informato su fatti rilevanti ai fini dell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Se l'offerta è vigilata dalla Consob, dato che l'offerta si qualifica come offerta volontaria ai sensi del t.u.f. non vi è alcun vincolo di legge relativo prezzo. Tuttavia, dato che l'offerta discende dall'obbligo statutario di cui al r.e. EGM, si applicheranno i requisiti di prezzo minimo previsti dall'art. 106 t.u.f. (richiamato dallo statuto), e sarà il *Panel* l'organismo competente ad accertare la conformità del prezzo offerto a tali requisiti. Si verifica in questo caso un "incrocio" di competenze: è da escludere comunque che, una volta pubblicato il documento d'offerta, il *Panel* possa incidere in alcun modo sul prezzo offerto o su qualunque altro profilo inerente allo svolgimento dell'offerta (stante la competenza della Consob). Residuerrebbe però la possibilità di applicare la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente la soglia, sanzione prevista dalla clausola statutaria nei casi di inosservanza dei provvedimenti del *Panel* così come di promozione di un'offerta in termini non conformi all'obbligo statutario. Come è facile immaginare, questa situazione creerebbe non poco scompiglio.

La Consob può anche arrivare a sospendere l'offerta o dichiararla decaduta ai sensi dell'art. 102, comma 6, t.u.f., oltre ad applicare le sanzioni amministrative previste dal Titolo II della Parte V del t.u.f. Ad esempio, nel caso di omessa pubblicazione del comunicato *ex art.* 103, comma 3, t.u.f. da parte del consiglio di amministrazione della *target*, la Consob può applicare una sanzione amministrativa con importo massimo pari al corrispettivo complessivamente dovuto dall'offerente (art. 192, comma 2, t.u.f.).

La radicale diversità fra la vigilanza del *Panel* e della Consob si spiega anche sul piano dei rimedi giurisdizionali avverso i provvedimenti dell'uno e dell'altra. Invero, i provvedimenti sanzionatori della Consob sono impugnabili avanti alla Corte d'appello in unico grado di giurisdizione (art. 195, comma 4, t.u.f.), e il giudizio è soggetto a una disciplina peculiare che

lo rende a cognizione sommaria<sup>157</sup>; inoltre, non operano le limitazioni previste dall'art. 1349 c.c., che circoscrive l'impugnazione delle determinazioni del *Panel* ai casi di iniquità o erroneità manifeste.

## 5 L'inadempimento dell'obbligo di offerta

### 5.1 La sospensione del diritto di voto

Restano da analizzare le conseguenze della violazione dell'obbligo di opa statutaria. La clausola di opa endosocietaria commina la sanzione della “*sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente*”<sup>158</sup> nel caso di (i) superamento delle soglie rilevanti (determinate ex art. 106, commi 1, 1-*bis*, 1-*ter*, 3, lett. a e b), t.u.f.) non accompagnato dalla comunicazione al consiglio di amministrazione e dal lancio dell'opa totalitaria, che deve avvenire nei termini previsti dal Regolamento di mercato e da qualsiasi determinazione assunta dal *Panel* al riguardo; (ii) inottemperanza a qualsiasi determinazione del *Panel* inerente l'offerta.

Si tratta, a ben vedere, dell'unica “sanzione” prevista dal r.e. EGM per la violazione dell'obbligo di acquisto di cui alla clausola di opa obbligatoria. Agli emittenti EGM non si applica infatti l'art. 110 del t.u.f., che (nel caso di mancata promozione dell'opa obbligatoria sul listino principale) dispone la sospensione del diritto di voto sull'*intera* partecipazione e l'obbligo di alienazione della partecipazione eccedente entro dodici mesi. Peraltro, ai sensi del medesimo articolo, in alternativa all'alienazione la Consob può imporre la promozione dell'opa totalitaria al prezzo da essa stabilito, oltre ad applicare le sanzioni amministrative previste dall'art. 192 t.u.f. Si tratta di prerogative che il *Panel* previsto dal r.e. EGM non ha: la sanzione prevista dalla clausola di opa endosocietaria riveste pertanto un'importanza cruciale per garantire effettività all'opa obbligatoria nel mercato non regolamentato di cui ci stiamo occupando.

Tale sanzione scatta in tutti i casi in cui l'opa obbligatoria avrebbe dovuto essere lanciata: non solo quindi a fronte del superamento della soglia del 30% (o di quella fissata dallo statuto in misura compresa fra il 25% e il 40% nel caso di PMI), ma anche di quella del 25% nelle società diverse dalle PMI, così come nel caso di violazione dell'obbligo di opa a cascata e di opa

---

<sup>157</sup> BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un'anomalia del sistema italiano*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, 280, *ivi* 293.

<sup>158</sup> V. Scheda Sei del r.e. EGM.

incrementale. Tanto si evince dall'analitica formulazione della clausola statutaria, che richiama i vari commi rilevanti dell'art. 106 t.u.f.<sup>159</sup>.

Volendo inquadrare la sanzione in analisi all'interno degli schemi tradizionali del diritto societario, il punto di riferimento è l'art. 2351, comma 3, c.c. che consente allo statuto di prevedere che “*in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima*”. La peculiarità nel nostro caso sta nel fatto che la limitazione del diritto di voto non è solo subordinata al superamento di determinate soglie di capitale sociale, ma anche al mancato adempimento dell'obbligo di opa totalitaria. Questo comunque non pone problemi di compatibilità della previsione con i principi sanciti dall'articolo in commento: la dottrina ha infatti riconosciuto che i meccanismi previsti dal terzo comma possano combinarsi con le altre limitazioni previste dall'art. 2351 c.c.<sup>160</sup>, pertanto ben potranno aversi tetti al diritto di voto sottoposti a condizione (come nel caso di specie)<sup>161</sup>. Il fatto che il tetto al diritto di voto scatti solo a fronte dell'inadempimento dell'obbligo di opa non trasforma le azioni dell'emittente in titoli a voto condizionato: lo schema tracciato dal Regolamento di mercato resta riconducibile al terzo comma dell'art. 2351 c.c.<sup>162</sup>.

È appena il caso di segnalare che le deliberazioni adottate con il contributo determinante dei voti sospesi sono annullabili *ex art. 2377 c.c.*, in quanto assunte in violazione dello statuto<sup>163</sup>. Quanto alla legittimazione dei soci ad impugnare, nella stragrande maggioranza degli emittenti EGM le delibere assembleari potranno essere impuginate da tanti soci che rappresentino (anche congiuntamente) almeno il cinque per cento del capitale sociale. Al contrario, per i soli 22 emittenti EGM con azioni diffuse, tale percentuale scende all'uno per mille (salva la possibilità per lo statuto di abbassare o eliminare del tutto tali soglie ai sensi dell'art. 2377, comma 3, c.c.). Infine, quanto all'accertamento della sospensione del diritto di voto per violazione dell'obbligo di opa, la versione del r.e. EGM vigente al 2019 attribuiva espressamente tale prerogativa al

---

<sup>159</sup> La formulazione previgente della clausola faceva riferimento solo al superamento della soglia prevista dal comma 1 dell'art. 106 t.u.f., creando così problemi nel caso di società in cui la soglia rilevante fosse diversa (ai sensi dei commi 1-*bis* e 1-*ter* del medesimo articolo), così come nei casi di violazione dell'obbligo di opa a cascata o incrementale (cfr. i rilievi di FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 83). Nel 2020, la clausola è stata riformulata facendo correttamente riferimento anche agli altri commi rilevanti dell'art. 106 t.u.f.

<sup>160</sup> VITALI, *Azioni ordinarie*, 570.

<sup>161</sup> In questo caso l'inadempimento dell'obbligo di opa diviene la condizione risolutiva al verificarsi della quale scatta la sospensione del diritto di voto. In generale, comunque, la dottrina ritiene ammissibili azioni con diritto di voto risolutivamente condizionato al verificarsi di condizioni non meramente potestative (G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 207; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268, *ivi* 1294).

<sup>162</sup> FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 82.

<sup>163</sup> Cfr. SANZO, *Invalidità*, 1425-1426.



consiglio di amministrazione<sup>164</sup>. La modifica del Regolamento entrata in vigore nel 2020 ha eliminato tale specificazione, ma credo che la competenza del consiglio di amministrazione non possa essere messa in discussione. Come anticipato, infatti, gli statuti degli emittenti EGM hanno (tendenzialmente tutti) recepito gli obblighi di trasparenza degli assetti proprietari previsti dal t.u.f.: gli azionisti significativi dovranno pertanto comunicare alla società il superamento di determinate soglie rilevanti di capitale sociale<sup>165</sup>. Ne consegue che il consiglio di amministrazione è l'organo che per primo ha modo di avvedersi del superamento della soglia di capitale rilevante ai fini dell'opa obbligatoria, ed è perciò l'organo più adeguato ad accertare la sospensione del diritto di voto ai sensi della clausola statutaria. Al riguardo, il consiglio di amministrazione potrebbe incontrare difficoltà nel caso in cui la soglia rilevante sia superata tramite un'azione di concerto. Infatti, gli amministratori non dispongono di poteri ispettivi sufficienti a smascherare, ad esempio, l'esistenza di un patto parasociale occulto (e si ricordi che gli unici emittenti EGM a cui si applica il regime di pubblicità dei patti parasociali *ex art. 2341-ter* sono solo quelli con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante).

## 5.2 (segue) Il calcolo dei quorum assembleari a fronte della sospensione del diritto di voto

Il meccanismo della sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente induce a interrogarsi circa la sorte dei *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi a seguito del superamento della soglia rilevante. La norma di riferimento è l'art. 2368 c.c., il cui terzo comma dispone che le azioni “*per le quali non può essere esercitato il diritto di voto*” sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea (*quorum* costitutivo). Al contrario, le medesime azioni, assieme a quelle “*per le quali il diritto di voto non è stato esercitato a seguito della dichiarazione del soggetto al quale spetta il diritto di voto di astenersi per conflitto di interessi*”, non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione delle delibere (*quorum* deliberativo)<sup>166</sup>. In entrambi i casi, invece,

---

<sup>164</sup> In particolare, il modello di clausola statutaria di cui alla Scheda Sei prevedeva che la sospensione del diritto di voto a fronte del mancato lancio dell'opa totalitaria potesse essere “*accertata in qualsiasi momento dal consiglio di amministrazione*”.

<sup>165</sup> L'emittente dovrà poi provvedere a rendere pubblica tale informazione (v. art. 17 del r.e. EGM).

<sup>166</sup> In generale, il calcolo dei *quorum* richiede la determinazione di un numeratore e un denominatore di una frazione: se il rapporto fra i due valori è superiore alla soglia fissata dalla legge o dallo statuto, allora il *quorum* si intende raggiunto. Se le azioni vengono computate ai fini del *quorum* significa che esse concorrono a formare la base di calcolo (il denominatore della frazione) da cui poi si determina la maggioranza richiesta per la valida costituzione dell'assemblea o per l'approvazione della delibera. Peraltro, soprattutto nel caso di emissione di azioni che derogano al principio un'azione-un voto, è più corretto assumere come base di calcolo non già il numero totale delle azioni, bensì il numero totale dei diritti di voto (che dovrà essere determinato in ossequio alle regole dettate dal Codice civile in materia). Quanto al numeratore della frazione, nel caso del *quorum* deliberativo esso è

non sono computate le azioni “*prive del diritto di voto*”. Pertanto, occorre stabilire se le azioni a voto sospeso per violazione dell’obbligo di opera debbano qualificarsi come azioni per le quali il diritto di voto non può essere esercitato oppure come azioni prive del diritto di voto. Il tema non è di poco momento, dato che la riconduzione delle azioni con tetto al diritto di voto all’uno o all’altro gruppo determina la loro computabilità o meno ai fini del *quorum* costitutivo.

Cominciando dalla distinzione fra azioni prive del diritto di voto e per le quali il diritto di voto non può essere esercitato, in generale il criterio discretivo convenzionalmente adottato fa riferimento al carattere “stabile” od “occasionale” della privazione del voto. Così, nel caso di privazione stabile (o “istituzionale”) del diritto di voto l’azione è “priva del diritto di voto”, mentre nel caso di privazione meramente occasionale si tratta allora di un’azione per cui il diritto di voto non può essere esercitato<sup>167</sup>. Applicando questo criterio, parte della dottrina ritiene che le azioni caratterizzate da tetti statuari al diritto di voto vadano qualificate come azioni per cui il voto non può essere esercitato, in quanto occasionalmente sospeso<sup>168</sup>. Esse concorrerebbero quindi a formare la base di calcolo ai fini del *quorum* costitutivo.

Altra parte della dottrina ritiene invece che le azioni per le quali sia previsto un tetto al diritto di voto debbano essere ricondotte al *genus* delle azioni prive del diritto di voto<sup>169</sup>. Tale posizione afferma che, trattandosi di una limitazione statutaria al diritto di voto, non dipendente da circostanze contingenti, considerare le relative azioni come a voto occasionalmente sospeso sarebbe troppo limitativo. Inoltre, si sostiene che la finalità della clausola dovrebbe essere quella di rendere ininfluenti le azioni eccedenti sulla formazione della volontà assembleare: al

---

costituito dal numero dei voti espressi favorevolmente alla delibera. Al contrario, nel caso del *quorum* costitutivo si registra un contrasto in dottrina circa la possibilità per i titolari di azioni “per le quali il diritto di voto non può essere esercitato” di scegliere se intervenire o disertare l’assemblea, così rispettivamente agevolando od ostacolando il raggiungimento del *quorum* costitutivo (tali azioni vengono infatti computate nella base di calcolo del *quorum* costitutivo). Per la posizione affermativa v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 315 e CORSI, *Le nuove società*, 47; per la posizione negativa, nel senso che i titolari di tali azioni non possono intervenire, e le loro partecipazioni concorrono a formare la base di calcolo del *quorum* costitutivo ma non sono computate nel numeratore della frazione v. LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L’assemblea*, 147; per la posizione negativa, nel senso che le azioni per le quali il diritto di voto non può essere esercitato (così come le azioni detenute dal socio che abbia dichiarato di astenersi per conflitto di interessi) sono sempre computate sia al numeratore che al denominatore del *quorum* costitutivo v. DE LUCA, *Artt. 2368-2369*, 914, secondo il quale tali azioni si considerano “*intervenute ai fini della regolare costituzione*”. Si ricorda in ogni caso che sono dettate regole peculiari relativamente ai *quorum* assembleari in tema di azioni proprie dall’art. 2357-ter c.c.

<sup>167</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 314; LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L’assemblea*, 145, secondo i quali tale criterio deve essere considerato come tendenziale, non anche come criterio per la definizione dei casi dubbi, che vanno affrontati singolarmente.

<sup>168</sup> DE LUCA, *Artt. 2368-2369*, 916; MONTAGNANI, *Artt. 2368-2369*, 488; LAURINI, *Artt. 2368-2369*, 92; COPPOLA, *Art. 2368*, 290.

<sup>169</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 316; LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L’assemblea*, 154; LA SALA, *Principio capitalistico*, 196.

contrario, computare le azioni che prevedono tetti al diritto di voto ai fini del *quorum* costitutivo influirebbe sul raggiungimento del numero legale<sup>170</sup>.

