

XII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"LA LIBERTÀ D'IMPRESA"
Roma, 17-18 settembre 2021

FEDERICO FORNASARI*

Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. I mercati di crescita. - 3. La funzione di listing dei mercati di crescita. - 4. Il regime giuridico delle società quotate su di un mercato di crescita. - 5. Funzioni dei mercati regolamentati, dei mercati di crescita e disciplina delle s.p.a. - 6. Le decisioni circa il listing ed il delisting. - 7. Il recesso. - 8. Conclusioni.

1. Introduzione.

I mercati di crescita, introdotti nell'ordinamento europeo dalla Mifid II¹, hanno assunto negli ultimi anni una rilevanza sempre maggiore per quanto riguarda le emissioni azionarie sul mercato primario.² Il numero delle quotazioni avvenute sull'AIM Italia e sul Mercato Telematico Azionario mostra chiaramente che la larga maggioranza delle società che ha recentemente avuto accesso al mercato dei capitali si è quotata sul mercato di crescita, piuttosto che su quello regolamentato. Le ragioni di questo fenomeno dipendono in parte dalle dimensioni medie limitate delle società italiane, che rendono particolarmente conveniente l'ammissione alla

* Banca d'Italia, Servizio Struttura Economica, Divisione Economia e Diritto. Università di Bologna, dottore di ricerca e professore a contratto di diritto dei mercati finanziari. Le opinioni espresse rappresentano esclusivamente quelle dell'autore e non impegnano in nessun modo la Banca d'Italia; federico.fornasari@bancaditalia.it.

¹ Il considerando 132 della Mifid II si riferisce ai mercati di crescita per le PMI come a una «sottocategoria» dei sistemi multilaterali di negoziazione.

² Per quanto sui mercati di crescita possono essere ammessi alle negoziazioni anche altri strumenti finanziari, l'articolo si concentra esclusivamente sulle società con azioni quotate su questi mercati.

negoziazione su di un mercato con un impianto regolamentare più snello che comporta costi minori.

Mentre alcuni ambiti della disciplina di diritto dei mercati finanziari si applicano anche agli emittenti quotati sui mercati di crescita, magari con alcune semplificazioni (per esempio, la disciplina sugli abusi di mercato), oppure si applicano in base a criteri non legati esclusivamente all'ammissione su di una sede di negoziazione (per esempio la disciplina dell'offerta al pubblico), non è prevista l'applicazione della disciplina degli emittenti per le società quotate sui mercati di crescita. La disciplina degli emittenti del t.u.f. e per le società quotate del codice civile quotate si applica solamente, infatti, alle società quotate su di un mercato regolamentato. L'articolo intende dunque vagliare come questa apertura al mercato delle s.p.a., non solamente potenziale, ma attuale e istituzionalmente strutturata dal legislatore europeo, si rifletta sulla disciplina di diritto societario.

Una precisazione terminologica è necessaria: quando si farà riferimento, nel corso del saggio, alla quotazione, ove non altrimenti specificato, non si intende fare riferimento in senso giuridico all'ammissione alla negoziazione delle azioni sul mercato regolamentato quanto piuttosto all'accesso ad un mercato che richiede specifici elementi in materia di trasparenza e prevede determinati meccanismi per garantire la liquidità delle azioni: un mercato che condivide necessariamente in base alla sua architettura giuridica con i mercati regolamentati i due elementi segnanti che contraddistinguono le società ivi ammesse alle negoziazioni; e cioè la liquidità delle azioni e l'essere soggetti a requisiti di trasparenza e di *governance* aggiuntivi rispetto alle società chiuse.

Dopo una breve introduzione circa l'architettura regolamentare dei mercati di crescita, il saggio indaga quale sia la regolamentazione di diritto societario applicabile alle società quotate su tali mercati e la possibilità di applicare analogicamente alcune disposizioni dettate esclusivamente per le società quotate sui mercati regolamentati.

2. I mercati di crescita.

I mercati di crescita sono stati previsti dalla Mifid II, con lo specifico obiettivo di costituire una sede di negoziazione per le emissioni sul mercato primario delle società di minori dimensioni. Infatti, la contrazione del credito bancario in conseguenza della crisi del 2008 e dei debiti sovrani ha contribuito significativamente a peggiorare la *performance* macroeconomica

dei paesi europei. La previsione di sedi di negoziazione dove società di minori dimensioni possano emettere strumenti finanziari dovrebbe ampliare le fonti di finanziamento per le società, oltre a ricollegarsi alla riduzione del costo del credito bancario ed ai benefici derivanti dalla possibilità di utilizzare i titoli per procedere ad operazioni straordinarie o di remunerazione del *management*.

I mercati di crescita costituiscono anche un elemento importante per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali e a partire dalla *mid term review* del 2017 il legislatore europeo ha introdotto alcune modifiche volte a ridurre gli oneri regolamentari per le società ivi quotate rispetto a quelle quotate sui mercati regolamentati (per esempio, in materia di abusi di mercato e di prospetto). Alcune modifiche sono inoltre esplicitamente indirizzate a rendere la quotazione su questi mercati più conveniente anche rispetto a quella sui sistemi multilaterali di negoziazione.

Da un punto di vista giuridico i mercati di crescita sono sistemi multilaterali di negoziazione, il cui regolamento impone alle società i cui titoli siano ammessi alle negoziazioni requisiti ulteriori in materia di trasparenza. Le norme chiave in materia di regolamentazione dei mercati di crescita sono l'art. 69 t.u.f.³ e l'art. 78 del regolamento delegato 565/2017, che specificano i requisiti aggiuntivi che il regolamento del mercato deve imporre agli emittenti ammessi affinché il sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita dall'autorità di vigilanza (in particolare in materia di documento di ammissione, di informazione finanziaria periodica e di flottante minimo).

La previsione di disposizioni particolari rispetto alla *governance* societaria non è dunque armonizzata a livello europeo, nè è esplicitamente richiesta come condizione di registrazione del sistema multilaterale come mercato di crescita. L'art. 69 t.u.f. richiede infatti che il gestore del mercato, tramite il regolamento dello stesso⁴, preveda criteri appropriati per

³ Introdotto dal d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017, che ha implementato la direttiva Mifid II.