Quest'ultima posizione è però avversata da altra dottrina, che costruisce il ragionamento a partire dalla struttura della fattispecie delle azioni con tetto al diritto di voto<sup>171</sup>. In particolare, la neutralizzazione del voto sulla partecipazione eccedente la soglia può astrattamente basarsi su tre meccanismi diversi. Seguendo il primo meccanismo, la clausola di tetto di voto incide sulla titolarità del diritto di voto: in altre parole, al superamento della soglia statutaria il diritto di voto sulla partecipazione eccedente viene meno. Il secondo meccanismo incide invece sulla legittimazione all'esercizio del diritto di voto. In questo caso, il superamento della soglia rilevante non fa venir meno il diritto di voto sulle azioni, ma l'azionista perde la legittimazione a esercitarlo. La terza variante incide invece sul contenuto del diritto di voto. In particolare, al superamento della soglia rilevante si modifica il rapporto "voto per azione": così, se ad esempio la soglia rilevante è fissata in misura pari al 10%, ove l'azionista raggiunga una partecipazione pari al 20% il rapporto "voto per azione" per lui passa da 1/1 a 0,5/1. Per esprimere un voto non basterà più quindi una singola azione, ma ne occorreranno due.

A seconda della configurazione per cui si propenda, mutano le conseguenze in termini di computabilità delle azioni sottoposte al tetto di voto ai fini dei *quorum* assembleari. In particolare, seguendo la prima variante le azioni ultra-soglia dovrebbero considerarsi, a rigore, prive del diritto di voto. Pertanto, applicando i parametri fissati dall'art. 2368 c.c., esse non dovrebbero essere computate né ai fini del *quorum* costitutivo né ai fini del *quorum* deliberativo. Al contrario, seguendo la terza variante le azioni non potrebbero considerarsi prive del diritto di voto, perché il superamento della soglia rilevante comporta semplicemente una modifica del rapporto "voto per azione". Pertanto, il diritto di voto continuerà a poter essere esercitato per tutte le azioni, che andranno computate sia nel *quorum* costitutivo che deliberativo. L'autore però, e si tratta dell'orientamento prevalente<sup>172</sup>, propende per la seconda ricostruzione. Ne consegue che, in assenza di diversa specificazione statutaria, il tetto al diritto di voto deve considerarsi incidente sulla sola legittimazione all'esercizio di tale diritto. Pertanto, le azioni ultra-soglia dovranno considerarsi come azioni per cui il diritto di voto è "occasionalmente sospeso": saranno dunque computate ai fini del *quorum* costitutivo, ma non ai fini del *quorum* deliberativo. Invero, proprio in considerazione delle diverse configurazioni

---

<sup>170</sup> LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L'assemblea*, 154.

<sup>171</sup> RESCIO, *Tetti di voto*, 247-248.

<sup>172</sup> SANTORO V., *Art. 2351*, 151; STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351*, 307; ABRIANI, *Art. 2351*, 327; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza*, 78 e 167; CIAN e SANDEI, *Art. 2351*, 942; MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448, *ivi* 452.

che il tetto di voto può assumere, la sua semplice introduzione non può interpretarsi come una volontà dei soci di modificare il *quorum* costitutivo, né di “*variare le condizioni di sussistenza del quorum deliberativo più di quanto sia strettamente necessario*”<sup>173</sup>.

### 5.3 La risarcibilità del danno da mancata opa

Il congelamento dei diritti di voto sulla partecipazione eccedente costituisce la reazione dello statuto alla violazione dell’obbligo di opa; è necessario chiedersi, a questo punto, se i soci di minoranza pretermessi possano anche ottenere il risarcimento del danno subito in conseguenza del mancato lancio dell’offerta da parte dell’azionista di maggioranza.

Il tema della risarcibilità del danno da mancata opa obbligatoria è stato oggetto di numerose pronunce, dalle quali poi si è sviluppato un intenso dibattito dottrinale. Vale la pena accennare alle varie elaborazioni dottrinali e giurisprudenziali sul tema, sebbene esse siano relative alle offerte pubbliche di acquisto sul listino principale, per trarne poi conclusioni valevoli per il sistema multilaterale di negoziazione su cui si sofferma il presente elaborato.

In passato, era stato escluso a priori che la violazione dell’obbligo legale di offerta potesse dar luogo a un danno risarcibile nei confronti degli azionisti di minoranza<sup>174</sup>. Una prima apertura in giurisprudenza si ebbe con una pronuncia del Tribunale di Milano che aveva astrattamente sancito il diritto dei soci pretermessi al risarcimento del danno a titolo di responsabilità extracontrattuale. Secondo i giudici milanesi (sebbene la sentenza sia stata pronunciata sotto il regime previgente, delineato dalla l. 149/1992) non sussisteva un diritto soggettivo del singolo azionista al lancio dell’opa da parte del socio di maggioranza al verificarsi dei presupposti di legge; poteva però configurarsi un’azione risarcitoria da parte dell’azionista di minoranza per la violazione del generico principio del *neminem laedere*. Tale posizione fu poi seguita da parte della dottrina, secondo la quale il singolo azionista poteva far valere la lesione dell’affidamento riposto nel lancio dell’opa da parte dell’azionista di maggioranza; tale lesione configurava un danno ingiusto risarcibile *ex art. 2043 c.c.*<sup>175</sup>.

In anni più recenti, il tema è stato oggetto di ulteriori pronunce giurisprudenziali di merito e di legittimità originate dalla nota vicenda relativa alla creazione della società assicurativa

---

<sup>173</sup> RESCIO, *Tetti di voto*, 254.

<sup>174</sup> STELLA RICHTER JR, *Trasferimento del controllo*, 229; WEIGMANN, *Le offerte pubbliche*, 564. In giurisprudenza, App. Milano, 27 novembre 1998, in *Foro.it*, 1999, 2712 ss., con nota di LISANTI, *Se l’opa obbligatoria sia veramente tale*.

<sup>175</sup> MORELLI, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Società*, 2006, 408 ivi 410. In argomento, v. anche GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell’obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 227, ivi 259.

Fondiaria-Sai<sup>176</sup>. In particolare, il Tribunale di Milano ha fin da subito affermato la risarcibilità del danno da mancato lancio dell'opa<sup>177</sup> nei confronti degli azionisti di minoranza; tale tesi veniva però poi sistematicamente sconfessata dalla Corte d'appello<sup>178</sup>, che aderiva alla teoria della c.d. *lex perfecta*. In sostanza, ad avviso dei giudici di seconde cure, il sistema di sanzioni amministrative disegnato dall'art. 110 t.u.f. per il caso di inadempimento dell'obbligo di opa era in sé e per sé autosufficiente e idoneo a soddisfare gli interessi degli azionisti di minoranza. Infatti, la sospensione del diritto di voto e il contestuale obbligo di alienazione impediscono all'azionista di maggioranza di esercitare il controllo sull'emittente, pertanto gli azionisti di minoranza non potrebbero lamentare alcun danno<sup>179</sup>. In alcune pronunce, la Corte ambrosiana era arrivata anche a qualificare l'opa obbligatoria prevista dal t.u.f. in termini di mero onere: al superamento della soglia rilevante, l'azionista di maggioranza potrebbe cioè scegliere se (i) lanciare l'opa oppure (ii) subire la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente e soggiacere all'obbligo di alienazione.

La posizione della Corte d'appello di Milano è stata ribaltata da numerose pronunce della S.C., che ha definitivamente riconosciuto la bontà della pretesa risarcitoria degli azionisti di minoranza<sup>180</sup>. Innanzitutto, la Corte ha statuito che la posizione dell'azionista di maggioranza non può essere ricostruita in termini di "onere" ma di vero e proprio obbligo (di lanciare l'offerta); ha poi riconosciuto che la violazione di tale obbligo cagiona un pregiudizio meritevole di tutela risarcitoria. Nella visione della S.C., l'obbligo di offerta nasce dal "contatto qualificato" (rilevante *ex art. 1173 c.c.*) che si viene a creare fra lo scalatore e gli azionisti di minoranza al superamento della soglia rilevante. E proprio perché il danno per la minoranza discende dalla violazione di un obbligo, la responsabilità da mancato lancio dell'opa ha natura contrattuale.

---

<sup>176</sup> Non verranno in questa sede ricostruite le complesse circostanze del caso; basti solo ricordare che la vicenda ha dato origine a innumerevoli contenziosi, che nel loro complesso hanno impegnato le risorse giudiziarie italiane per oltre dieci anni.

<sup>177</sup> Trib. Milano, 26 maggio 2005; Trib. Milano, 9 giugno 2007.

<sup>178</sup> App. Milano, 15 gennaio 2007.

<sup>179</sup> Cfr. POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?)*, in *Società*, 2016, 564 *ivi* 576; ROLLI, *Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance*, in *Giur. it.*, 2019, 1029, *ivi* 1033; SACCHETTI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e quantificazione del danno: un mutamento di prospettiva*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 743, *ivi* 753.

<sup>180</sup> Cass. civ., 10 agosto 2012, n. 14392; Cass. civ., 10 agosto 2012, n. 14400; Cass. civ., 26 settembre 2013, n. 22099; Cass. civ., 3 luglio 2015, n. 20560; Cass. civ., 10 febbraio 2016, n. 2665; Cass. civ., 25 luglio 2018, n. 19741.

Con riguardo alla quantificazione del danno, la Cassazione ha affermato che gli azionisti di minoranza pretermessi subiscono un danno da perdita di *chance*<sup>181</sup>, ovvero sia conseguente alla perdita di un'occasione di guadagno che essi avrebbero potuto conseguire aderendo all'offerta. In particolare, ai fini risarcitori la giurisprudenza considera l'opa obbligatoria alla stregua di una vera e propria opzione *put* in favore degli azionisti di minoranza<sup>182</sup>. Il fatto che essi non abbiano avuto neppure la possibilità di decidere se esercitare o meno tale opzione cagiona di per sé un danno risarcibile.

Il danno va perciò innanzitutto “*commisurato alle probabilità che l'azionista avrebbe aderito all'OPA che non ha invece avuto luogo*” e, una volta superato questo vaglio preliminare, va quantificato “*raffrontando il prezzo di rimborso delle azioni in caso di OPA con il loro valore effettivo, ritratto dalle risultanze di borsa, secondo il successivo andamento del titolo nell'arco temporale intercorrente tra il giorno in cui si è consumato l'inadempimento dell'obbligo e quello del disinvestimento, se vi è stato, o, in caso contrario, della proposizione della domanda risarcitoria*”<sup>183</sup>.

Bisogna quindi preliminarmente valutare se l'azionista pretermesso avrebbe effettivamente aderito all'opa obbligatoria, o quantomeno stimare il grado di probabilità del suo disinvestimento<sup>184</sup>. Tale valutazione è tutt'altro che agevole, e la dottrina non ha mancato di sottolinearne varie criticità. Innanzitutto, taluno ha affermato che non sarebbe possibile calcolare il grado di probabilità di adesione all'opa da parte dell'azionista di minoranza, proprio perché non è dato conoscere con esattezza le condizioni e i termini ai quali l'offerta sarebbe stata lanciata. È stato anche sostenuto che se si considera (ai fini risarcitori) l'opa obbligatoria alla stregua di un'opzione *put*, non occorre neppure valutare in termini probabilistici l'adesione o meno all'offerta da parte dell'azionista di minoranza. Invero, l'incertezza investe solo l'esercizio o meno dell'opzione, ma non anche l'esistenza dell'opzione stessa, che è certa; e ciò che conta ai fini risarcitori è la lesione della semplice *possibilità* di aderire all'offerta (cioè la lesione del diritto di *put*). Questa lesione è certa e verificata, e come tale non richiede valutazioni probabilistiche<sup>185</sup>. Superato il vaglio preliminare, seguendo l'impostazione della S.C., il primo parametro di riferimento per quantificare il danno è quello del prezzo a cui l'opa

---

<sup>181</sup> Ad avviso della Corte si tratterebbe di un “*lucro cessante ipotetico*” (cfr. Cass. civ., 25 luglio 2018, n. 19741, cit.) ma parte della dottrina ha criticato questa qualificazione, riconducendo la perdita di *chance* alla categoria del danno emergente (ROLLI, *Private enforcement*, 1037).

<sup>182</sup> *Ex multis*, Cass. civ., 13 ottobre 2015, n. 20560, cit.

<sup>183</sup> Cass. civ., 25 luglio 2018, n. 19741, cit.

<sup>184</sup> ROLLI, *Private enforcement*, 1037.

<sup>185</sup> SACCHETTI, *Inadempimento*, 771.

sarebbe stata lanciata, che va determinato *ex post* attraverso i parametri fissati dall'art. 106, comma 2, t.u.f. Il secondo parametro corrisponde invece al valore medio dei corsi azionari nel periodo intercorrente fra il giorno entro cui l'opa doveva essere lanciata e il giorno in cui l'azionista di minoranza ha (i) venduto le proprie azioni oppure (ii) proposto la domanda risarcitoria.

Mi sembra che le conclusioni raggiunte con riguardo al listino principale dalla giurisprudenza e dalla dottrina ormai prevalenti, quanto alla sussistenza di un diritto al risarcimento del danno da mancata opa, possano essere efficacemente riportate anche all'interno di EGM<sup>186</sup>. La valutazione circa la natura (contrattuale) della responsabilità per violazione della clausola di opa endosocietaria<sup>187</sup> è anche più agevole in EGM rispetto al listino principale, proprio perché nel nostro caso l'opa obbligatoria discende innegabilmente da una clausola statutaria. Non esiste alcun sistema sanzionatorio pubblicistico potenzialmente idoneo a precludere la tutela risarcitoria<sup>188</sup>; a fronte dell'inadempimento dell'obbligo di offerta, gli azionisti pretermessi potranno quindi far valere la responsabilità dell'azionista di maggioranza ai sensi dell'art. 1218 c.c., con tutte le conseguenze in termini di onere probatorio e di prescrizione (decennale) che ne conseguono.

Le conclusioni della S.C. potrebbero essere sposate anche con riferimento alla quantificazione del danno patito dai soci pretermessi, riconoscendo ad esso la natura di danno da perdita di *chance*.

Si potrebbe peraltro ipotizzare, all'interno degli statuti degli emittenti EGM, la previsione di una clausola penale che predetermini l'ammontare dovuto dallo scalatore nel caso di violazione di obbligo di opa. L'ammissibilità della clausola penale statutaria è stata recentemente

---

<sup>186</sup> Ammette la risarcibilità del danno da mancata opa endosocietaria anche FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 84. Per completezza, bisogna ricordare che D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria*, 701 ha negato il diritto al risarcimento del danno argomentando che (come parte della dottrina ritiene) le regole organizzative poste dallo statuto non potrebbero essere inquadrare nello schema del diritto soggettivo e dell'obbligo, bensì in quello del potere e dell'onere. Pertanto, la violazione di tali regole non darebbe propriamente luogo a un inadempimento ma all'esercizio illegittimo di un potere, e quindi non a un problema risarcitorio ma di invalidità degli atti compiuti. Riconosco che la natura giuridica delle disposizioni statutarie sia oggetto di un dibattito di amplissimo respiro, e non intendo certo addentrarmi. Mi limito semplicemente a osservare che la clausola di opa endosocietaria non si presta per evidenti ragioni ad essere inquadrata nell'istituto del potere. Ma a ben vedere essa non può neppure essere ricondotta allo schema dell'onere, a meno di non concepire l'offerta obbligatoria come un "adempimento" previsto nell'interesse dello stesso azionista di maggioranza (cfr. la limpida definizione di onere fornita da TORRENTE e SCHLESINGER, *Manuale*, 79); è evidente però che una simile ricostruzione sarebbe del tutto innaturale. Del resto, alle stesse conclusioni è arrivata anche la Cassazione, seppure con riferimento all'opa obbligatoria *ex lege*, considerandola alla stregua di un vero e proprio obbligo e non semplicemente di un onere (v. *supra*).

<sup>187</sup> In questo senso MOSCA, *Acquisti di concerto*, 1350.

<sup>188</sup> Elemento su cui invece aveva fatto leva la Corte d'appello di Milano per negare il diritto al risarcimento del danno nelle pronunce relative al caso Fondiaria-Sai.

riconosciuta dal Consiglio Notarile di Milano<sup>189</sup>: tale orientamento accoglie con favore sia clausole penali che impongono una prestazione pecuniaria sia clausole penali “non monetarie”, che incidono sui diritti sociali degli azionisti inadempienti (ad esempio disponendo la sospensione dei loro diritti di voto<sup>190</sup>). Il Consiglio arriva a questa conclusione facendo leva sul fatto che (i) la legge stessa prevede delle ipotesi di “penale” a carattere risarcitorio (si pensi all’art. 2344, comma 2, c.c. che consente agli amministratori di dichiarare decaduto il socio moroso trattenendo le somme riscosse), e che (ii) i soci possono utilizzare a fini sanzionatori lo strumento del riscatto, prevedendo nello statuto le ipotesi che possono dar luogo all’acquisto coattivo delle azioni del socio inadempiente. Se si giunge dunque ad ammettere il riscatto a fini sanzionatori – argomenta il Consiglio – a maggior ragione dovrà ammettersi una più blanda clausola penale risarcitoria o diretta ad alterare i diritti sociali, ma che non faccia perdere lo *status socii*.

Lo strumento della clausola penale statutaria potrebbe rivelarsi molto utile all’interno di EGM per tutelare i soci di minoranza contro violazioni dell’obbligo di opa da parte del socio di maggioranza. Invero, essa eviterebbe agli oblati di dover provare l’ammontare del danno subito, operazione che può rivelarsi tutt’altro che semplice (seguendo l’orientamento della S.C., è necessario calcolare il prezzo al quale l’opa avrebbe dovuto essere lanciata). Ai nostri fini, lo statuto potrebbe demandare al *Panel* (sempre in qualità di terzo arbitratore) la determinazione del *quantum* dovuto, dettando i criteri a cui l’organismo deve attenersi per operare tale quantificazione. Questa previsione consentirebbe di modulare l’entità della penale sulla base delle circostanze del caso concreto, in particolar modo sulla base dell’andamento dei corsi borsistici al momento della contravvenzione all’obbligo di opa. Il *Panel* è sicuramente l’organismo più appropriato per effettuare questa determinazione, potendo non solo vantare un’approfondita conoscenza della materia, ma anche assumere una posizione *super partes*<sup>191</sup>. Al contrario, assegnare questa funzione al consiglio di amministrazione comporterebbe rischi di parzialità, considerando che l’organo amministrativo è spesso espressione del socio di maggioranza, e che quest’ultimo ha un forte interesse a che la penale sia contenuta nella misura minima possibile.

Se invece lo statuto determinasse la penale in misura fissa, essa rischierebbe di risultare eccessivamente alta in alcuni casi ed eccessivamente bassa in altri. Considerata la natura

---

<sup>189</sup> Cons. Not. Milano, Massima del 23 novembre 2021, n. 198.

<sup>190</sup> Una clausola penale statutaria di questo tipo è stata ammessa anche da BENAZZO, *Le “pene civili”*, 221.

<sup>191</sup> La rimessione di questo compito al *Panel* sarebbe anche coerente con la funzione che gli assegna il Regolamento di mercato, cioè quella di assumere determinazioni in relazione alle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (v. art. 6-*bis* r.e. EGM).



fluttuante dei corsi azionari, il danno subito dagli azionisti non può essere determinato a monte ma va valutato caso per caso: attraverso la clausola penale potrebbero quindi essere utilmente individuati i criteri alla stregua dei quali tale valutazione deve essere condotta.

#### 5.4 *L'esecuzione in forma specifica*

Passando in rassegna tutti i rimedi potenzialmente esperibili dagli azionisti di minoranza insoddisfatti, ci si deve interrogare sulla possibilità di azionare l'art. 2932 c.c. per imporre giudizialmente l'acquisto delle azioni da parte del socio di maggioranza che ha superato le soglie rilevanti. Tale possibilità è stata esclusa dalla prevalente dottrina<sup>192</sup> e dalla giurisprudenza<sup>193</sup> con riferimento all'opa obbligatoria *ex lege*, e ad analogia conclusione bisogna giungere anche per l'opa endosocietaria prevista all'interno di EGM. Preliminarmente, bisogna osservare che la clausola di cui al r.e. EGM non impone *propriamente* un obbligo di contrarre, bensì il diverso obbligo di presentare una proposta contrattuale: questo è un primo ostacolo all'eseguibilità dell'opa obbligatoria in forma specifica<sup>194</sup>, atteso che l'art. 2932 c.c. presuppone l'obbligo di "*concludere un contratto*". Inoltre, lo svolgimento dell'offerta è altamente procedimentalizzato<sup>195</sup> e presuppone la pubblicazione del documento d'offerta con tutte le informazioni prescritte dal r.e. Consob, fra cui i criteri utilizzati per determinare il prezzo d'offerta. Consentire l'esecuzione in forma specifica significherebbe non solo rimettere al giudice la determinazione del prezzo d'offerta, ma anche bypassare il procedimento d'offerta concepito proprio a tutela degli azionisti di minoranza. Il procedimento di offerta è stato pensato per far sì che le condizioni dei contratti stipulati con gli oblati siano eque; saltare l'intera fase procedimentale e arrivare direttamente alla determinazione del prezzo e alla conclusione del contratto di compravendita *ope iudicis* potrebbe dare risultati non soddisfacenti o irragionevoli. Non a caso, la clausola non impone un vero e proprio obbligo di contrarre, bensì l'obbligo di presentare una proposta contrattuale attivando la procedura attraverso la quale verranno delineati i termini dei contratti finali di compravendita azionaria. Non bisogna peraltro trascurare l'intervento del *Panel* nella fase procedimentale, che può rivelarsi molto importante per riequilibrare gli interessi in gioco – intervento che nel caso di esecuzione in forma specifica sarebbe omesso in radice. Per cui, nel caso di inottemperanza all'obbligo di opa, non appare

---

<sup>192</sup> GUIDOTTI, *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contr. impr.*, 2010, 869, *ivi* 883; FESTI, *Mancato lancio di o.p.a. obbligatoria e responsabilità*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 486; MORELLO, *Mancata promozione*, 411.

<sup>193</sup> Trib. Milano, 9 giugno 2007, *cit.*; App. Milano, 15 gennaio 2007, *cit.*

<sup>194</sup> Così anche MORELLO, *Mancata promozione*, 411.

<sup>195</sup> Cfr. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*, 84.

ragionevole “forzare” l’offerta in maniera innaturale; al contrario, sembra preferibile consentire agli azionisti di minoranza di affidarsi alla tutela risarcitoria ed eventualmente, come esposto di seguito, all’azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. Non si dimentichi poi che la violazione dell’obbligo di offerta fa scattare in ogni caso la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente ai danni dello scalatore.

Discorso diverso potrebbe farsi ove la clausola di opa obbligatoria fosse inquadrabile all’interno dell’istituto del riscatto<sup>196</sup>. In tal caso, gli azionisti di minoranza potrebbero provocare il trasferimento delle proprie azioni nei confronti dello scalatore attraverso una semplice manifestazione di volontà. Nel caso in cui lo scalatore si rifiutasse di pagare il prezzo, gli azionisti di minoranza potrebbero convenirlo in giudizio chiedendo (i) l’accertamento dell’avvenuto trasferimento della proprietà delle azioni a seguito dell’esercizio del riscatto e (ii) la condanna dello scalatore al pagamento del prezzo.

### 5.5 *La responsabilità degli amministratori*

Come anticipato, la competenza ad accertare il superamento della soglia rilevante spetta al consiglio di amministrazione. Potrà quindi darsi che, in presenza dei relativi presupposti, l’organo amministrativo rimanga colpevolmente inerte e non accerti l’obbligo di promuovere l’offerta in capo allo scalatore. Si produrranno in questo caso tutte le conseguenze già analizzate, e in particolare la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente e l’obbligo risarcitorio a favore degli azionisti pretermessi. In aggiunta al risarcimento del danno nei confronti del socio di maggioranza, gli azionisti di minoranza potranno poi far valere la responsabilità degli amministratori invocando il danno diretto *ex art. 2395 c.c.*<sup>197</sup>. Del resto, l’inerzia dolosa o colposa degli amministratori in questo caso configura un’omissione che non consente ai soci di beneficiare dell’*exit* e conseguire il premio di controllo: si tratta senz’altro di un danno diretto al patrimonio del singolo socio, e che non è certo il riflesso di alcun danno al patrimonio sociale<sup>198</sup>. Il mancato accertamento del superamento della soglia da parte dell’organo amministrativo genera un pregiudizio direttamente nei confronti dei soci senza che il patrimonio sociale ne risenta, atteso che le offerte pubbliche di acquisto sono relative a operazioni di compravendita tra soci.

---

<sup>196</sup> Come però argomentato *supra*, § 2.3, questa ipotesi è tendenzialmente da escludersi.

<sup>197</sup> Così anche FORNASARI, *L’o.p.a. obbligatoria*, 87.

<sup>198</sup> Ove invece si trattasse di un danno “riflesso”, la responsabilità *ex art. 2395 c.c.* non sarebbe invocabile (v. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, 2028).

Tuttavia, rispetto alla responsabilità che gli oblati possono far valere nei confronti dello scalatore, la responsabilità del consiglio di amministrazione ha natura extracontrattuale<sup>199</sup>, il che espone gli azionisti di minoranza a un onere probatorio più gravoso. Essi dovranno infatti provare che il danno subito è eziologicamente riferibile a un comportamento doloso o colposo degli amministratori.

L'ammissibilità dell'azione di responsabilità per danno diretto nei confronti degli amministratori induce anche a riflettere sul diverso ruolo del consiglio di amministrazione degli emittenti EGM con riguardo alle opa obbligatorie. Negli emittenti quotati in mercati regolamentati, il ruolo del consiglio di amministrazione viene in rilievo soprattutto una volta che l'opa viene lanciata, ad esempio con la pubblicazione del comunicato *ex art. 103 t.u.f.* (che, lo si ricorda, non è richiesto per le opa disciplinate dal r.e. EGM). Al contrario, il consiglio di amministrazione di un emittente EGM è tenuto ad attivarsi nella fase precedente al lancio dell'opa, rilevando il superamento della soglia rilevante e accertando la sospensione del diritto di voto sulla partecipazione eccedente. Si tratta di una funzione non di poco conto, considerato che il suo mancato o erroneo esercizio espone gli amministratori a pesanti responsabilità nei confronti dei soci di minoranza.

---

<sup>199</sup> In questo senso si esprimono dottrina e giurisprudenza prevalenti: per tutti, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* 2, 392.

## CAPITOLO III

### PROSPETTIVE DI AMMISSIBILITÀ DELLO *SQUEEZE-OUT* E DEL *SELL-OUT* STATUTARI

#### 1 Introduzione

Come anticipato<sup>1</sup>, non sempre gli statuti degli emittenti EGM hanno recepito in maniera fedele il modello di clausola di opa statutaria contenuto nella Scheda Sei del Regolamento di mercato. In un caso eclatante, come si è visto, l'emittente ha fissato la soglia rilevante ai fini dell'opa obbligatoria al 50% del capitale sociale, in aperto contrasto con le prescrizioni regolamentari che impongono di attenersi alle soglie fissate dal t.u.f.

Tuttavia, la difformità rispetto al modello di clausola statutaria che si presenta in maniera più frequente è senz'altro quella a cui è dedicato il presente Capitolo. In particolare, oltre a richiamare gli artt. 106 e 109 t.u.f., molti emittenti hanno esteso il richiamo alle disposizioni degli artt. 108 e 111 t.u.f. in materia di obbligo e diritto di acquisto (e alle annesse norme regolamentari). Dall'analisi degli statuti degli emittenti EGM risulta che si tratta di una prassi ormai diffusissima<sup>2</sup>, tanto che gli emittenti che non la seguono rappresentano ormai delle eccezioni.

In realtà però, il Regolamento di mercato non prevede che gli statuti recepiscano anche queste norme ulteriori; il loro richiamo potrebbe essere quindi considerato una forma di *c.d. gold plating*, finalizzato ad aumentare la virtuosità delle regole di *governance* degli emittenti EGM, di fatto avvicinandoli (quanto alla disciplina applicabile) alle società quotate nei mercati regolamentati<sup>3</sup>.

Senonché, nelle società quotate in mercati regolamentati il diritto e l'obbligo di acquisto hanno fondamento legislativo. Nel momento in cui le relative norme vengono richiamate dagli statuti di società non quotate su mercati regolamentati diviene necessario vagliarne l'ammissibilità

---

<sup>1</sup> V. *supra*, Capitolo II, §§ 3.6-3.7.

<sup>2</sup> TRISCORNIA, *Il "gioco dell'opa" all'AIM*, 833; ANNUNZIATA, *AIM Italia*, 257.

<sup>3</sup> Così ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan*, 75.

alla luce del diritto societario comune. Non è scontato, infatti, che le società “chiuse” possano far propri i diritti di *squeeze-out* e *sell-out* previsti (eccezionalmente) per gli emittenti quotati. Si tratta di un’indagine analoga a quella effettuata con riferimento all’art. 106 t.u.f.: in tal caso, il ragionamento ha permesso di concludere che l’istituto dell’opa obbligatoria può essere trapiantato per via statutaria anche in società “chiuse”<sup>4</sup>. In questo caso, l’analisi comincerà dal recepimento statutario del diritto di acquisto *ex art.* 111 t.u.f. per poi passare all’obbligo di acquisto *ex art.* 108 t.u.f.

## 2 Il diritto di acquisto (o *squeeze-out*) statutario

### 2.1 L’art. 111 t.u.f. e i problemi di un suo richiamo statutario

L’art. 111 t.u.f. disciplina il c.d. diritto di acquisto. Il presupposto applicativo della norma è il lancio di un’offerta pubblica di acquisto totalitaria all’esito della quale l’offerente venga a detenere “una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli”. Al verificarsi di questa situazione, la norma attribuisce all’offerente il “diritto di acquistare i titoli residui”. Vi sono due ulteriori condizioni per procedere all’acquisto: la prima è che l’offerente manifesti la sua intenzione di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l’accettazione dell’offerta; la seconda è che l’offerente abbia dichiarato di volersi avvalere del diritto di acquisto nel documento d’offerta. La norma disciplina un vero e proprio diritto di *squeeze-out*<sup>5</sup> appannaggio dell’azionista di maggioranza che abbia acquistato la quasi totalità del capitale sociale a seguito di un’offerta totalitaria, consentendogli di espellere dalla società i soci di estrema minoranza. Un tale diritto è senz’altro ammissibile se previsto per legge<sup>6</sup>; se invece esso ha fonte statutaria, questa conclusione non è così immediata. Invero, lo *squeeze-out* rappresenta una forma di “estromissione forzosa” dei soci di minoranza da parte del socio di maggioranza, che permette a quest’ultimo di far perdere agli altri lo *status socii* e costringerli a disinvestire contro la (o a prescindere dalla) loro volontà. Pertanto, la sua previsione all’interno di società che non rientrano nel perimetro di applicazione dell’art. 111 t.u.f., come gli emittenti EGM, necessita di

---

<sup>4</sup> V. *supra*, Capitolo II, § 2.

<sup>5</sup> PICCO e VENTORUZZO, *Offerte pubbliche*, 486.

<sup>6</sup> In passato, parte della dottrina ha espresso dubbi di legittimità costituzionale della norma alla luce della tutela della proprietà privata e della disciplina dell’espropriazione per pubblica utilità prevista dall’art. 42 Cost., ma tali dubbi sono stati fugati dalla dottrina più recente (PICCO e VENTORUZZO, *Offerte pubbliche*, 488).

un solido ancoraggio normativo. L'analisi che segue ha proprio l'obiettivo di indagare la legittimità di uno *squeeze-out* statutario alla luce degli istituti del diritto azionario comune.