⁴ Nel caso dell'AIM Italia, il regolamento del mercato si compone di una pluralità di documenti, volti a regolare aspetti diversi dei rapporti fra società di gestione, emittenti e partecipanti al mercato. La maggior parte delle disposizioni relative alla *governance* ed all'informazione sono contenute nel regolamento emittenti dell'AIM. Regolamento emittenti che, nonostante l'omonimia, ha diversa natura giuridica rispetto al regolamento emittenti emanato dalla Consob. Mentre il regolamento emittenti emanato dalla Consob è un atto amministrativo espressione di potere regolamentare, il regolamento emittenti emanato da Borsa Italiana per le società ammesse all'AIM Italia ha natura meramente privatistica: lo stesso Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana per l'AIM, in una decisione

l'ammissione sul mercato dei titoli, senza specificare ulteriormente il criterio di appropriatezza. Inoltre, il regolamento del mercato potrà prevedere requisiti aggiuntivi ai sensi dell'art. 69, comma 3 t.u.f. Al fine di essere vincolanti rispetto agli azionisti, le clausole in materia di governo societario dovranno essere inserite negli statuti societari⁵: infatti, il regolamento costituisce un documento contrattuale⁶ che vincola esclusivamente l'emittente alla società di gestione del mercato.⁷

del 30 settembre 2010 (pubblicata in *Riv. dir. soc.*, 2013, 304 ss.) ha affermato che il rapporto fra Borsa Italiana e gli emittenti è di tipo privatistico.

⁵ Per una analisi empirica di queste clausole statutarie si veda F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2020, 242 ss.

⁶ Oramai, a parte rari casi, la dottrina è concorde nel ritenere che il rapporto fra società di gestione ed emittente di strumenti finanziari debba essere considerato come avente natura meramente contrattuale: *ex multis*, si vedano F. VELLA-V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1045 e 1047, ove vengono ricostruiti secondo caratteri contrattuali le fasi del procedimento di ammissione alle negoziazioni; R. COSTI-S. GILOTTA, *Il mercato mobiliare*¹², Torino, 2020; M. 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" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 719; R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, Cedam, 2004, 472; M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004, 15; L.A. BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 73 ss.; N. DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2000, 81 ss. Per una ricostruzione in termini privatistici del rapporto fra società di gestione ed emittenti anche prima dell'emanazione del t.u.f. si vedano R. COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 31; A. GALANTI, *Norme sulle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, in *Quaderni della Banca d'Italia*, 1996, n. 41, 28.

Propendono invece per una ricostruzione in parte privatistica ed in parte amministrativistica (secondo la forma dell'esercizio privato di pubbliche funzioni) dell'attività della società di gestione del mercato (specialmente per quanto riguarda le decisioni di ammissione, sospensione ed esclusione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni) D.I. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012, 187 ss.; M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.

⁷ Bisogna tuttavia specificare che, avendo una "copertura" normativa incerta, le clausole del regolamento del mercato e le disposizioni statutarie non potranno in alcun modo porsi in contrasto con il dettato normativo e le disposizioni comuni di diritto societario. Mentre infatti i regolamenti europei ed il t.u.f. prevedono che il regolamento del mercato debba imporre il rispetto di determinati requisiti affinché il sistema multilaterale sia registrato come mercato di crescita, il canone dell'appropriatezza non indica elementi e criteri precisi, che rimangono sotto il controllo dell'autorità di vigilanza che rilascia il provvedimento di registrazione del mercato di crescita. Per un'analisi relativa alla legittimità della clausola in materia di o.p.a. obbligatoria endosocietaria, si vedano F. FORNASARI, *L'o.p.a. obbligatoria*

Sebbene non sussista una disciplina di diritto societario specifica per le società quotate sui mercati di crescita⁸, è necessario indagare, a prescindere dalle clausole del regolamento del mercato, se il fatto della quotazione ed i problemi peculiari che questa comporta facciano emergere delle lacune nella regolamentazione giuridica delle società chiuse. Detto altrimenti, bisogna valutare se questioni specifiche derivanti dalla quotazione non trovino una risposta nella regolamentazione delle società chiuse e sia quindi necessario valutare la potenziale applicabilità della normativa prevista per le società quotate su di un mercato regolamentato. Al fine di svolgere questa analisi è preliminarmente necessario indagare quali siano le funzioni e le caratteristiche che i mercati di crescita condividono con i mercati regolamentati e che conformano dunque i problemi specifici che le società ivi negoziate presentano.⁹

3. La funzione di listing dei mercati di crescita.

Da un punto di vista economico, le regole che concernono l'accesso al mercato rivestono un ruolo fondamentale per segnalare agli investitori la "qualità" degli strumenti finanziari che saranno successivamente negoziati¹⁰, sia in termini di trasparenza e informazioni che saranno fornite al mercato, sia in termini di regole di *corporate governance* che dovranno essere rispettate dall'emittente. I gestori delle sedi di negoziazione possono competere in relazione all'insieme delle regole che gli emittenti devono rispettare (aumentando la "qualità" degli strumenti finanziari negoziati agli occhi degli investitori¹¹) ed in relazione al rapporto fra i costi ed i benefici della quotazione. È infatti evidente che regole più stringenti, mentre

per le società ammesse all'AIM Italia, in *Giur. comm.*, 2019, I, 63 ss.; A. TRISCORNIA, *Il "gioco dell'OPA" all'AIM*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, I, 802 ss.

⁸ Anche le disposizioni dettate dal codice civile e dal t.u.f. che si menzioneranno in seguito sono indirizzate a tutti i sistemi multilaterali di negoziazione e non specificamente ai mercati di crescita.

⁹ Per quanto su mercati di crescita possano essere ammessi anche strumenti finanziari diversi dalle azioni, l'analisi si concentrerà solamente sulla disciplina degli emittenti azioni negoziate sui mercati di crescita e non strumenti finanziari non di capitale.

¹⁰ N. MOLONEY, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford, Oxford University Press, 2014, 169.