## 2.2 *Il riscatto di azioni: l'istituto più affine allo squeeze-out statutario*

Lo *squeeze-out* consente di acquistare forzosamente le azioni di uno o più soci e provocarne la fuoriuscita dalla società: il che intuitivamente conduce ad accostarlo alle clausole di riscatto di azioni.

Le clausole di riscatto azionario trovano oggi piena legittimazione nell'art. 2437-*sexies* c.c., introdotto con la riforma organica del diritto societario del 2003. Prima della riforma, l'unica fattispecie di riscatto contemplata dall'ordinamento era quella che lo concepiva come modalità di esecuzione di una "riduzione reale" del capitale sociale mediante riscatto e annullamento di azioni. Tuttavia, si erano diffuse nella prassi clausole di riscatto avente funzione diversa, che la dottrina aveva qualificato come clausole di riscatto "atipiche"<sup>7</sup>, ad esempio la previsione statutaria della riscattabilità delle azioni con prestazioni accessorie nel caso di interruzione dell'erogazione di tali prestazioni da parte del socio<sup>8</sup>.

All'epoca, parte della dottrina<sup>9</sup> aveva negato l'ammissibilità di ipotesi di riscatto azionario atipiche. Tale dottrina argomentava che una clausola di riscatto si sarebbe risolta in uno "*strumento di espropriazione forzata della qualifica di socio*" inammissibile alla luce dei principi generali del diritto societario, *in primis* del principio di libera trasferibilità delle azioni<sup>10</sup>. Altra parte della dottrina propendeva invece per l'ammissibilità del riscatto convenzionale<sup>11</sup>. Veniva in particolare evidenziato che esso non si attegga propriamente come limite alla trasferibilità delle azioni; inoltre, si affermava che esso non può essere paragonato all'esclusione del socio (consentita unicamente dall'art. 2344 c.c. per il caso di mancato pagamento delle quote). Invero, mentre l'esclusione è idonea a determinare, seppur in *extrema ratio*, l'annullamento delle azioni del socio moroso con conseguente riduzione del capitale

---

<sup>7</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 231.

<sup>8</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Soc.*, 2008, 415, *ivi* 416.

<sup>9</sup> SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità*, 309-310. V. anche Trib. Milano, 17 aprile 1982, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, 506, con nota di CARCANO; in *Giur. comm.*, 1983, II, 397, con nota di PRESTI.

<sup>10</sup> SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità*, 309.

<sup>11</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 63-64; GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, 135; PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, 87.

sociale, il riscatto produce solo il trasferimento delle azioni del socio riscattato nei confronti del soggetto riscattante<sup>12</sup>.

Come accennato, l'istituto del riscatto azionario è stato definitivamente consacrato con l'introduzione dell'art. 2437-*sexies* c.c. Tale norma, collocata fra le disposizioni in tema di recesso, consente la creazione di “azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci”. Ove tali azioni vengano create, la norma dispone l'applicazione degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., che dettano rispettivamente i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso e il procedimento di liquidazione della partecipazione. L'introduzione di questo articolo ha dato vita a una fiorente elaborazione dottrinale, anche considerata l'estrema sinteticità, e per certi versi “laconicità”<sup>13</sup>, della formulazione normativa.

Esauriti questi brevi cenni sulla genesi del riscatto azionario, occorre adesso verificare se il richiamo statutario (in società non quotate su mercati regolamentati) al diritto di *squeeze-out* di cui all'art. 111 t.u.f. possa effettivamente essere ricondotto all'art. 2437-*sexies* c.c. Per far questo, occorrerà immaginare l'art. 111 t.u.f. alla stregua di una ipotetica clausola statutaria di riscatto, per poi verificarne la compatibilità con i principi elaborati dalla dottrina che si è occupata specificamente dell'istituto.

Prima di cominciare il ragionamento è bene però sottolineare un primo punto su cui gli interpreti sembrano convergere. Esso riguarda la natura della situazione giuridica soggettiva in capo al titolare del “potere” di riscatto: tale posizione giuridica viene ricostruita in termini di diritto potestativo. La fattispecie “base” prevista dalla norma consiste quindi nella soggezione al riscatto degli azionisti, o anche solo di alcune categorie<sup>14</sup>, e nell'attribuzione del diritto di riscatto alla società o ai soci (tutti o alcuni); è possibile anche configurare anche un riscatto a favore di terzo o per persona da nominare<sup>15</sup>. In quanto titolare di un diritto potestativo, la parte riscattante può provocare il trasferimento delle azioni a proprio favore attraverso una semplice

---

<sup>12</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 48 e 52. L'A. sostiene l'ammissibilità del riscatto convenzionale anche criticando le tesi volte ad attribuire importanza eccessiva alla dottrina dei diritti individuali del socio. Si v. anche PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763 e PREITE, *L'“abuso” della regola di maggioranza*, 158.

<sup>13</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili*, 415.

<sup>14</sup> È bene sottolineare sin d'ora che la soggezione al riscatto non riguarda, a rigore, i titolari delle azioni bensì le azioni stesse. La natura “anonima” della S.p.A. e il carattere “seriale” delle azioni impediscono infatti che tale situazione giuridica sia direttamente riferibile a soci identificati personalmente; al contrario, la soggezione al riscatto è sempre “mediata” dalla titolarità di azioni riscattabili. Per il diritto potestativo di riscatto il discorso è parzialmente diverso (v. più diffusamente *infra*, nota 20), nella misura in cui tale diritto può essere attribuito non solo ai soci ma anche alla società (e non è necessario in tal caso che la società sia titolare di azioni proprie) e, come parte della dottrina ammette, persino a terzi (v. nota seguente).

<sup>15</sup> V. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili*, 421-422; PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 131.

manifestazione di volontà, senza necessità di alcuna collaborazione da parte del socio riscattato<sup>16</sup>.

### 2.3 *Il rinvio statutario all'art. 111 t.u.f. come clausola di riscatto ex art. 2437-sexies c.c.*

Immaginando il rinvio statutario all'art. 111 t.u.f. alla stregua di una clausola di riscatto *ex art. 2437-sexies* emerge che il diritto di riscatto è subordinato al verificarsi di tre condizioni: (i) il lancio di un'opa totalitaria; (ii) il raggiungimento della soglia del 95% del capitale sociale a seguito dell'opa totalitaria; (iii) la dichiarazione, all'interno del documento d'offerta, di volersi avvalere del diritto di riscatto. Inoltre, il diritto di riscatto è ulteriormente: (iv) contenuto in una finestra temporale di tre mesi (decorrenti dalla data di chiusura dell'offerta) e (v) efficace dal momento della comunicazione alla società emittente dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca. Infine, (vi) il prezzo d'acquisto e la forma che esso deve avere sono determinati sulla base di specifici criteri. Nel presente sottoparagrafo ci si occuperà delle prime cinque caratteristiche, mentre il successivo sottoparagrafo avrà ad oggetto la sesta.

Fra le prime tre condizioni, quella che suscita maggior interesse è senz'altro la seconda, ovverosia il raggiungimento di una determinata soglia di capitale sociale ai fini dell'esercizio del riscatto.

In generale, una clausola che subordini il diritto di riscatto al raggiungimento di una determinata soglia di capitale sociale è ammissibile nel nostro ordinamento: in tal caso, il riscatto si configura come “diritto di quota”<sup>17</sup>. Essa ha natura peculiare rispetto ad altre clausole di riscatto perché non determina la creazione di categorie particolari di azioni. Di regola, infatti, la soggezione al potere di riscatto è idonea a fondare una autonoma categoria di azioni<sup>18</sup>: a questa conclusione gli interpreti arrivano tramite un'interpretazione ampia del concetto di “diritti diversi” di cui all'art. 2348 c.c., ricomprendendovi non solo i “diritti soggettivi” in senso stretto bensì qualunque posizione soggettiva inerente alle azioni, a prescindere che essa abbia contenuto attivo o passivo<sup>19</sup>. Tuttavia, nel caso del riscatto strutturato come diritto di quota tutte le azioni possono potenzialmente essere soggette all'acquisto coattivo, nel caso in cui un altro socio raggiunga una partecipazione pari alla soglia rilevante. In questa situazione, dal lato passivo non esistono azioni che non siano astrattamente soggette al potere di riscatto; pertanto,

---

<sup>16</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 63.

<sup>17</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 166.

<sup>18</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili*, 420; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, 594; PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 150.

<sup>19</sup> NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, 601; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965, *ivi* 967.



non è possibile identificare una autonoma categoria di azioni caratterizzate da questa soggezione.

La stessa situazione si verifica dal lato attivo. Invero, il potere di riscatto è esercitabile da chiunque raggiunga la soglia rilevante di partecipazione: pertanto, qualunque socio potrebbe in astratto oltrepassare la predetta soglia e riscattare tutte le altre azioni. Il che consente di sorvolare la questione se il potere di riscatto debba essere riferito esclusivamente alle azioni o possa essere anche assegnato ad alcuni soci soltanto, su base nominativa<sup>20</sup>. Invero, il riscatto configurato come diritto di quota è attribuito a tutti i soci perché, come ricordato, chiunque potrebbe oltrepassare la soglia e rilevare le azioni residue. Queste conclusioni non cambiano alla luce delle due condizioni ulteriori a cui il riscatto è subordinato nel nostro caso, ovverosia il lancio dell'opa totalitaria e la menzione nel documento d'offerta dell'intenzione di avvalersi del diritto di acquisto. Queste due condizioni non pongono problemi particolari e possono perciò ritenersi ammissibili.

La clausola di riscatto di cui ci stiamo occupando è poi temporalmente limitata: il diritto di acquisto è infatti esercitabile entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'adesione all'offerta pubblica d'acquisto. Anche questa caratteristica appare pienamente conforme ai principi che governano l'istituto del riscatto. Per la verità, quanto alla fissazione di un termine di durata per l'esercizio del riscatto statutario si sono diffusi vari orientamenti in dottrina, dal momento che l'art. 2437-*sexies* c.c. non si esprime al riguardo. Secondo una prima opinione, in mancanza di una previsione statutaria l'esercizio del potere di riscatto sarebbe assoggettato al termine di 180 giorni di cui all'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c.<sup>21</sup>. A tale orientamento si è convincentemente obiettato che non solo il termine previsto dall'art. 2437-*quater* c.c. non è richiamato in alcun modo dall'art. 2437-*sexies* c.c., ma è di per sé fissato come termine ultimo per la liquidazione delle azioni in caso di recesso. Si tratta cioè del termine entro cui il procedimento di liquidazione deve concludersi, e in quanto tale non può essere analogicamente esteso all'esercizio del potere di riscatto<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> La dottrina maggioritaria ritiene infatti che, in considerazione della "irrelevanza" della persona del socio nella S.p.A., le posizioni giuridiche soggettive della compagine sociale non siano riferibili direttamente ai soci, ma alle azioni da essi detenute (DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 30; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 58, *ivi* 61; GALLETTI, *Art. 2437-sexies*, 1636). Non si potrebbe quindi riconoscere il diritto di riscatto ai soci su base nominativa, poiché ciò significherebbe attribuire loro diritti svincolati dalla titolarità di azioni; al contrario, nella S.p.A. tutte le posizioni giuridiche dei soci devono essere filtrate dalla partecipazione azionaria (v. VITALI, *Le azioni riscattabili*, 159).

<sup>21</sup> CIOCCA, *Art. 2437-sexies*, 822; CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 51, *ivi* 69, secondo il quale il termine semestrale potrebbe essere ridotto ma non esteso dall'autonomia statutaria; BUSANI e SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Soc.*, 2012, 157, *ivi* 159.

<sup>22</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 97; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 89.

Un secondo orientamento ritiene invece che, ove lo statuto non fissi un termine per l'esercizio del riscatto, questo possa essere esercitato in ogni tempo<sup>23</sup>. Secondo i sostenitori di questa posizione, l'art. 2437-*sexies* c.c. non potrebbe essere integrato con i termini finali previsti da altre disposizioni normative, come quelle in tema di vendita con patto di riscatto (art. 1500 c.c.), di opzione (art. 1331 c.c.) e di decesso del socio di società di persone (art. 2284 e 2289, comma 4, c.c.). Invero, in tali casi la previsione di un termine finale è ispirata a *ratio* che non si rinvergono nell'istituto del riscatto azionario.

Al contrario, un terzo orientamento ritiene applicabile per analogia la previsione del termine finale per l'esercizio del diritto di opzione *ex* art. 1331 c.c., alla cui matrice, secondo questa parte della dottrina, il riscatto di azioni deve essere ricondotto<sup>24</sup>. Pertanto, nel silenzio dello statuto, il termine per l'esercizio del riscatto azionario dovrebbe essere individuato dal giudice. Nonostante le diverse soluzioni a cui addiungono, tutte e tre le interpretazioni non sembrano mettere in dubbio che lo statuto possa fissare un termine finale per l'esercizio del diritto di riscatto<sup>25</sup>. Il richiamo all'art. 111 t.u.f. comporta il recepimento del termine trimestrale decorrente dalla chiusura del periodo d'offerta, e tale termine risulta conforme a tutti gli orientamenti dottrinali sviluppatasi in tema.

Quanto al momento in cui si perfeziona l'acquisto delle partecipazioni, l'art. 111 t.u.f. dispone che *“il trasferimento ha efficacia dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società emittente”*. Come per gli aspetti analizzati in precedenza, anche rispetto al momento di efficacia del riscatto, in cui il socio riscattato perde la titolarità delle azioni e il riscattante la acquista, l'art. 2437-*sexies* c.c. non dà alcuna indicazione. Gli interpreti hanno perciò proposto varie soluzioni. Secondo una prima interpretazione, sposata dalla dottrina prevalente<sup>26</sup>, il riscatto avrebbe efficacia al momento del pagamento del corrispettivo (o della sua offerta reale) a favore della parte riscattata: questo orientamento concepisce il riscatto come una fattispecie a formazione progressiva, che viene a compimento a seguito del pagamento del prezzo della partecipazione riscattata<sup>27</sup>. Fra le argomentazioni a favore di questa posizione vi sono innanzitutto considerazioni di natura equitativa: si vuole tutelare il socio riscattato facendo sì che la perdita della titolarità delle

---

<sup>23</sup> Così, sostanzialmente, VITALI, *Le azioni riscattabili*, 89-90.

<sup>24</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 100-101.

<sup>25</sup> Secondo il primo orientamento tale termine non potrebbe essere superiore a sei mesi (v. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario*, 69).

<sup>26</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario*, 76; DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 386, *ivi* 394; MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata*, 233; CIOCCA, *Art. 2437-*sexies**, 822 e, di recente, PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 168.

<sup>27</sup> PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 168.

partecipazioni si accompagni a un'immediata reintegrazione patrimoniale<sup>28</sup>. Altri autori arrivano invece a questa soluzione applicando analogicamente la regola dettata in tema di vendita con patto di riscatto (art. 1503 c.c.)<sup>29</sup>; altri ancora estendono in via analogica proprio la disposizione di cui all'art. 111, comma 3, t.u.f. in tema di *squeeze-out* conseguente a un'opa totalitaria<sup>30</sup>.

Altra parte della dottrina<sup>31</sup> ritiene invece che il riscatto abbia efficacia nel momento in cui il titolare delle azioni riscattate riceve l'informativa riguardante il loro valore. Come nel caso del recesso, in cui il socio ha diritto di conoscere il valore di liquidazione delle azioni almeno quindici giorni prima dell'assemblea (art. 2437-ter, comma 5, c.c.), anche nel caso del riscatto sarebbe iniquo privare il socio riscattato della titolarità delle azioni senza neppure metterlo in condizione di conoscere il valore che gli sarà riconosciuto.

Infine, vi è chi sostiene che, in assenza di diversa indicazione normativa, le regole in tema di riscatto di azioni non possono prescindere dall'applicazione del principio consensualistico<sup>32</sup>. Il trasferimento delle azioni si perfeziona quindi attraverso la semplice manifestazione di volontà da parte del riscattante; sorgerà a questo punto l'obbligo in capo a tale soggetto di corrispondere il prezzo alla parte riscattata. In altre parole, secondo questa tesi il pagamento del prezzo non influisce sul momento in cui il riscatto acquista efficacia, ma rappresenta un semplice obbligo a carico del riscattante conseguente all'acquisto della titolarità delle azioni. In ogni caso, nulla vieta che lo statuto condizioni sospensivamente l'efficacia del riscatto al pagamento del prezzo delle azioni entro un certo termine<sup>33</sup>.

Anche in questo caso, il richiamo statutario al terzo comma dell'art. 111 t.u.f. appare in linea con tutte e tre le predette soluzioni. È in particolare perfettamente coerente con la prima, che per ragioni equitative e di sistema fa coincidere la perdita della titolarità delle azioni col pagamento del prezzo (o con la sua offerta reale). Ma a ben vedere non cozza neppure con la seconda e la terza interpretazione. Invero, esse anticipano il momento di perfezionamento del trasferimento delle azioni ma non escludono che lo statuto possa spostarlo a un momento successivo, giacché questo non farebbe altro che offrire maggior tutela alle parti riscattate.

---

<sup>28</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario*, 76; CIOCCA, *Art. 2437-sexies*, 822; PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 168.

<sup>29</sup> V. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 158-159, prima della riforma del 2003, nell'ambito di una più generale ricostruzione volta a conferire valenza "transipica" alle varie ipotesi di riscatto previste dalla legge, valenza che consentirebbe, nel caso di lacune normative, di avvalersi l'una della disciplina dettata per l'altra (nei limiti della compatibilità).

<sup>30</sup> MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata*, 233.

<sup>31</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 88.

<sup>32</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 119.

<sup>33</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 123.

#### 2.4 *La determinazione del corrispettivo*

Attraverso un rinvio all'art. 108 t.u.f., l'art. 111, comma 2, t.u.f. dispone che il corrispettivo per l'acquisto forzoso dei titoli residui “è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente”. Il richiamo statutario all'art. 111 t.u.f. fa sì che tale criterio debba essere utilizzato anche per determinare il corrispettivo dovuto dallo scalatore agli azionisti di minoranza riscattati. Senonché, l'art. 2437-*sexies* c.c. stabilisce che al riscatto di azioni si applicano gli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., che dettano rispettivamente i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso e il procedimento di liquidazione. Quanto alle regole sul procedimento di liquidazione, la dottrina ritiene che esse siano applicabili al riscatto a favore della società, ma non a quello a favore dei soci<sup>34</sup>: in quest'ultimo caso non vi è infatti l'esigenza di riallocare le azioni oggetto del trasferimento, poiché la loro titolarità passa direttamente al socio riscattante<sup>35</sup>. L'art. 2437-*quater* c.c. non viene perciò in rilievo nel caso che ci occupa.

Discorso diverso va fatto per l'art. 2437-*ter* c.c., a mente del quale “il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”. Si tratta di un criterio diverso da quello previsto dall'art. 111 t.u.f., che prende come riferimento il prezzo dell'opa totalitaria lanciata precedentemente. Potrebbe quindi ben verificarsi che l'applicazione di tale ultima modalità di calcolo determini un corrispettivo inferiore a quello che sarebbe risultato applicando i parametri della “consistenza patrimoniale” e delle “prospettive reddituali” della società, nonché del “valore di mercato delle azioni”. Bisogna pertanto verificare se il criterio di cui all'art. 2437-*ter*, comma 2, c.c. sia derogabile *in peius* dallo statuto; se così non fosse, potrebbero sorgere dei problemi al verificarsi della situazione menzionata poc'anzi.

Anche su questo tema la dottrina ha espresso opinioni diverse. In particolare, vi è chi ritiene che gli statuti possano prevedere criteri di determinazione del valore di riscatto anche peggiorativi rispetto a quelli previsti dall'art. 2437-*ter* c.c.<sup>36</sup>. Questa posizione fa leva sul mancato richiamo, da parte dell'art. 2437-*sexies* c.c., al divieto previsto dall'ultimo comma

---

<sup>34</sup> AA.VV., *Problematiche*, 16.

<sup>35</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 248.

<sup>36</sup> ENRIQUES, *Spunti*, 113; ENRIQUES e SCASSELLATI SFARZOLINI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità*, in *Not.*, 2004, 69, *ivi* 75.

dell'art. 2437 c.c. L'unico limite sarebbe quello del divieto di "mero arbitrio" nella determinazione del corrispettivo dovuto alla parte riscattata<sup>37</sup>.

Un altro filone dottrinale ritiene invece che i criteri di valorizzazione delle azioni di cui all'art. 2437-ter siano tendenzialmente non modificabili dall'autonomia statutaria. Non sarebbero perciò ammissibili parametri che avessero l'effetto di determinare un valore di riscatto non coincidente con il valore reale delle azioni trasferite<sup>38</sup>.

Infine, parte consistente degli interpreti ritiene che i parametri di cui all'art. 2437-ter c.c. non possano essere derogati *in peius* dallo statuto, in modo da evitare che alcuni soci possano venire estromessi dalla società senza ricevere un adeguato ristoro patrimoniale<sup>39</sup>. All'interno di questa corrente di pensiero vi sono poi alcune divergenze interpretative: ad esempio, taluni ritengono derogabili i parametri di equa valorizzazione delle azioni ove la clausola di riscatto sia configurata come una clausola penale che scatti a fronte di un inadempimento della parte riscattata<sup>40</sup>. Non è questo però il caso della clausola di riscatto di cui ci stiamo occupando, che non presuppone alcun inadempimento da parte dei soci riscattati ma semplicemente il superamento di una determinata soglia di capitale sociale da parte dello scalatore.

Sposando quest'ultimo filone interpretativo, il richiamo all'art. 111 t.u.f. potrebbe porre dei problemi di compatibilità col sistema qualora il prezzo dell'opa totalitaria fosse inferiore al valore delle azioni determinato alla stregua dei parametri di equa valorizzazione. In tal caso, infatti, il riscatto delle azioni avverrebbe ad un prezzo inferiore rispetto a quello minimo prescritto dalla legge. Pertanto, per assicurare la conformità della clausola alla legge, gli amministratori, in occasione dell'esercizio dello *squeeze-out* da parte del socio di maggioranza, dovrebbero sempre confrontare il prezzo offerto in tale sede col valore delle azioni determinato *ex art. 2437-ter c.c.* Nel caso in cui il secondo fosse maggiore del primo, sarebbe consigliabile elidere la differenza incrementando il corrispettivo offerto agli azionisti di minoranza riscattati fino a raggiungere l'ammontare dell'equa valorizzazione prescritta dal Codice civile.

## 2.5 *L'introduzione del rinvio all'art. 111 t.u.f. durante societate: unanimità o maggioranza?*

Un'ultima questione da affrontare riguarda le modalità di introduzione nello statuto del rinvio al diritto di *squeeze-out* previsto dall'art. 111 t.u.f., che, come argomentato poc'anzi, può essere ricondotto all'istituto del riscatto azionario. Si tratta di una modifica statutaria che interviene in

<sup>37</sup> GALLETTI, *Art. 2437-sexies*, 1639.

<sup>38</sup> MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali*, 142-143; MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, 115.

<sup>39</sup> CIOCCA, *Art. 2437-sexies*, 813; CALLEGARI, *Art. 2437-sexies*, 1447; PACIELLO, *Art. 2437-sexies*, 1148.

<sup>40</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 231.

sede di ammissione alla negoziazione su EGM: pertanto, occorre analizzare a quali condizioni sia possibile introdurre una clausola di riscatto nello statuto *durante societate*.

Prima della riforma del 2003, la dottrina sosteneva l'introducibilità a maggioranza delle clausole di riscatto nello statuto<sup>41</sup>. Si argomentava che il riscatto è un fenomeno che attiene alla vita organizzativa della società: pertanto, spetta alla maggioranza assembleare deliberare circa la sua introduzione o soppressione dal contratto sociale. Il fatto che l'esercizio del riscatto possa provocare la perdita dello *status socii* non è rilevante: non solo, infatti, è ormai superata la teoria dei diritti individuali dei soci (fra cui spiccava proprio il diritto a mantenere la qualità di socio), ma esistono anche altri istituti di diritto societario che producono lo stesso risultato del riscatto di azioni.

A seguito della riforma, la dottrina ha assunto posizioni variegate. Da un lato vi è chi ha reiterato l'applicazione del principio maggioritario, in considerazione del fatto che l'introduzione a statuto di una clausola di riscatto legittimerebbe i soci dissenzienti al recesso *ex art.* 2437, comma 2, lett. b), c.c.<sup>42</sup>. Invero, la dottrina maggioritaria ritiene che le clausole di riscatto costituiscano dei "vincoli" alla circolazione delle azioni e che diano quindi corso al recesso<sup>43</sup>, anche se non mancano voci contrarie<sup>44</sup>.

Altra parte della dottrina<sup>45</sup>, che ha specificamente contestato la riconduzione delle clausole di riscatto all'art. 2437, comma 2, lett. b), c.c. ai fini dell'applicazione del principio maggioritario, assume al riguardo una posizione intermedia. Secondo tale interpretazione, talune clausole di riscatto sono introducibili a maggioranza, talaltre richiedono invece l'unanimità: il criterio discretivo è costituito dal principio di parità di trattamento. In particolare, ove l'introduzione della clausola di riscatto contrasti con tale principio sarà necessaria l'unanimità (*rectius*, il consenso dei soci le cui azioni divengono riscattabili per effetto della clausola), negli altri casi invece basterà una deliberazione assembleare assunta a maggioranza<sup>46</sup>. Ad esempio, dovrebbero essere introdotte all'unanimità le clausole per effetto delle quali le azioni di uno o più soci diventano immediatamente riscattabili: in tal caso, infatti, il riscatto sarebbe "ritagliato" sulle persone dei soci e richiederebbe quindi il loro consenso per poter legittimamente operare.

---

<sup>41</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 220.

<sup>42</sup> MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, 119, il quale comunque riconosce che la maggioranza non può travalicare i limiti imposti dai principi di buona fede e parità di trattamento.

<sup>43</sup> Per tutti, CALLEGARI, *Art. 2437-sexies*, 1445.

<sup>44</sup> MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *RDS*, 2011, 655, *ivi* 664; LUCIANI e LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, I, 2011, 904, *ivi* 921.

<sup>45</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 283.

<sup>46</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 290.

Al contrario, non sarebbe richiesto il consenso del socio per introdurre clausole di riscatto che riguardano tutte le azioni in circolazione, ovverosia per effetto delle quali tutte le azioni diventano potenzialmente riscattabili. In tal caso, argomenta questa dottrina, tutte le azioni hanno la “*medesima possibilità di subire l’esercizio del meccanismo potestativo*”<sup>47</sup>, pertanto non può invocarsi alcuna violazione del principio di parità di trattamento.

Applicando quest’ultima interpretazione al caso che ci occupa, si concluderebbe che la clausola statutaria di richiamo all’art. 111 t.u.f. può essere introdotta nello statuto a maggioranza. Come già rilevato, il richiamo a tale norma si traduce infatti in una clausola di riscatto riguardante tutte le azioni in circolazione, perché subordina il potere di acquisto dei titoli residui al raggiungimento di una determinata soglia di capitale sociale a seguito di opa totalitaria. Per effetto del richiamo al diritto di *squeeze-out* ex art. 111 t.u.f., tutte le azioni divengono quindi potenzialmente riscattabili perché qualunque socio potrebbe raggiungere la soglia rilevante e rilevare le partecipazioni residue. Propende per l’introducibilità a maggioranza anche un contribuente che si è occupato nello specifico del tema dello *squeeze-out* statutario<sup>48</sup>. Secondo gli A., la clausola di *squeeze-out* statutario è riconducibile a una clausola di riscatto e può essere introdotta nello statuto a maggioranza, purché (i) vengano rispettate le norme che disciplinano il procedimento di modifica dello statuto e (ii) al momento dell’introduzione della clausola, nessun socio versi in condizioni tali da consentirgli di esercitare lo *squeeze-out* (se così fosse, si profilerebbero gli estremi dell’abuso di maggioranza).

Vi è poi un’altra corrente di pensiero secondo la quale le clausole di riscatto non possono essere introdotte nello statuto a maggioranza ma soltanto all’unanimità, o comunque con il consenso dei soci riscattabili. Questa parte degli interpreti evidenzia che l’art. 2437-*sexies* c.c. deve essere interpretato alla luce della disciplina europea, che dedica una norma proprio all’istituto del riscatto. Si tratta in particolare dell’art. 82 della Direttiva 2017/1132/UE<sup>49</sup>, a mente del quale ove uno Stato membro autorizzi le società a emettere azioni riscattabili, il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o dall’atto costitutivo prima della sottoscrizione di tali azioni (cfr. art. 82, lett. a) della Direttiva). Richiedendo l’autorizzazione statutaria prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili, la norma sembra di fatto precludere la conversione forzata di azioni già emesse in azioni riscattabili. La *ratio* della disposizione è infatti quella di evitare che un socio possa “subire” una deliberazione assembleare assunta a maggioranza che assoggetti le sue

---

<sup>47</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 296.

<sup>48</sup> Così LUCIANI e LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario*, 912 e 920. Gli A. intendono lo *squeeze-out* alla stregua di una clausola di riscatto che consente al socio che abbia superato una determinata soglia di capitale sociale di rilevare le azioni residue.

<sup>49</sup> Già art. 39 della Seconda Direttiva in materia societaria (Direttiva 77/91/CEE).

azioni al potere di riscatto della società o di altro socio<sup>50</sup>. Tuttavia, nulla impedisce ai soci di minoranza di rinunciare alla tutela apprestata dalla norma in commento. Infatti, l'autorizzazione statutaria preventiva richiesta dalla norma serve proprio ad evitare che alle minoranze vengano imposte situazioni soggettive passive contro la loro volontà; tale garanzia è però rinunciabile da parte dei soci interessati. Pertanto, la conversione di azioni già emesse in azioni riscattabili *durante societate* sarà permessa ove il socio titolare delle partecipazioni vi acconsenta espressamente<sup>51</sup>: sarebbe invero eccessivo negare in ogni caso questa possibilità, dal momento che la *ratio* della norma comunitaria è rispettata ove gli azionisti interessati prestino il proprio consenso alla conversione<sup>52</sup>.

Questa stessa conclusione è stata raggiunta anche dalla dottrina che ha analizzato le clausole di riscatto nell'ambito di una più ampia trattazione dedicata alle clausole di co-vendita<sup>53</sup>. In particolare, dopo aver ricondotto le clausole di co-vendita (*tag* e *drag-along*) all'istituto del riscatto, questa dottrina si interroga se esse possano essere introdotte nello statuto a maggioranza oppure sia necessaria l'unanimità. Ove si avesse riguardo al solo diritto interno, si dovrebbe arrivare alla conclusione che è sufficiente una delibera assunta a maggioranza, dal momento che l'introduzione di clausole di riscatto fa scattare il recesso *ex art.* 2437, comma 2, lett. b) c.c. e poiché, più in generale, “*secondo il diritto societario riformato qualunque parte dello statuto di una società per azioni è modificabile a maggioranza*”<sup>54</sup>. Tuttavia, le norme interne devono essere sempre interpretate alla luce del dettato comunitario<sup>55</sup>. Nel nostro caso, alla luce dell'art. 82 della Direttiva 2017/1132/UE, una clausola di riscatto introdotta a maggioranza sarebbe valida secondo il diritto interno, ma inefficace nei confronti dei soci che non vi hanno acconsentito; in altre parole, essa non potrebbe essere opposta all'azionariato esistente qualora i titolari delle azioni già emesse non la accettino espressamente<sup>56</sup>.