¹¹ La qualità dell'emittente, segnalata tramite il processo di quotazione su di un mercato regolamentato, dovrebbe ridurre il rischio di selezione avversa generato dall'asimmetria informativa fra emittente ed investitori, A. PERRONE, *Small and medium enterprises growth markets*, in *Capital markets Union in Europe*, a cura di D. Busch, E. Avgouleas e G. Ferrarini, Oxford, 2018, 253 ss.

teoricamente “migliorano” la qualità degli strumenti finanziari, probabilmente aumentano il costo dell’ammissione alla negoziazione per gli emittenti stessi.¹²

Tradizionalmente (e tutt’ora) i mercati regolamentati sono le sedi di negoziazione che presentano requisiti di ammissione più stringenti, tanto che diversi autori hanno sostenuto che la funzione di attribuire un’etichetta rispetto alla qualità degli strumenti sia rimasta la caratteristica fondamentale dei mercati regolamentati.¹³ Infatti, il proliferare di altre sedi e sistemi di negoziazione ha fatto sì che non sia più necessario, quanto meno in via diretta ed immediata, per gli strumenti finanziari di un emittente essere quotati su di un mercato regolamentato affinché gli stessi divengano liquidi.¹⁴ Inoltre, la moltiplicazione delle sedi di negoziazione ha comportato che molti scambi avvengano al di fuori del contesto del mercato regolamentato.¹⁵ Tuttavia, mentre la funzione di *listing* rimane l’elemento distintivo dei mercati regolamentati rispetto alle altre sedi di negoziazione,

¹² Questa problematica è alla base delle discussioni che si sono svolte in sede europea e continuano a svolgersi con riguardo all’Unione dei mercati dei capitali in relazione ai mercati di crescita per le PMI e che hanno determinato l’idea di utilizzare il concetto di mercato di crescita come fattispecie per la creazione di un regime normativo differenziato.

¹³ J. ARMOUR ET AL., *Principles of financial regulation*, Oxford, 2016, 245.

¹⁴ Nonostante la funzione di *listing* sia l’elemento distintivo dei mercati regolamentati, la modifica del profilo dell’investitore contemporaneo ha contribuito a far sì che i servizi di *trading* abbiano assunto maggiore importanza, in termini di ricavi, rispetto a quelli di *listing*, anche per i mercati regolamentati. Il profilo dell’investitore contemporaneo è rappresentato da investitori istituzionali che operano su scala globale e che sono pertanto più interessati alla liquidità degli strumenti finanziari, che all’aumento del numero degli emittenti, se tali emittenti sono di dimensioni ridotte, D. WÓJCIK, *The global stock market: issuers, investors, and intermediaries in an uneven world*, Oxford, 2011, 133. Anche tale profilo attinente alla domanda contribuisce dunque ad aumentare l’importanza dei servizi di *trading*, nonostante questi non siano l’elemento distintivo dei mercati regolamentati rispetto alle altre sedi di negoziazione. Petry descrive la trasformazione dei mercati contemporanei, da semplici sedi di negoziazione a società polifunzionali che forniscono tutta una serie di servizi aggiuntivi (vendita di dati, creazione di indici, ecc., da cui peraltro traggono la maggior parte dei ricavi), che ne modifica il ruolo e ne aumenta il potere politico-economico nell’economia globale, J. PETRY, *From National Marketplaces to Global Providers of Financial Infrastructures: Exchanges, Infrastructures and Structural Power in Global Finance*, in *New political economy*, 2020.

¹⁵ Tale frammentazione degli scambi è stata ovviamente incentivata dalla Mifid I nella misura in cui ha rimosso il principio di concentrazione degli scambi. L’art. 23 Mifir ha reimposto, almeno in parte, un principio simile alla concentrazione degli scambi sulle sedi di negoziazione per le azioni. L’applicazione degli obblighi di trasparenza *pre* e *post-trade* alle negoziazioni che avvengono in tali contesti ha ridotto il problema della frammentazione delle informazioni ed i suoi effetti sulla formazione dei prezzi degli strumenti negoziati.

la frammentazione degli scambi ha altresì influenzato la distribuzione delle competenze in materia di ammissione e revoca dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, con l'attribuzione di maggiori competenze all'autorità di vigilanza.¹⁶ La caratteristica della "quotazione", e cioè il fatto che l'ammissione alle negoziazioni comporti una sorta di certificazione di qualità dello strumento finanziario, è sancita dal fatto che un ampio *corpus* normativo (in particolare, quello sul prospetto, quello sulla trasparenza *post*-ammissione alle negoziazioni e quello relativo alle regole di *corporate governance*) si applichino alle società ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato.¹⁷

Mentre le dettagliate regole di ammissione alle negoziazioni sono dovute al fatto che i mercati regolamentati sono considerati dal legislatore europeo come le sedi destinate alla raccolta del capitale da parte delle società¹⁸, i sistemi multilaterali di negoziazione non sono soggetti a requisiti altrettanto stringenti, perché sono considerati alla stregua di piattaforme per effettuare gli scambi sul mercato secondario.¹⁹

Per tali ragioni, sia la Mifid II che il t.u.f. sono particolarmente laconici rispetto ai requisiti per l'ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni. In particolare, l'art. 66, comma terzo, lett. a) prevede solamente che i gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione «instaurano regole trasparenti concernenti i criteri per la determinazione degli strumenti finanziari che possono essere negoziati nell'ambito del proprio sistema», mentre la lett. b) richiede che gli stessi gestori debbano fornire oppure debbano accertare che siano disponibili al pubblico²⁰ informazioni sufficienti per poter formulare una scelta di investimento.²¹

¹⁶ D. I. PACE, (nt. 6), 80.

¹⁷ Per quanto riguarda invece la struttura organizzativa ed il funzionamento della piattaforma di negoziazione, invece, i sistemi multilaterali di negoziazione sono assimilabili ai mercati regolamentati, A. GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, vol. II, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 298.

¹⁸ N. MOLONEY, nt. 10, 476.

¹⁹ N. MOLONEY, nt. 10, 476.

²⁰ Che, peraltro, deve essere differenziato a seconda della categoria dei clienti, art. 66, comma terzo, lett. b) t.u.f.

²¹ Il comma quarto dell'art. 66 t.u.f. prevede invece che le sedi di negoziazione (e quindi sia i mercati regolamentati, sia i sistemi multilaterali di negoziazione) si dotino dei meccanismi necessari per controllare continuamente che gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni rispettino i requisiti necessari per l'ammissione.