Secondo altra dottrina invece, la norma europea menzionata poc'anzi sarebbe applicabile solo alle forme di riscatto azionario in cui il diritto potestativo spetti alla società e il cui esercizio sia finalizzato al successivo annullamento delle azioni<sup>57</sup>. Ad avviso di quest'A., ciò spiegherebbe l'inserimento nell'art. 82 della Direttiva di alcune condizioni a tutela dell'integrità del capitale

---

<sup>50</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 231.

<sup>51</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina*, 232; RONDINELLI, *Il processo di armonizzazione*, 63. Si v. anche GUERRINI, *Azioni riscattabili*, 843.

<sup>52</sup> MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata*, 246-247.

<sup>53</sup> DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, 78; ID., *Vengo anch'io: no, tu no*, 340.

<sup>54</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no*, 339-340.

<sup>55</sup> Cfr. WEIGMANN, *Gli incerti confini*, 682.

<sup>56</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no*, 341.

<sup>57</sup> PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 100.



sociale, come la necessaria immobilizzazione di poste corrispondenti al valore delle azioni riscattate (lett. e) e la necessaria iscrizione dell'operazione nel registro delle imprese (lett. h). Sennonché, il riscatto seguito da annullamento delle azioni non è altro che una modalità di riduzione del capitale sociale, che quindi soggiace alla disciplina dettata per questo tipo di operazioni. Peraltro, nel caso di riduzione del capitale mediante riscatto e annullamento di azioni non è neppure necessario applicare il vincolo contabile menzionato poc'anzi, perché, dovendo le azioni essere annullate, la provvista necessaria per acquistarle può derivare dalla riduzione di capitale stessa<sup>58</sup>.

Se si aderisce alla tesi per cui l'introduzione della clausola di riscatto è subordinata al consenso di tutti gli azionisti su cui essa incide, è necessario trarre delle rilevanti conseguenze per il richiamo statutario al diritto di *squeeze-out* ex art. 111 t.u.f., che come più volte ripetuto va inteso alla stregua di una clausola di riscatto. Ebbene, alla luce delle considerazioni esposte poc'anzi, tale clausola non può essere introdotta a maggioranza ma richiede il consenso di tutti gli azionisti interessati. Dal momento che il diritto di *squeeze-out* può potenzialmente essere esercitato nei confronti di tutte le azioni in circolazione (non è possibile predeterminare *ex ante* quali saranno le azioni parte del residuo 5% del capitale sociale), se ne deve dedurre che il richiamo all'art. 111 t.u.f. necessita del consenso di *tutti* gli azionisti esistenti al momento della sua introduzione.

Va ricordato comunque che il richiamo a questa norma non è imposto dal Regolamento di mercato, il quale si limita a prescrivere il rinvio ai soli artt. 106 e 109 t.u.f. assieme alle norme regolamentari correlate. Al contrario, si tratta di una prassi diffusasi spontaneamente fra gli emittenti EGM che, come argomentato in precedenza<sup>59</sup>, potrebbe essere intesa come una forma di *gold-plating* volta a tutelare ancor di più gli azionisti di minoranza. Ciò comunque non toglie che si tratta di una soluzione di cui non è verificata l'efficacia, e quindi la possibilità di *enforcement*, nei confronti dell'azionariato esistente. Infatti, se la deliberazione di assemblea straordinaria che introduce il richiamo all'art. 111 t.u.f. è adottata a maggioranza, il diritto di

---

<sup>58</sup> Secondo la tesi criticata, a nulla rileverebbe il fatto che gli artt. 36 ss. della medesima Direttiva prevedano espressamente il "ritiro forzato di azioni" quale modalità di riduzione del capitale sociale, perché "*altro è deliberare una riduzione del capitale e prevedere che il ritiro forzato costituisca una (delle possibili) modalità di esecuzione di tale operazione, altro è decidere di avvalersi del diritto di riscattare azioni (appunto riscattabili), e conseguentemente poi dover procedere al loro annullamento con necessaria riduzione del capitale. [...] Nel secondo caso [...] l'operazione è il riscatto, [...] e l'annullamento delle azioni rimane una mera conseguenza dell'operazione principale e mai il suo obiettivo prioritario.*" (PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 101). Al di là della non conclusività di questa argomentazione, essa comunque non spiega per quale motivo la società, una volta esercitato il potere di riscatto, sarebbe poi costretta in ogni caso ad annullare le azioni acquistate in questo modo e non potrebbe invece mantenerle in portafoglio (nei limiti dettati dall'art. 2357 c.c., beninteso).

<sup>59</sup> V. *supra*, § 1.

*squeeze-out* che ne deriva non potrà essere esercitato nei confronti degli azionisti che non abbiano prestato il proprio consenso alla modifica statutaria. Ne consegue che un ipotetico scalatore che acquisti un pacchetto di controllo dal socio di maggioranza, e sia quindi costretto a lanciare un'opa totalitaria, potrebbe non riuscire a rilevare la totalità dei titoli ove alcuni azionisti non aderiscano all'offerta. Infatti, se si tratta di azionisti che non hanno prestato il loro consenso all'introduzione del richiamo statutario all'art. 111 t.u.f., lo scalatore non potrà esercitare lo *squeeze-out* nei loro confronti<sup>60</sup>.

### **3 L'obbligo di acquisto (o *sell-out*) statutario**

#### *3.1 L'art. 108 t.u.f. e i problemi di un suo richiamo statutario*

L'art. 108 t.u.f. disciplina due ipotesi di c.d. obbligo di acquisto. La prima ipotesi (comma 1) ha per presupposto l'acquisto di una soglia pari al 95% del capitale sociale a seguito di offerta pubblica di acquisto totalitaria: in questa situazione, il socio di maggioranza ha l'obbligo di acquistare i titoli dei soci di minoranza che lo richiedano.

La seconda ipotesi (comma 2) presuppone invece l'acquisto di una partecipazione pari al 90% del capitale sociale. Anche in questo caso, il socio di maggioranza ha l'obbligo di acquistare le partecipazioni dei soci di minoranza residui che desiderino uscire dalla società “*se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni*”.

La durata del periodo entro cui possono pervenire le richieste di acquisto da parte degli azionisti di minoranza è concordata con il gestore del mercato fra un minimo di 15 e un massimo di 25 giorni (v. art. 50-*quinquies*, comma 1, r.e. Consob). Quanto al corrispettivo, nel caso in cui le predette percentuali siano raggiunte a seguito di offerta pubblica totalitaria, le azioni di minoranza sono acquistate al medesimo prezzo offerto in sede di opa (comma 3); negli altri casi, il corrispettivo è determinato dalla Consob sulla base di alcuni criteri (comma 4). Dal momento che per gli emittenti EGM non è possibile ottenere la determinazione del corrispettivo ad opera dell'autorità, spesso gli statuti integrano il richiamo all'art. 108 t.u.f. dettando criteri

---

<sup>60</sup> Se fosse stato il r.e. EGM stesso a prescrivere il richiamo al diritto di *squeeze-out*, si sarebbe forse addirittura prospettata una responsabilità di Borsa Italiana (che ha predisposto il Regolamento di mercato) nei confronti dello scalatore. Se infatti quest'ultimo intendesse azionare il proprio diritto di *squeeze-out* a seguito dell'opa, se ne vedrebbe opporre l'inefficacia da parte degli azionisti di minoranza che non hanno acconsentito all'introduzione della clausola statutaria in esame. Pertanto, nell'ipotesi prospettata in questa nota, l'offerente avrebbe potuto convenire in giudizio Borsa Italiana e chiedere il risarcimento del danno per aver predisposto un Regolamento di mercato (in parte) giuridicamente inefficace.

autonomi da applicare nei casi in cui il prezzo del *sell-out* dovrebbe essere determinato dalla Consob. In particolare, spesso la competenza a determinare il prezzo è rimessa al consiglio di amministrazione, che deve attenersi al rispetto dei criteri di cui agli artt. 2437-*bis* ss. c.c. oppure ai medesimi criteri previsti per gli emittenti quotati<sup>61</sup>; in alternativa, in alcuni casi si ricorre a una società di revisione<sup>62</sup> oppure a un esperto nominato dal Tribunale<sup>63</sup>.

Dal punto di vista degli effetti economici, il richiamo all'art. 108 t.u.f. non fa altro che imporre una sorta di ulteriore opa obbligatoria allo scalatore, attribuendo ai soci di minoranza un'altra possibilità di *exit* tramite un'opzione *put*<sup>64</sup>. Non a caso, il comma 6 dell'art. 108 t.u.f. dispone che se il corrispettivo offerto è pari a quello dell'opa totalitaria precedente, l'obbligo di acquisto può essere adempiuto attraverso una riapertura dei termini dell'offerta medesima.

Come per l'art. 111 t.u.f., anche l'art. 108 t.u.f. deve essere osservato con la lente dei principi generali del diritto societario in modo da vagliare l'ammissibilità di un suo richiamo statutario in società non quotate su mercati regolamentati.

### 3.2 Sell-out e azioni redimibili

Lo schema disegnato dall'art. 108 t.u.f. è per molti aspetti speculare rispetto a quello previsto dall'art. 111 t.u.f. Entrambe le norme determinano infatti il trasferimento forzoso delle azioni residue dai soci di minoranza allo scalatore; tuttavia, nel primo caso il trasferimento si produce su iniziativa dei soci di minoranza, nel secondo su iniziativa dello scalatore. Il *sell-out* ex art. 108 t.u.f. comporta quindi la "soggezione" dello scalatore alla volontà degli azionisti di minoranza, che hanno il diritto di *far acquistare* i propri titoli (e così uscire dalla società) a un prezzo prestabilito.

Tentando di inquadrare il *sell-out* all'interno del diritto societario comune, l'istituto più calzante sembra essere quello delle azioni redimibili. Si tratta di azioni che incorporano un diritto di *put*: il loro titolare ha cioè diritto di far acquistare coattivamente le proprie partecipazioni da un altro

---

<sup>61</sup> V. ANNUNZIATA, "Il migliore dei mondi possibili"?, 1215-1216.

<sup>62</sup> Si v. ad es. l'art. 12-*bis* dello statuto di Acquazzurra S.p.A., a mente del quale in tutti i casi in cui il corrispettivo per l'obbligo o il diritto di acquisto debba essere determinato dalla Consob e non sia possibile ottenere tale determinazione, esso è pari al maggiore tra (i) il prezzo determinato, secondo i parametri di cui al r.e. Consob, da una società di revisione nominata dal presidente di Assirevi e (ii) il prezzo più elevato pagato per l'acquisto di strumenti finanziari della medesima categoria nel corso dei 12 mesi precedenti il sorgere del diritto o dell'obbligo di acquisto da parte del soggetto a ciò tenuto o dai suoi concertisti, per quanto noto al consiglio di amministrazione. Tale criterio è adottato anche da molti altri emittenti (v. ad es. anche l'art. 12-*bis* dello statuto di Aton Green Storage S.p.A.).

<sup>63</sup> V. l'art. 12 dello statuto di Alfio Bardolla Training Group S.p.A.

<sup>64</sup> PICCO e VENTORUZZO, *Offerte pubbliche*, 486.

soggetto. Nonostante qualche dubbio in passato<sup>65</sup>, oggi la dottrina maggioritaria riconosce l'ammissibilità delle azioni redimibili nel nostro ordinamento<sup>66</sup>. Esse sono state analizzate soprattutto come tecnica di finanziamento nelle operazioni di *private equity*<sup>67</sup>: in tali contesti, il finanziatore ha interesse a smobilizzare il proprio investimento decorso un certo periodo di tempo, e le azioni redimibili possono rappresentare un'utile opportunità per farlo.

È però incerto se tale tipologia di azioni sia riconducibile al *genus* delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437-*sexies* c.c. Parte della dottrina risponde affermativamente, riconducendo alla norma menzionata poc'anzi anche fattispecie di riscatto c.d. obbligatorio<sup>68</sup>, in cui il potere di riscatto spetta al titolare delle azioni riscattande e non già al soggetto che le acquisterà per effetto del riscatto. Al contrario, altra parte della dottrina, pur non mettendo in discussione l'ammissibilità in generale delle azioni redimibili, esclude che esse possano essere ricondotte all'art. 2437-*sexies* c.c. Le argomentazioni a sostegno di questa tesi sono variegatae, ma non tutte condivisibili. Ad esempio, vi è chi esclude che si possa parlare di "riscatto obbligatorio" di azioni perché tale fattispecie rappresenterebbe un'inutile duplicazione dell'istituto del recesso convenzionale, che consente all'autonomia privata di disciplinare ulteriori situazioni (rispetto a quelle già previste per legge) in cui i soci hanno la possibilità di disinvestire<sup>69</sup>. Tuttavia, le azioni redimibili e il recesso convenzionale non sono del tutto sovrapponibili. Una prima evidente differenza sta nel fatto che, nel caso del recesso, ove le azioni non vengano acquistate dagli altri soci o collocate presso terzi (cfr. art. 2437-*quater* c.c.), il corrispettivo a favore dell'azionista receduto è a carico della società; al contrario, la soggezione all'altrui potere di far acquistare forzatamente delle azioni può gravare tanto sulla società quanto su uno o più soci (come nel caso del *sell-out*)<sup>70</sup>. In secondo luogo, mentre il procedimento di liquidazione delle azioni in caso di recesso si può concludere, in ultima analisi, con un annullamento delle azioni accompagnato da una riduzione del capitale sociale, l'esercizio del potere incorporato nelle

---

<sup>65</sup> PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 330, *ivi* 337.

<sup>66</sup> Già prima della riforma, v. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, 242. Dopo la riforma, SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537, *ivi* 571; DE COSTA, *Le azioni redimibili*, 2; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 106. Anche il notariato si è recentemente espresso in senso affermativo al riguardo (v. Cons. Not. Roma, Massima del 5 luglio 2016, n. 5; Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, n. 67 del 2018).

<sup>67</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *RDC*, 2006, 195; ID., *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Soc.*, 2019, 1327, *ivi* 1328.

<sup>68</sup> CIOCCA, *Art. 2437-*sexies**, 809; PACIELLO, *Art. 2437-*sexies**, 1146; CALLEGARI, *Art. 2437-*sexies**, 1148; GALLETI, *Art. 2437-*sexies**, 1635-1636.

<sup>69</sup> PISTOCCHI, *Azioni riscattabili*, 124-125.

<sup>70</sup> DE COSTA, *Le azioni redimibili*, 8. Deve però essere esclusa l'ammissibilità di azioni redimibili che pongano l'obbligo di acquisto in capo a un terzo (estraneo alla compagine sociale), perché le clausole statutarie vincolano soltanto i soci (v. Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 67 del 2018).

azioni redimibili comporta puramente e semplicemente il trasferimento della loro titolarità da un soggetto a un altro dietro pagamento di un corrispettivo.

Altra parte della dottrina sostiene invece che le azioni redimibili non sono riconducibili al riscatto azionario perché quest'ultimo fenomeno ricomprenderebbe soltanto i casi in cui al soggetto riscattante sia attribuito un potere di acquisto forzoso di azioni altrui, non anche un potere di vendita forzosa di azioni proprie. Tanto si evincerebbe dalla formulazione dell'art. 2437-*sexies* c.c., che parla appunto di "potere di riscatto". La stessa dottrina riconosce in ogni caso che questo non varrebbe ad escludere l'ammissibilità di azioni connotate da un c.d. diritto al riscatto (ovverosia le azioni redimibili)<sup>71</sup>.