Contrariamente rispetto a quanto previsto per i sistemi multilaterali di negoziazione “semplici”²², i mercati di crescita per le PMI sono (i) esplicitamente finalizzati a permettere alle PMI di raccogliere capitali di rischio sul mercato primario tramite cui finanziarsi²³ e (ii) aspirano necessariamente a ricoprire una funzione di segnalazione di qualità degli emittenti ammessi.²⁴ Tuttavia, tale funzione non è attribuita ai mercati di crescita per le PMI tramite l’estensione integrale agli stessi del *corpus* normativo previsto per gli emittenti ammessi ad un mercato regolamentato.²⁵ Una semplice estensione avrebbe infatti avuto l’effetto di non differenziare i regimi normativi, non risolvendo i problemi dello scarso accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI a causa degli alti costi di quotazione. Mentre alcune branche della disciplina del diritto dei mercati finanziari si applicano direttamente (ad esempio, quella sugli abusi di mercato), una disciplina più stringente rispetto a quella prevista per le società con azioni ammesse alle negoziazioni sui sistemi multilaterali deriva dal regolamento del mercato, che deve imporre il rispetto di una serie di requisiti di trasparenza aggiuntivi, oltre a poterne prevedere volontariamente di ulteriori.

²² Bisogna notare che, da un punto di vista empirico, esistono due tipi di sistemi multilaterali di negoziazione: i c.d. *primary MTF* che offrono anche un servizio di *listing*, ed i c.d. *passive secondary MTF*, ove vengono negoziati strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione su altri mercati regolamentati: A. GIANNELLI, nt. 17, 299; G. VEGAS, *Audizione del presidente della Consob presso la Camera dei Deputati, VI Commissione finanze, Indagine conoscitiva sul mercato degli strumenti finanziari*, Roma, 23 marzo 2011, 7, disponibile all’indirizzo

http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_vegas_20110323.pdf/9e8abbcb-74fc-4da6-b8ef-489b5fbb3f52. La differenza fra i *primary MTF* ed i mercati di crescita consiste nel fatto che, per i mercati di crescita, la funzione di *listing* è obbligatoria ed il suo contenuto è in parte specificato dalla legislazione tramite l’imposizione di requisiti per la registrazione come mercato di crescita.

²³ Segnala che i mercati di crescita per le PMI deviano rispetto al paradigma dei sistemi multilaterali di negoziazione in questo specifico riguardo N. MOLONEY, nt. 10, 476.

²⁴ L’offerta del servizio di *listing* si basa su di un “doppio” processo di certificazione. Da un lato, l’autorità di vigilanza certifica che il mercato di crescita rispetta requisiti aggiuntivi rispetto a quelli previsti in via generale per i sistemi multilaterali di negoziazione. Questa certificazione dovrebbe, a cascata, permettere al gestore del mercato di segnalare la qualità degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni, R. VEIL-C. DI NOIA, *SME growth markets*, in *Regulation of the EU financial markets: Mifid II and Mifir*, a cura di D. Busch e G. Ferrarini, Oxford, 2017, par. 13.48.

²⁵ Per una discussione delle ragioni economiche che potrebbero spingere i sistemi multilaterali a registrarsi come mercati di crescita oppure no, e della relazione fra autoregolamentazione ed incentivi del gestore si veda R. VEIL-C. DI NOIA, nt. 24, par. 13.50 ss.

Ne consegue che, oltre a garantire liquidità agli strumenti negoziati sul sistema multilaterale, il mercato di crescita condivide necessariamente con i mercati regolamentati anche la funzione di *listing*, per quanto il contenuto e la dinamica regolamentare per garantire questa funzione siano differenti. Se queste funzioni sono condivise fra mercati di crescita e mercati regolamentati, è necessario indagare se e quali siano le conseguenze per la disciplina di diritto societario per le società ivi quotate.

4. Il regime giuridico delle società quotate su di un mercato di crescita.

Per rispondere alla domanda che ci siamo posti, bisogna preliminarmente indagare quali siano, da un punto di vista letterale, le disposizioni che si applicano alle società quotate sui mercati di crescita, e il loro rapporto con le società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio. Infatti, il codice e il t.u.f. riservano l'applicazione di determinate disposizioni, che derogano o ampliano la disciplina prevista per la società per azioni "ordinaria"²⁶, alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio o che siano quotate in mercati regolamentati²⁷, e non si servono dunque del concetto di azioni ammesse ad una sede di negoziazione, che ricomprirebbe le azioni negoziate su di un mercato di crescita.

²⁶ Bisogna notare che le disposizioni dettate per le società quotate sui mercati regolamentati hanno avuto nel tempo una *vis* espansiva ed alcune norme dettate in origine per le sole società quotate su di un mercato regolamentato sono state estese anche alle s.p.a. non quotate, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, 1255.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, Padova, 2004, 63. Definisce quelli dedicati alle s.p.a. quotate come «principi e norme a contaminazione diffusa e conseguentemente inserite nel tessuto codicistico dalla regolamentazione azionaria comune» G. COTTINO, *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, a cura di G. Cottino e M. Sarale, Torino, 2013, 43.

²⁷ Ritiene che l'esistenza di un mercato secondario sia l'elemento chiave per comprendere i problemi delle società quotate e la loro disciplina M. MAUGERI, nt. 26, 1228 ss. L'Autore afferma inoltre che l'obiettivo di contenere i costi di agenzia legati alla dispersione della proprietà azionaria sia il comune denominatore delle norme, *ibidem* 1258. Anche Notari individua nella negoziazione delle azioni sul mercato secondario il tratto caratterizzante delle s.p.a. quotate: «quel dato caratterizzante delle S.p.A. quotate, che appunto è costituito non già dall'offerta al pubblico delle azioni (mercato primario), bensì dalla loro negoziazione in un mercato (secondario) regolamentato.», M. NOTARI, *Analisi de iure condendo delle varianti organizzative delle s.r.l. (start up innovative, PMI innovative e PMI): problemi aperti e prospettive evolutive*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2019, 262.

L'art. 2325-*bis* dispone che la categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ricomprenda sia le società con azioni quotate in mercati regolamentati che quelle con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante.²⁸ Peraltro, oltre a disposizioni previste per la categoria

²⁸ La definizione di emittenti con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante è contenuta nel regolamento emittenti Consob all'art. 2-bis e prevede due elementi chiave e cioè che (i) le azioni siano detenute da un elevato numero di azionisti e che (ii) le stesse siano state offerte al pubblico oppure siano o siano state negoziate in un sistema multilaterale di negoziazione. L'art. 2-*bis* del regolamento emittenti Consob recita: «1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente:

a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%;

b) superino due dei tre limiti indicati dall'articolo 2435-*bis*, primo comma, del codice civile.

2. I limiti quantitativi di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente:

- nei ventiquattro mesi antecedenti la data di superamento dei limiti di cui al comma 1, abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, divenuta efficace, a prescindere dal numero di adesioni, per la quale sia stato pubblicato il prospetto di offerta ai sensi dell'articolo 94 del Testo unico o altro documento previsto dall'articolo 34-*ter*, comma 1, o di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera b);

- in presenza delle condizioni stabilite nel comma 1, costituiscano oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio, che divenga efficace, a prescindere dal numero di adesioni, per la quale sia stato pubblicato il prospetto di offerta ai sensi dell'articolo 94 del Testo unico o altro documento previsto dall'articolo 34-*ter*, comma 1, o di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato e a prescindere dal relativo esito, anche rivolto a soli investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera b);

- siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca;

- siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze.

3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio.

3-*bis*. Non si considerano emittenti diffusi, anche in deroga all'articolo 108, comma 1:

a) gli emittenti in amministrazione straordinaria, dalla data di emanazione del decreto che dispone la cessazione dell'attività di impresa;

b) gli emittenti in concordato preventivo liquidatorio, o in continuità indiretta, dalla data di omologazione da parte dell'autorità giudiziaria;

c) gli emittenti nei cui confronti è dichiarato il fallimento o posti in liquidazione coatta a norma del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, o delle leggi speciali;

d) gli emittenti nei cui confronti è stata disposta la totale riduzione delle azioni o del valore delle obbligazioni dalla data di pubblicazione del provvedimento di cui all'articolo 32, comma 3, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180.

generale (società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio), il codice detta altresì alcune disposizioni la cui applicazione è espressamente limitata alle sole società con azioni quotate. In ogni caso, è evidente che le società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni sui mercati di crescita sicuramente non fanno parte delle società quotate sui mercati regolamentati²⁹, mentre rientreranno nella più ampia *species* delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio solo qualora le loro azioni siano diffuse fra il pubblico in maniera rilevante. Come può evincersi dalla consultazione e dal confronto fra l'elenco delle società con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante³⁰ e quello delle società ammesse all'AIM Italia, non sono numerose le società ammesse all'AIM che facciano altresì ricorso al mercato dei capitali di rischio, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.

Allo stesso modo, le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su di un mercato di crescita non rientrano nell'ambito di applicazione delle disposizioni specifiche di diritto societario previste dal t.u.f. per gli emittenti, che si applicano, salvo che sia diversamente specificato, esclusivamente «alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea (società con azioni quotate)».³¹

Sussistono invece pochi casi in cui le società con azioni ammesse alla negoziazione su di un sistema multilaterale (non necessariamente un mercato di crescita) sono assimilate a quelle con azioni ammesse su di un mercato regolamentato.³² Il primo è costituito dall'art. 132 t.u.f., relativo all'acquisto delle azioni proprie.³³ In particolare, la disposizione prevede che debba essere rispettata la parità di trattamento nelle operazioni di

4. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani di obbligazioni, anche relative a diverse emissioni in corso, di valore nominale complessivamente non inferiore a 5 milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a cinquecento».

²⁹ Come definite dall'art. 2325-*bis* c.c.

³⁰ L'elenco delle società che sono emittenti di azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante è disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/elenco-emittenti-titoli-diffusi>.

³¹ Art. 119 t.u.f.

³² L'ambito di applicazione dell'art. 132 t.u.f. dunque trascende i limiti dei mercati di crescita per le PMI e si estende a tutte le società con azioni negoziate su di un sistema multilaterale di negoziazione.

³³ La disposizione concerne sia il caso in cui le azioni della società quotata siano acquistate dalla società stessa, sia dalla società controllata.

acquisto delle azioni proprie³⁴ e che la Consob debba integrare la disciplina con regolamento³⁵, prevedendo poi un'eccezione nel caso in cui le azioni siano sottoscritte o assegnate ai sensi dell'art. 2349 c.c.³⁶ o 2441, comma ottavo c.c.³⁷, oppure nel contesto di un piano di compenso approvato ai sensi dell'art. 114-*bis* t.u.f. Il t.u.f. estende tale disciplina - e quindi anche quella specifica di cui al regolamento emittenti Consob - anche «agli acquisti di azioni proprie effettuati da emittenti che hanno richiesto o autorizzato la negoziazione di azioni di propria emissione su un sistema multilaterale di negoziazione italiano, o da società controllate».³⁸ Poiché la negoziazione su di un mercato di crescita presuppone la richiesta dell'emittente a causa delle obbligazioni a cui l'emittente ed i suoi soci saranno sottoposti³⁹, oppure il suo consenso qualora un emittente sia già quotato su di un altro mercato di crescita⁴⁰, la parità di trattamento nell'acquisto delle azioni proprie si applicherà sempre in relazione alle azioni negoziate in questi mercati.⁴¹

³⁴ In generale, sull'art. 132 t.u.f. si vedano: R. GHETTI, *Art. 132*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1434 ss.; M. VENTORUZZO, *Art. 132*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1993, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999, 1185 ss.; G. CIRA, *Le modalità di acquisto di azioni proprie da parte di società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 729 ss. La disposizione di cui all'art. 132 t.u.f. è espressione del principio di parità di trattamento di cui all'art. 92 t.u.f. su cui si vedano F.M. MUCCIARELLI, *Art. 92*, in *Commentario t.u.f.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 867 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.

³⁵ La Consob ha specificato tali modalità agli artt. 144-*bis* ss. reg. emittenti Consob.

³⁶ Relativo all'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro mediante l'emissione di categorie speciali di azioni.

³⁷ Relativo all'esclusione del diritto di opzione nel caso in cui le azioni di nuova emissione vengano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società.

³⁸ Art. 132, comma 3-*bis* t.u.f.

³⁹ La situazione è speculare a quanto si verifica nel caso dei mercati regolamentati, ove la prima ammissione alla negoziazione richiede sempre l'iniziativa dell'emittente, M. MAUGERI, nt. 27, 1246. Come sottolinea anche Pace è la disciplina degli emittenti, piuttosto che la disciplina dei mercati, a rendere necessario il consenso dell'emittente per la prima ammissione alle negoziazioni su di un mercato regolamentato, D. I. PACE, nt. 6, 132-33.