Vi è anche chi, sposando un'interpretazione ampia del fenomeno del riscatto, sostiene che le azioni redimibili sono riconducibili a tale istituto, ma non per questo assoggettate alla disciplina dell'art. 2437-*sexies* c.c. Tale norma disciplinerebbe soltanto le ipotesi che prevedono un potere di riscatto a favore della società o dei soci, cioè le fattispecie di riscatto "attivo", in cui il riscattante ha la possibilità di acquistare forzosamente azioni altrui<sup>72</sup>. Tale tipologia di riscatto viene classificata come "riscatto convenzionale a legittimazione legale". Tuttavia, nel silenzio della norma non si può escludere l'ammissibilità nel nostro ordinamento di ipotesi atipiche di riscatto, come quello "inverso" in cui colui che acquista le azioni si trova in realtà in una posizione di soggezione all'altrui potestà di vendita. Si tratta di ipotesi di riscatto convenzionale c.d. "puro" o, per l'appunto, "atipico", e proprio perché esse non vengono menzionate dall'art. 2437-*sexies* c.c. non ne ricevono la disciplina<sup>73</sup>. In altre parole, la norma avrebbe disciplinato specifici aspetto di un istituto (quello del riscatto) di cui si postula l'ammissibilità in termini generali<sup>74</sup>: l'autonomia privata statutaria è dunque libera di introdurre clausole che prevedano obblighi di riscatto.

### 3.3 *Le condizioni apponibili e l'introduzione della clausola nello statuto*

Come anticipato, le azioni redimibili, incorporanti un diritto al riscatto delle proprie azioni, sono state analizzate soprattutto come strumento di finanziamento della società. Si tratta dell'ipotesi in cui a fronte di un apporto di risorse vengono emesse azioni *put* a tempo, che il socio avrà diritto di rivendere in un momento successivo a un corrispettivo predeterminato. In

---

<sup>71</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 106.

<sup>72</sup> CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili*, 1328.

<sup>73</sup> L'A. fa riferimento in particolare all'ipotesi di obbligo di riscatto a scadenza fissa delle azioni del socio finanziatore.

<sup>74</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, 199.

tal caso, le azioni redimibili costituiscono una “categoria particolare di azioni” ai sensi dell’art. 2348 c.c.: si ritiene infatti che la redimibilità possa di per sé costituire un “diritto diverso” idoneo a fondare un’autonoma categoria di azioni<sup>75</sup>. Ci si deve però chiedere se il diritto a far vendere le proprie azioni possa connotare in astratto tutte le partecipazioni sociali, e non solo una parte di esse. Invero, il richiamo all’art. 108 t.u.f. attribuisce ai soci di minoranza residui il diritto di *sell-out*, ma (come per lo *squeeze-out*) non è possibile predeterminare in anticipo quali azioni costituiranno il residuo 5%<sup>76</sup> del capitale sociale non in mano allo scalatore a seguito dell’opa. Pertanto, immaginando il richiamo all’art. 108 t.u.f. come una clausola statutaria che istituisce delle azioni redimibili, l’attributo della redimibilità caratterizzerebbe potenzialmente tutte le azioni.

In generale, si ritiene che il potere incorporato nelle azioni redimibili possa essere subordinato a condizioni di vario tipo, riguardanti ad esempio l’andamento della società, i suoi soci ovvero circostanze esterne (come l’ammissione a quotazione o il *delisting* della società)<sup>77</sup>. Pertanto, nulla osterebbe alla subordinazione del diritto alla vendita delle azioni al superamento di una determinata soglia di capitale sociale da parte di un socio. Ci si deve però interrogare se questa condizione possa dar corso alla redimibilità in astratto a favore di tutte le azioni (in concreto, saranno redimibili le azioni non acquisite dallo scalatore costituenti il residuo 5%<sup>78</sup> del capitale sociale).

Un problema analogo si è posto con riferimento al riscatto azionario<sup>79</sup>: ci si è cioè chiesti se il potere di riscatto potesse riguardare tutte le azioni. Al quesito, è stata data risposta positiva: un esempio è costituito dal riscatto configurato come “diritto di quota”, analizzato nel paragrafo precedente<sup>80</sup>. Tale conclusione si basa su due considerazioni: (i) l’art. 2437-*sexies* c.c. parla di potere di riscatto attribuito ad “azioni o categorie di azioni”, differenziando l’ipotesi di un potere di riscatto generalizzato da quella di un potere di riscatto attribuito solo a determinate categorie azionarie<sup>81</sup>; (ii) non esistono limiti di legge o di sistema alla previsione di un diritto di riscatto generalizzato. Facendo leva sul secondo argomento, di carattere sistematico (atteso che la fattispecie delle azioni redimibili non trova un ancoraggio normativo esplicito), si può

---

<sup>75</sup> DE COSTA, *Le azioni redimibili*, 4; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 106.

<sup>76</sup> O 10%, nel caso previsto dal comma 2 dell’art. 108 t.u.f.

<sup>77</sup> Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 67 del 2018.

<sup>78</sup> V. nota 76.

<sup>79</sup> Lo mette in luce PAGANIN, *Azioni redimibili*, 82.

<sup>80</sup> V. *supra*, § 2.3.

<sup>81</sup> In questo senso la dottrina prevalente: v. VITALI, *Le azioni riscattabili*, 129; MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, 114.

concludere che nulla osta a che il carattere della redimibilità accomuni tutte le azioni della società<sup>82</sup>.

Chiarita la ammissibilità di una clausola statutaria che trasformi le azioni della società in azioni redimibili, condizionando il relativo diritto potestativo al raggiungimento di una determinata soglia di capitale sociale, bisogna chiedersi se per l'introduzione a statuto di tale previsione basti una deliberazione assunta con le regolari maggioranze richieste per le modifiche statutarie o se occorra invece l'unanimità. La soluzione sarebbe abbastanza agevole nel caso in cui lo statuto prevedesse il diritto al riscatto soltanto nei confronti di una o più categorie di azioni: in tal caso sarebbe infatti necessario il consenso dei relativi titolari<sup>83</sup>. Tuttavia, come già evidenziato, nel nostro caso la soggezione all'obbligo di acquisto connota in astratto tutte le azioni della società, dal momento che la redimibilità è condizionata al superamento di una determinata soglia di capitale sociale.

La legge non si esprime sul punto, e il tema non sembra essere stato ancora affrontato nello specifico da dottrina e giurisprudenza. Per cercare di dare una risposta al quesito potrebbe quindi essere utile seguire i percorsi argomentativi illustrati dagli autori che si sono occupati delle maggioranze necessarie per introdurre a statuto le clausole di riscatto (e in particolare le pattuizioni di trascinamento).

Partendo dal dato normativo, non si rinvergono indici espliciti che consentano di derogare alla regola generale per cui le modifiche al contratto sociale possono essere deliberate a maggioranza. Se poi la clausola in esame venisse interpretata come un vincolo alla circolazione delle azioni, essa potrebbe ricadere nella fattispecie di cui all'art. 2437, comma 2, lett. b) c.c. e così soggiacere alla disciplina del recesso. In tal caso, non si potrebbe mettere in discussione la sua introducibilità nello statuto a maggioranza; ma anche in caso contrario la soluzione sarebbe la stessa, dal momento che le ipotesi in cui è richiesta l'unanimità per le modifiche statutarie rappresentano delle eccezioni<sup>84</sup>. Per sciogliere la questione sarebbe perciò necessario determinare se anche la clausola statutaria in esame rientri nel campo di applicazione dell'art. 82 della Direttiva 2017/1132/UE. In caso affermativo, anche per la conversione di azioni ordinarie in azioni redimibili sarebbe necessario il consenso dei soci onerati dell'acquisto (cfr. lett. a), con tutte le conseguenze già esaminate con riguardo all'introduzione del rinvio statutario all'art. 111 t.u.f.: in particolare, la clausola non potrebbe essere opposta agli azionisti

---

<sup>82</sup> In questo senso sempre PAGANIN, *Azioni redimibili*, 83. Resta inteso che, ove l'obbligo di acquisto sia posto a carico della società, non potranno essere superati i limiti all'acquisto di azioni proprie di cui all'art. 2357 c.c.

<sup>83</sup> In questo senso Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 67 del 2018.

<sup>84</sup> Lo mette in luce DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie*, 77-78.

(preesistenti alla sua introduzione) che non vi abbiano acconsentito espressamente. Ove invece la norma in esame non si applicasse al nostro caso, allora le clausole statutarie che importano la conversione delle azioni esistenti in azioni redimibili potrebbero essere introdotte nello statuto a maggioranza. Invero, non constano nell'ordinamento interno indici sufficienti a derogare la regola generale secondo cui le modifiche statutarie possono essere deliberate a maggioranza.

#### 3.4 *La determinazione del corrispettivo*

Come anticipato, l'art. 108 t.u.f. dispone che ove la soglia rilevante ai fini dell'obbligo di acquisto sia raggiunta a seguito di opa totalitaria, il corrispettivo dovuto agli azionisti di minoranza è pari al prezzo dell'offerta precedente: occorre pertanto indagare se tale criterio di determinazione del corrispettivo sia lecito se applicato alle azioni redimibili.

Potrebbero porsi dei dubbi con riguardo alle norme in tema di equa valorizzazione dettate in tema di recesso (art. 2437-*bis* s.s. c.c.), che vengono espressamente richiamate dalla disciplina del riscatto azionario. Ove esse si applicassero anche alle ipotesi di riscatto "inverso", se ne dovrebbe concludere che il richiamo statutario all'art. 108 t.u.f. deve essere integrato con i criteri di equa valorizzazione di cui al Codice civile, analogamente a quanto avviene per il richiamo all'art. 111 t.u.f.<sup>85</sup>. In realtà però, la dottrina sembra escludere che le azioni redimibili siano soggette ai criteri di equa valorizzazione richiamati dall'art. 2437-*sexies* c.c. Anche gli autori che qualificano le azioni redimibili come un'ipotesi atipica di riscatto riconoscono che l'art. 2437-*sexies* c.c. si riferisce esclusivamente alle ipotesi di riscatto "attivo", in cui l'esercizio del diritto potestativo comporta l'acquisto coattivo (e non la vendita) di azioni<sup>86</sup>.

Non potendo applicare l'art. 2437-*sexies* c.c. alle azioni redimibili, è stata perciò ipotizzata una soluzione intermedia volta a contemperare le esigenze dei soci, nell'esercizio della loro autonomia statutaria, con quelle della società. Così, nel caso in cui il pagamento del corrispettivo sia a carico della società dovranno applicarsi per analogia le disposizioni in tema di recesso, incluse quelle sull'equa valorizzazione. Se invece la vicenda si esaurisce tra i soci (come nel nostro caso, in cui i soci di minoranza possono far acquistare forzatamente i propri

---

<sup>85</sup> V. *supra*, § 2.4.

<sup>86</sup> Così CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, 201; ID., *Azioni e quote riscattabili*, 1330. Nel senso che l'art. 2437-*sexies* c.c. è applicabile solo alle ipotesi di riscatto a iniziativa di chi acquista, e non di chi vende, v. anche DE LUCA, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 862, *ivi* 867.



titoli dallo scalatore), allora non vi sarà motivo di imporre l'applicazione dei parametri di equa valorizzazione delle partecipazioni<sup>87</sup>.

Alla medesima conclusione è arrivato anche il ceto notarile affermando che, nel caso del riscatto “attivo”, gli azionisti che all'esito della vicenda perdono la titolarità delle proprie azioni si trovano in una posizione di *patis* che giustifica l'applicazione dei parametri di equa valorizzazione. Al contrario, nel caso delle azioni redimibili è lo stesso azionista a scegliere di spogliarsi delle proprie partecipazioni; il che consente margini di manovra più ampi in ordine alla determinazione del prezzo di acquisto. È quindi possibile ancorare il corrispettivo a indici diversi dalla situazione patrimoniale della società e dalle sue prospettive reddituali, quand'anche peggiorativi rispetto ai parametri dettati dall'art. 2437-ter c.c.<sup>88</sup>.

### 3.5 *Il sell-out come diritto potestativo o come riapertura del termine di adesione all'offerta pubblica di acquisto*

Il comma 6 dell'art. 108 t.u.f. dispone che “*se il corrispettivo offerto è pari a quello proposto nell'offerta precedente l'obbligo può essere adempiuto attraverso una riapertura dei termini della stessa*”. Il recepimento di questa disposizione all'interno dello statuto degli emittenti EGM fa sì che il diritto di *sell-out* possa essere interpretato in due modi diversi. Innanzitutto, il richiamo all'art. 108 t.u.f. potrebbe essere inteso come una clausola statutaria istitutiva di azioni redimibili, operante nelle modalità indicate nei paragrafi precedenti.

Tuttavia, il comma 6 della norma in analisi consente di adempiere l'obbligo di acquisto attraverso una riapertura dei termini dell'opa: in questo caso, il *sell-out* consiste in un prolungamento dell'offerta, in modo tale che gli azionisti di minoranza godano di un periodo di tempo aggiuntivo per aderirvi. Sposando questa impostazione, il richiamo statutario all'art. 108 t.u.f. sarebbe direttamente connesso al richiamo all'art. 106 t.u.f., che disciplina l'obbligo di opa al superamento delle soglie rilevanti.

La differenza fra le due clausole sta nel fatto che mentre il rinvio all'art. 106 t.u.f. impone allo scalatore l'attivazione del procedimento di offerta, con tutti gli oneri che ne conseguono, il rinvio all'art. 108, comma 6, t.u.f. si riferisce a un'offerta pubblica di acquisto già lanciata, e si limita a disporre la riapertura dei termini. Pertanto, in virtù di quest'ultima norma gli azionisti possono dichiarare di aderire all'offerta entro il termine supplementare e determinare così il perfezionamento del contratto di cessione delle azioni.

---

<sup>87</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 108.

<sup>88</sup> Cfr. Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 67 del 2018. Analogamente, v. Cons. Not. Roma, Massima del 5 luglio 2016, n. 5.

In conclusione, il richiamo statutario all'art. 108 t.u.f può essere interpretato in due modi. Da un lato, esso potrebbe essere considerato alla stregua di una clausola che trasforma tutte le azioni della società in azioni redimibili (o riscattande), dotate di un diritto al riscatto nei confronti dello scalatore al superamento della soglia del 90% o del 95% (a seconda dei casi) da parte sua. Al raggiungimento di tali soglie si aprirebbe quindi una parentesi "societaria", che consente agli azionisti di minoranza di trasferire coattivamente (in virtù del diritto potestativo incorporato nei titoli azionari redimibili) le proprie partecipazioni in capo allo scalatore.

Dall'altro lato, valorizzando il richiamo al sesto comma della norma in analisi, il *sell-out* potrebbe essere interpretato come una *riapertura* della parentesi "contrattuale" costituita dall'offerta pubblica di acquisto lanciata in precedenza. In tal caso, gli azionisti di minoranza non sarebbero titolari di un diritto potestativo a vendere le proprie partecipazioni; al contrario, essi diverrebbero destinatari di un'offerta di acquisto irrevocabile (per un determinato periodo di tempo). Nel caso in cui intendessero aderire a tale offerta, potrebbero farlo attraverso una semplice manifestazione di volontà che assumerebbe la valenza di un'accettazione (art. 1326 c.c.) idonea a determinare la conclusione del contratto di compravendita di azioni.

In entrambi i casi, la dichiarazione dell'azionista di minoranza comporta automaticamente il trasferimento delle azioni in capo al socio di maggioranza: nel secondo caso in virtù del principio del consenso traslativo, nel primo in virtù dei principi che governano il funzionamento dei diritti potestativi.