⁴⁰ L'art. 69, comma quinto t.u.f. prevede infatti che uno strumento finanziario già ammesso alla negoziazione su di un mercato di crescita possa essere ammesso (non su iniziativa dell'emittente) alla negoziazione su di un altro mercato solo qualora l'emittente sia stato previamente informato e non abbia sollevato obiezioni. Al contrario, i valori mobiliari di un emittente già quotato su di un mercato regolamentato possono essere negoziati senza il consenso dell'emittente anche su altri mercati regolamentati (i quali devono informare l'emittente, ai sensi dell'art. 66, comma 5 t.u.f.) oppure su sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione (ai sensi dell'art. 66, comma 6 t.u.f.).

⁴¹ Per quanto riguarda il caso specifico dell'AIM Italia, inoltre, tale disposizione è ribadita anche nel regolamento emittenti AIM (art. 25-*bis*) che richiede il rispetto della parità di

Il secondo caso, di recentissima introduzione⁴², riguarda gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione⁴³. Secondo la formulazione *ante* d.l. semplificazioni⁴⁴ dell'art. 2441 c.c., è possibile effettuare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione in casi tassativi: (i) l'interesse della società lo esige, (ii) azioni che secondo la deliberazione di aumento devono essere liberate mediante conferimenti in natura, (iii) azioni offerte in sottoscrizione ai dipendenti e (iv) per le società quotate sui mercati regolamentati, nei limiti del 10% del capitale preesistente, purché il prezzo di emissione delle azioni corrisponda al loro valore di mercato e ciò sia confermato da un revisore legale. La nuova formulazione dell'art. 2441 c.c. prevede ora che anche le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione possano procedere ad aumentare il capitale sociale, nei limiti del 10%⁴⁵, con esclusione del diritto di opzione.⁴⁶ Le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione sono assimilate a quelle quotate in mercati regolamentati anche in materia di vendita dei diritti di opzione non esercitati dai soci. Gli amministratori dovranno infatti offrire i diritti di opzione non esercitati sul sistema multilaterale di negoziazione per almeno due sedute.⁴⁷

Queste due disposizioni (parità di trattamento e aumenti di capitale) lasciano dunque intravedere che la liquidità delle azioni (che dovrebbe conseguire alla negoziazione sul sistema multilaterale) e la loro potenziale diffusione fra una molteplicità di azionisti che non detengano partecipazioni rilevanti non venga "ignorata" dal legislatore, che si

trattamento nel caso di acquisto di azioni proprie e che impone doveri più generali di informativa e di coordinamento con Borsa Italiana nei casi di operazioni sul proprio capitale.

⁴² Tale disposizione è stata introdotta con il d.l. 16 luglio 2020, n. 76 (c.d. decreto crescita) e modificata dalla legge di conversione 11 settembre 2020, n. 120.

⁴³ In generale, sulle modifiche alla disciplina degli aumenti di capitale e del diritto di opzione introdotte per fronteggiare l'emergenza covid si veda M.S. SPOLIDORO, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 406 ss.

⁴⁴ D.l. 16 luglio 2020, n. 76.

⁴⁵ Fra l'altro, la legge di conversione innalza in via temporanea (fino al 30 giugno 2021) al 20% del capitale preesistente il limite delle nuove azioni che possono essere emesse con esclusione del diritto di opzione e garantisce questa facoltà anche in assenza di una apposita clausola statutaria. Queste disposizioni hanno la dichiarata finalità di favorire gli aumenti di capitale delle società che si trovino in difficoltà a causa dell'epidemia dovuto al Covid-19 e non hanno quindi una rilevanza "sistematica".

⁴⁶ Art. 2441, comma quarto c.c.

⁴⁷ Art. 2441, comma terzo c.c.

preoccupa di garantire la parità di trattamento nell'acquisto delle azioni e di permettere di effettuare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, consentendo dunque la diluizione (seppur contenuta) della partecipazione, ma garantendo che il prezzo di mercato delle azioni rimanga inalterato. Per l'analisi che verrà svolta successivamente, è importante notare che la liquidità delle azioni viene tenuta in considerazione da queste disposizioni a prescindere dal fatto che la società abbia azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante.

Infine, alcune disposizioni del t.u.f. relative alla dematerializzazione dei titoli⁴⁸, alla certificazione dell'intermediario per l'esercizio del diritto di voto in assemblea⁴⁹, alla procedura per l'identificazione degli azionisti⁵⁰ e alla *record date* per esercizio del diritto di voto e recesso⁵¹ si applicano anche alle società con azioni quotate sui sistemi multilaterali.⁵² Tali disposizioni, del resto, sono strettamente connesse alle esigenze derivanti dalla dematerializzazione dei titoli.

A parte questi casi, l'analisi delle disposizioni relative alle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio e quotate su di un mercato regolamentato (come definite dal codice civile e t.u.f.) permette di affermare che le società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato di crescita siano soggette alla disciplina ordinaria delle società per azioni, fatta salva la possibilità di inserire nello statuto - in via "autonoma" oppure secondo quanto richiesto dal regolamento del mercato - clausole che mimino, per quanto compatibile, disposizioni previste per le società quotate. Tuttavia, è necessario vagliare se la quotazione sui mercati di crescita comporti problematiche particolari che non trovano risposta nella normativa delle s.p.a. chiuse, richiedendo pertanto di colmare la lacuna con l'interpretazione analogica di altre disposizioni.

La possibilità di applicare analogicamente disposizioni previste per le società quotate è sostanzialmente indifferente rispetto alla qualificazione come "tipo" della società per azioni quotata. È infatti prassi comune, sia della dottrina sia della giurisprudenza, interpretare ed applicare analogicamente disposizioni previste per un tipo societario ad un altro: ne

⁴⁸ Art. 83-*bis* t.u.f.

⁴⁹ Art. 83-*sexies* t.u.f.

⁵⁰ Art. 83-*duodecies* t.u.f.

⁵¹ Art. 127-*bis* t.u.f.

⁵² Queste disposizioni sono elencate anche da A. TRISCORNIA, (nt. 7), 802.

sono esempi recenti l'applicazione anche alla s.p.a. dell'art. 2467 c.c.⁵³ previsto per i finanziamenti dei soci qualora la s.p.a. preveda caratteri personalistici⁵⁴; ne costituisce altresì un esempio l'applicazione - messa però in dubbio da recenti sentenze⁵⁵ - dell'art. 2285 c.c. riguardo alla possibilità di recedere dalle società di capitali non solamente quando la società sia costituita a tempo indeterminato, ma anche quando la sua durata sia maggiore della durata media della vita dei soci.⁵⁶ Se l'applicazione di

⁵³ L'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. anche alle s.p.a. non eterodirette (giacché per quelle facenti parte di un gruppo la medesima disposizione è applicabile in virtù dell'art. 2497-*quinquies* c.c.) è stata affermata da Cass. Civ., Sez. I, 7 luglio 2015, n. 14056, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 409 ss. con nota di R. CASPANI, *Postergazione dei finanziamenti dei soci e tipi sociali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, II, 411 ss. e con nota di D. BONACCORSI DI PATTI, *Sull'applicazione analogica dell'art. 2467 c.c. alle società per azioni a base ristretta*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 111 ss.; l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. è stata ribadita anche da Cass. Civ., Sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291, in *Banca dati Pluris*, ove si afferma che l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. alle s.p.a. non deriva dall'esistenza di un principio generale transtipico, ma costituisce applicazione analogica della disposizione intesa a contrastare i fenomeni di sottocapitalizzazione nominale alle s.p.a. che presentano tratti comuni (personalistici) con le s.r.l., in particolare riguardo al potere di controllo dei soci. Sul tema si vedano anche i contributi di M. LUBRANO DI SCORPANELLO, *Postergazione legale per le obbligazioni?*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 510 ss.; N. BACCETTI, *Metodo tipologico e sottocapitalizzazione nominale nelle società per azioni indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 855 ss.

⁵⁴ I caratteri personalistici sono identificati da Cass. Civ., Sez. I, 20 giugno 2018, n. 16291, in *Banca dati Pluris* nelle seguenti caratteristiche: «tale condizione, che certo può esser dedotta su base presuntiva in ragione delle ridotte dimensioni della società, si sostanzia in ultima analisi nell'essere i soci finanziatori della s.p.a. in posizione concreta simile a quelle dei soci finanziatori della s.r.l.

L'identità di posizione può pacificamente affermarsi tutte le volte che l'organizzazione della società finanziata consenta al socio di ottenere informazioni paragonabili a quelle di cui potrebbe disporre il socio di una s.r.l. ai sensi dell'art. 2476 cod. civ.; e dunque di informazioni idonee a far apprezzare l'esistenza (art. 2467, comma 2) dell'eccessivo squilibrio dell'indebitamento della società rispetto al patrimonio netto ovvero la situazione finanziaria tale da rendere ragionevole il ricorso al conferimento, in ragione delle quali è posta, per i finanziamenti dei soci, la regola di postergazione.

In questa prospettiva la condizione del socio che sia anche amministratore della società finanziata può essere considerata alla stregua di elemento fondante una presunzione assoluta di conoscenza della situazione finanziaria appena detta».

⁵⁵ In particolare, si veda Trib. Milano, 28 giugno 2019, n. 6360, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it, per quanto riguarda le s.r.l. e Trib. Milano, 19 giugno 2019, n. 5972 per quanto riguarda le s.p.a., disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it.

⁵⁶ L'applicabilità dell'art. 2285 c.c. alle s.r.l. è stata affermata da Cass. Civ., Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9962, in *Giur. comm.*, 2015, II, 802 ss., con nota di F. CIUSA, *Il recesso "ad nutum" in s.r.l. con durata determinata al 2100*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, 804 ss.; Il tema è discusso altresì da M. STELLA RICHTER jr., *Il diritto di recesso, il controllo della logica della Cassazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 603 ss.; M. GATTI, *Sul recesso del socio da s.r.l. avente durata "eccessiva"*, in *Giur. comm.*, 2017, 607 ss.

disposizioni previste per un tipo ad un altro è consentita⁵⁷, lo sarà, a maggior ragione, l'applicabilità di disposizioni previste per la s.p.a. quotata (che tipo non è) alle s.p.a. quotate su di un mercato di crescita che presentano comunque delle indubbie affinità rispetto a taluni tratti con le società quotate su di un mercato regolamentato.⁵⁸

Ciò chiarito, bisognerà dunque indagare la possibilità di applicare analogicamente alcune disposizioni dettate per le società quotate su di un mercato regolamentato anche alle società quotate su di un mercato di crescita, identificando quale sia il nucleo comune delle funzioni e degli effetti della quotazione su di un mercato regolamentato e su di un mercato di crescita sulle società ed individuando quali disposizioni rispondano a queste esigenze comuni⁵⁹, che non troverebbero altrimenti soluzione nella disciplina della s.p.a. ordinaria.

Se si condividono queste premesse, l'evoluzione del ragionamento richiede di individuare quali siano le caratteristiche e le problematiche della società per azioni quotata e che derivano direttamente dal fatto della quotazione, che si ricollegano indissolubilmente ad una determinata disciplina.⁶⁰ Il fatto che tali disposizioni non sono dettate per le s.p.a. non

⁵⁷ Tale possibilità è data sostanzialmente per scontata anche da Montalenti e Benazzo ove si interrogano riguardo a quali disposizioni applicare in via analogica ai diversi modelli di s.r.l., dopo la frammentazione del tipo derivante dalle riforme degli ultimi anni: P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.

⁵⁸ La letteratura sull'applicazione analogica delle disposizioni dettate in materia di s.p.a. alle s.r.l. ha trovato nuova linfa nell'attribuzione della possibilità per le s.r.l. di emettere categorie speciali di quote. Sul punto, oltre ai contributi di cui alla nota precedente, si vedano anche N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, I, 501 ss.; M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., S.p.A.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.

⁵⁹ Nell'individuare di quali disposizioni di diritto societario dettate per le s.p.a. possano essere estese alle s.r.l. aperte al mercato, Benazzo afferma che l'interpretazione analogica debba essere giustificata dalla «contiguità sistematica ed equivalenza funzionale, ossia in ragione di un'istanza di protezione di interessi generali e sovraordinati, rispetto alla posizione dei soci-imprenditori, che la disciplina codicistica della s.r.l. non è in grado in alcun modo di soddisfare», P. BENAZZO, nt. 57, 1468.