## BIBLIOGRAFIA

- A -

AA.VV., *Problematiche civilistiche e fiscali vecchie e nuove*, Wolters Kluwer, Milano, 2021.

AA.VV., *Il mercato di borsa per le PMI: AIM Italia*, Il Sole 24Ore, Milano, 2009.

ABRIANI, *Codice delle società*, UTET, Torino, 2016.

ABRIANI, *Art. 2351*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, Bologna, 2004, 321 ss.

AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, 2, UTET, Torino, 2022, 2003 ss.

ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, I, 2014, 865.

ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, 23.

ANNUNZIATA e LAMBIASE, *Euronext Growth Milan (ex AIM Italia) ed Euronext Growth Paris. Mercati di crescita per le PMI a confronto*, Egea, Milano, 2022.

ANNUNZIATA, *"Il migliore dei mondi possibili"? L'accesso delle PMI alle trading venues: libertà, condizionamenti e gold plating*, in *Riv. soc.*, 2021, 1175.

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>11</sup>, Giappichelli, Torino, 2021.

ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, 242.

ANNUNZIATA, *Le società di gestione dei mercati regolamentati*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, 2, Zanichelli, Bologna, 2020, 1088 ss.

ANNUNZIATA e LIACE, *Offerta pubblica di acquisto totalitaria*, in *Commentario all'offerta pubblica d'acquisto*, a cura di FAUCEGLIA, Giappichelli, Torino, 2010, 160 ss.

ARMOUR e SKEEL, *The Divergence of U.S. and UK Takeover Regulation*, in *30 Regulation*, 50-59 (2007).

**- B -**

BALLERINI, *I patti di co-vendita: aspetti operativi*, in *Contr. impr.*, 2014, 1467.

BARENGHI, *L'oggetto del contratto*, in *Diritto Civile*, diretto da Lipari e Rescigno e coordinato da Zoppini, 3\*\*, Giuffrè, Milano, 2009, 327 ss.

BENAZZO, *Le "pene civili" nel diritto privato d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2005.

BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un'anomalia del sistema italiano*, in *Riv. reg. merc.*, 2020, 280.

BORDIGA, *Spunti in tema di autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 768.

BOTTI, *Clausole di covendita e trascinamento*, Giuffrè, Milano, 2022.

BUSANI e SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Soc.*, 2012, 157.

BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria*, in *Riv. not.*, I, 2005, 453.

**- C -**

CALLEGARI, *Art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, 2, Zanichelli, Bologna, 2004, 1447 ss.

CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Soc.*, 2019, 1327.

CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *RDC*, 2006, 195

CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1995.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*<sup>10</sup>, a cura di M. Campobasso, UTET, Torino, 2020.

CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, 506.

CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 51.

CERA, *Le società quotate nei mercati*<sup>2</sup>, Zanichelli, Bologna, 2020.

CIAN, *I sistemi multilaterali e i mercati "semiregolamentati"*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, 2, Zanichelli, Bologna, 2020, 1126 ss.

CIAN e SANDEI, *Art. 2351*, in *Commentario del Codice civile*, diretto da Gabrielli, 1, UTET, Torino, 2015, 937 ss.

CIOCCA, *Commento all'art. 2437-sexies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da d'Alessandro, 2\*\*, 807 ss.

COPPOLA, *Art. 2368*, in *La riforma delle società. Commentario del D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, 1, Torino, 2003, 289 ss.

CORSI, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003.

COSTI, *Il mercato mobiliare*<sup>12</sup>, Giappichelli, Torino, 2020.

**- D -**

D'ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373.

D'ALESSANDRO F., *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34.

D'ATTORRE, *Opa obbligatoria statutaria e sospensione del diritto di voto*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 679.

D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2007.

DE COSTA, *Le azioni redimibili*, in *Azioni e altri strumenti finanziari*, a cura di Marchetti, Giappichelli, Torino, 2021.

DE LUCA, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 862.

DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *Analisi g. ec.*, 2021, 329.

DE LUCA, *Artt. 2368-2369*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Giuffrè, Milano, 2016, 906 ss.

DE LUCA, *Ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 65.

DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione del mercato*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2000, 81.

DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 386.

DEL LINZ, *L'introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, II, 1050.

DI BITONTO, *Diritto statutario di covendita, cessione di nuda proprietà azionaria e cambio di controllo*, in *Soc.*, 2018, 1118.

DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies c.c.*, in *Soc.*, 2008, 415.

DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Giappichelli, Torino, 2013.

DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Ipsoa, Milano, 2013.

DIVIZIA, *Clausole di tag-along e drag-along e modalità di introduzione nello statuto*, in *Not.*, 2011, 395.

**- E -**

ENRIQUES e SCASSELLATI SFARZOLINI, *Adeguamenti statutarie: scelte di fondo e nuove opportunità*, in *Not.*, 2004, 69.

ENRIQUES, *Spunti in tema di strumenti finanziari partecipativi e ibridi e di azioni correlate e riscattabili (con un caveat sulle trasformazioni elusive da s.r.l. a s.p.a.)*, in *Nuovo diritto societario*, a cura di de Tilla, Alpa e Patti, Italia Oggi, Roma, 2003, 107 ss.

**- F -**

FESTI, *Mancato lancio di o.p.a. obbligatoria e responsabilità*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 486.

FIGONE, *Limiti statutarie alla circolazione delle azioni*, in *Soc.*, 1997, 1304.

FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 805.

FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria per le società ammesse all'AIM Italia*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63.

- G -

GABRIELLI, *L'autonomia privata. Dal contratto alla crisi d'impresa*, Cedam, Padova, 2020.

GABRIELLI, *L'oggetto del contratto. Artt. 1346-1349*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2001.

GALGANO, *Diritto civile e commerciale*<sup>4</sup>, 3\*\*, Cedam, Padova, 2004.

GALGANO, *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contr. impr.*, 2001, 509.

GALLETTI, *Art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 1636 ss.

GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, Giuffrè, 2004.

GIAMPAOLINO, *Stabilizzazione della compagine e clausole di lock-up sociali e parasociali*, in *Riv. soc.*, 2008, 148.

GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di Gitti, Maugeri e Notari, Il Mulino, Bologna, 2012.

GITTI, *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto* a cura di Roppo, 2, Giuffrè, Milano, 2006, 1 ss.

GUERRINI, *Azioni riscattabili*, in *Commentario delle società*, 2, a cura di Grippo, Torino, 2009, 843 ss.



GUIDOTTI, *L'opa obbligatoria e le conseguenze della sua mancata promozione*, in *Contr. impr.*, 2010, 869.

GUIZZI e TUCCI, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di Stella Richter jr, Giappichelli, Torino, 2011.

GUIZZI, *Noterelle in tema di OPA obbligatoria, violazione dell'obbligo di offerta e interessi protetti*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, II, 227.

**- J -**

JOHNSTON, *Takeover Regulation: Historical and Theoretical Perspectives on the City Code*, in *66 Cambridge L.J.*, 422-460 (2007).

**- L -**

LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2011.

LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Soc.*, 2015, 1276.

LAMBIASE, *La quotazione in Borsa delle PMI. Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan*<sup>4</sup>, Francoangeli, Milano, 2022.

LAURINI, *Artt. 2368-2369*, in *Assemblea*, a cura di Picciau, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, 3, Egea, Milano, 2008, 79 ss.

LIBERTINI, MIRONE e SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni. Artt. 2363-2379 ter*, Giuffrè, Milano, 2016.

LISANTI, *Se l'Opa obbligatoria sia veramente tale, nota ad App. Milano, 27 novembre 1998*, in *Foro it.*, 1998, 2712.

LUCIANI e LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 904.

- M -

MACRÌ, *Patto parasociale di prelazione e di covendita e denuntiatio*, in *RDS*, 2007, 101.

MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, Milano, 2004.

MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, a cura di Aa.Vv., Giappichelli, Torino, 2011, 226 ss.

MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *RDS*, 2011, 655.

MANFRELOTTO, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della Borsa*, in *Riv. it. d. comun.*, 2000, 1007.

MARCHESI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di scambi e internalizzatori sistematici*, in *Diritto del mercato finanziario*, a cura di Lener, UTET, Torino, 2011, 19 ss.

MARCHETTI e MOSCA, *Note sparse sulle loyalty shares*, in *Riv. soc.*, 2018, 1549.

MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448.

MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma: prime riflessioni*, a cura di Montagnani, Giuffrè, Milano, 2004, 125 ss.

MONTAGNANI, *Artt. 2368-2369*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, 1, Jovene, Napoli, 2004, 486 ss.

MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420.

MOTTI,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D’Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, 675 ss.

MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell’obbligo di opa. (Note a margine del caso Sai-Fondiaria)*, in *Riv. soc.*, 2007, 1349.

MOSCA, *Autonomia e disciplina dell’opa obbligatoria: il caso BioXell S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 2006, 1179.

MORELLI, *Mancata promozione di Opa obbligatoria totalitaria e risarcimento del danno*, in *Soc.*, 2006, 408.

MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d’acquisto e di scambio*, Giappichelli, Torino, 2014.

MUKWIRI, *Takeovers and the European Legal Framework*, Routledge-Cavendish, Abingdon, 2009.

**- N -**

NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, UTET, Torino, 2006, 591 ss.

**- O -**

OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 58.

**- P -**

PACIELLO, *Art. 2437-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, 2, Jovene, Napoli, 2004, 1145 ss.

PAGANIN, *Azioni redimibili e finanziamenti delle società per azioni*, Venezia (Università Ca' Foscari), 2016.

PANZARINI, *Il contratto di opzione-Effetti e disciplina*, Giuffrè, Milano, 2018.

PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 330, *ivi* 337.

PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Cedam, Padova, 1992.

PEDERZINI, *Profili contrattuali delle offerte pubbliche di acquisto*, Giuffrè, Milano, 2004.

PICCO e VENTORUZZO, *Offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di Ventoruzzo, Giappichelli, Torino, 2023.

PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268.

PISTOCCHI, *Azioni riscattabili e fondi propri*, UTET, Torino, 2023.

POMELLI, *Inadempimento dell'obbligo di opa totalitaria e tutela risarcitoria: il caso è chiuso (?)*, in *Soc.*, 2016, 564.

PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763.

PREITE, *L'abuso della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1992.

PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1993, 397.

- R -

REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di Barachini, Giappichelli, Torino, 2018, 177.

RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di Briolini, Giappichelli, Torino, 2016, 225 ss.

RIMINI, *Il voto multiplo alla prova dei fatti, guardando oltre la crisi Covid*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 393.

ROLLI, *Private enforcement per mancata OPA e risarcimento del danno per perdita di chance*, in *Giur. it.*, 2019, 1029.

RONDINELLI, *Il processo di armonizzazione del diritto societario europeo*, in *Percorsi di diritto societario europeo*<sup>1</sup>, a cura di Perderzini, Giappichelli, Torino, 2007, 33 ss.

- S -

SACCHETTI, *Inadempimento dell'obbligo di opa e quantificazione del danno: un mutamento di prospettiva*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 743.

SALAMINA, *Responsabilità del nominated adviser per violazione degli obblighi di condotta: la regolamentazione dei mercati finanziari tra funzione ripristinatoria e funzione afflittiva della sanzione*, in *RDS*, 2013, 304.

SALVATI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Cedam, Padova, 2011.

SANGIOVANNI, *Le pattuizioni di co-vendita come limiti alla circolazione di azioni e quote*, in *Not.*, 2013, 695.

SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni «redimibili» (una rilettura del divieto del patto leonino nella spa riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, I, 537.

SANTORO A., *L'AIM Italia in espansione: un modello di crescita per le PMI*, in *Borsa e merc.*, 2015, 80.

SANTORO V., *Art. 2351*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di Sandulli e Santoro, 1, Giappichelli, Torino, 2003, 151 ss.

SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche della circolazione*, Giuffrè, Milano, 1993.

SANZO, *Invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, 2, UTET, Torino, 2022, 1415 ss.

SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni. Art. 2355-bis*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da Busnelli, Giuffrè, Milano, 2019.

SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario al Codice Civile* a cura di Scialoja e Branca, Zanichelli, Bologna, 1970.

SEPE, *La MiFID II e i mercati*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, a cura di Troiano e Motroni, Cedam, Padova, 2016, 265 ss.

SEPE, *La nuova regolazione dei mercati finanziari*, Cedam, Padova, 2016.

STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2351*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, 1, Jovene, Napoli, 2004, 305 ss.

STANGHELLINI, *Art. 2355-bis*, in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, 2, Egea, Milano, 2008.

STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997.

STELLA RICHTER JR, *Il recesso*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, 3, UTET, Torino, 2022, 1112 ss.

STELLA RICHTER JR, *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 352.

STELLA RICHTER JR, *Parere sul “punto g” dell’art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, II, 2017, 383.

STELLA RICHTER JR, *Forma e contenuto dell’atto costitutivo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*, UTET, Torino, 2004, 301 ss.

STELLA RICHTER JR, *Trasferimento del controllo e rapporti fra soci*, Giuffrè, Milano, 1996.

- T -

TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965.

TORRENTE e SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*<sup>25</sup>, Giuffrè, Milano, 2021.

TRISCORNIA, *Il “gioco dell’OPA” all’AIM*, in *RDS*, 2017, 797.

TROIANO, *Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, 2, Zanichelli, Bologna, 2020, 1007 ss.

- V -

VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1053.

VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012.

VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione dei mercati regolamentati e intermediari ammessi all’attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di “cancellazione” dei contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 710.

VIETTI, *Le società di capitali a vent'anni dalla riforma Vietti*, UTET, Torino, 2023.

VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, 2, UTET, Torino, 2022, 511 ss.

- W -

WEIGMANN, *Gli incerti confini fra assemblea ordinaria e straordinaria*, in *Studi per Franco Di Sabato*, 4\*\*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009, 675 ss.

WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 10\*\*, UTET, Torino, 1993, 315 ss.



## **GIURISPRUDENZA**

Trib. Milano, 17 aprile 1982.

Trib. Monza, 7 maggio 1997.

Trib. Milano, 26 maggio 2005.

Trib. Milano, 25 giugno 2006.

Trib. Milano, 9 giugno 2007.

Trib. Roma, 30 aprile 2014.

Trib. Venezia, 26 febbraio 2021.

App. Milano, 23 giugno 1997.

App. Milano, 15 gennaio 2007.

App. Brescia, 2 luglio 2014.

Cass. civ., 10 agosto 2012, n. 14392.

Cass. civ., 10 agosto 2012, n. 14400.

Cass. civ., 26 settembre 2013, n. 22099.

Cass. civ., 3 luglio 2015, n. 20560.

Cass. civ., 10 febbraio 2016, n. 2665.

Cass. civ., 1 giugno 2017, n. 13875.

Cass. civ., 25 luglio 2018, n. 19741.

## **ORIENTAMENTI E DOCUMENTI**

Borsa Italiana, Avviso dell'8 febbraio 2012, n. 1951, reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

Borsa Italiana, Avviso del 9 luglio 2015, n. 12007, reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

Borsa Italiana, Avviso del 9 novembre 2015, n. 18714, reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

Borsa Italiana, Avviso del 6 luglio 2020, n. 17857, reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

Borsa Italiana, Manuale delle procedure di accertamento delle violazioni e impugnazioni (2021), reperibile su <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/euronext-growth-milan/avvisi.htm>.

Cons. Not. Milano, Massima del 18 maggio 2007, n. 99.

Cons. Not. Roma, Massima del 5 luglio 2016, n. 5.

Cons. Not. Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, Massima n. 67 del 2018.

Cons. Not. Milano, Massima del 23 novembre 2021, n. 198.

Consob, Gli Internalizzatori Sistemati: Definizione e Obblighi di Quotazione, 2019.

Esma, EU Securities Market, Annual Statistical Report, 2021.