⁶⁰ Se, utilizzando la terminologia di Maugeri, per comprendere la disciplina delle società quotate su di un mercato regolamentato, è necessario «evidenziare la *peculiarità dei problemi* che la negoziazione continuativa delle azioni su di un mercato regolamentato pone per il governo dell'emittente e sottolineare la conseguente *specificità delle soluzioni* che l'ordinamento è chiamato ad allestire» (corsivo nel testo, M. MAUGERI, nt. 26, 1234), l'operazione nel caso di specie è parzialmente differente. Si tratterà infatti di individuare non le disposizioni elaborate dal legislatore per rispondere a specifici problemi della

quotate⁶¹, mentre al tempo stesso il fatto della quotazione su di un mercato di crescita crea un problema assimilabile, ha l'effetto di generare una lacuna che può essere "riempita" tramite l'interpretazione analogica delle disposizioni dettate per le s.p.a. quotate. Detto in altri termini e capovolgendo l'ordine del discorso, si tratta di individuare quali problematiche poste dalle società con azioni quotate su di un mercato di crescita non trovino una soddisfacente risposta nella disciplina prevista per la società per azioni non quotata e richiedano l'applicazione analogica di disposizioni dettate per la società per azioni quotata su mercati regolamentati.⁶²

Peraltro, l'operazione ermeneutica è complicata da due ulteriori fattori che bisogna necessariamente tenere in considerazione. Da un lato, il fatto che la ricostruzione della disciplina dell'emittente ammesso su di un mercato di crescita non può certamente contraddire le linee ispiratrici della creazione dei mercati di crescita. Il fatto che le società quotate su di un mercato di crescita siano soggette ad una disciplina meno onerosa rispetto a quelle quotate su di un mercato regolamentato è voluto: un regime differenziato, meno oneroso e più flessibile dovrebbe incentivare la quotazione delle PMI. In secondo luogo, il procedimento di registrazione di un mercato di crescita prevede espressamente che il mercato individui regole appropriate per l'ammissione degli strumenti finanziari e possa prevedere clausole aggiuntive per gli emittenti ammessi. La previsione di alcune regole di *governance*, che devono essere giudicate come appropriate

società quotata in generale, ma solamente quelle disposizioni collegate indissolubilmente agli elementi comuni derivanti dalla quotazione della società su di un mercato regolamentato o di un mercato di crescita e che non trovano risposta nella disciplina della s.p.a. chiusa.

⁶¹ La cui disciplina dovrebbe applicarsi alle società quotate su mercati regolamentati.

⁶² Tale impostazione è coerente anche con quella di chi evidenzia l'importanza dei "modelli societari" (rispetto ai "tipi") e la loro modularità e propone di valutare l'applicazione analogica delle disposizioni in base all'assetto della singola società, dopo aver individuato per i singoli modelli il nucleo di norme inderogabili da parte dell'autonomia privata, P. MONTALENTI, nt. 57, 444. In questo caso, si tratta di comprendere come la quotazione su di un mercato di crescita (sebbene, da un punto di vista formale, è discutibile che la società quotata su di un mercato di crescita sia un nuovo "modello" societario) richieda l'integrazione delle disposizioni in via analogica con quelle dettate per le s.p.a. quotate su di un mercato regolamentato (lo stesso Montalenti ritiene che possano essere applicate le disposizioni dettate per la s.p.a. quotata a quella non quotata, se richiamate nello statuto, mentre non si esprime in merito all'applicazione analogica delle disposizioni previste per le s.p.a. quotate alle s.p.a. che siano effettivamente "aperte al mercato", *Ibidem*, 445).

dall'autorità di vigilanza⁶³, come elemento distintivo e necessario del mercato di crescita richiede all'interprete che intenda estendere analogicamente specifiche disposizioni particolare cautela, perché rischia non solo di alterare il bilanciamento insito negli obiettivi della disciplina, ma altresì di sopperire ad un potere che rientra nelle facoltà del gestore del mercato. Un potere, peraltro, il cui esercizio può essere sollecitato dall'autorità di vigilanza.

5. Funzioni dei mercati regolamentati, dei mercati di crescita e disciplina delle s.p.a.

Al fine di risolvere l'interrogativo che ci si è posti nel paragrafo precedente, ovvero se vi siano branche della disciplina delle società quotate sui mercati regolamentati che devono essere applicate alle società ammesse sui mercati di crescita, bisogna individuare quali siano le caratteristiche – direttamente derivanti dalla quotazione – a cui sono riconnesse specifiche disposizioni. A questa domanda è necessario rispondere identificando quali siano gli elementi direttamente derivanti dalla quotazione e quali siano le disposizioni che li tengono in considerazione, che potrebbero essere applicate analogicamente qualora le medesime problematiche si presentino per le società quotate sui mercati di crescita e non trovino adeguata risposta nella disciplina delle s.p.a. comuni.

Queste consistono, da un lato, nel fatto che si suppone che le azioni negoziate assumano un determinato livello di liquidità, e cioè che venga ad esistenza, grazie alla presenza di *dealer*, un mercato secondario in cui i titoli possano essere scambiati su base regolare. La liquidità del titolo non dipende esclusivamente dal fatto che lo stesso sia scambiato su di una sede di negoziazione, ma richiede che la liquidità stessa sia costruita tramite un'apposita architettura istituzionale. Tuttavia, il legislatore europeo, anche in virtù del fatto che la mancanza di liquidità è uno dei fattori che limitano lo sviluppo dei mercati di crescita, ha previsto che i mercati di crescita debbano richiedere una quota minima di flottante – necessaria affinché un titolo possa dirsi liquido – e che possano essere conclusi contratti di liquidità dagli emittenti ammessi alle negoziazioni, oltre alle pratiche ammesse dal regolamento sugli abusi di mercato.

⁶³ Tale valutazione risentirà inevitabilmente delle condizioni del mercato e degli specifici assetti proprietari tipici di una determinata economia.

La liquidità che dovrebbe derivare dall'ammissione alle negoziazioni su di un sistema multilaterale, a prescindere dalla diffusione fra il pubblico dei titoli, è presa in considerazione dal legislatore nelle disposizioni relative a parità di trattamento ed aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione citate precedentemente.

Un ulteriore ambito dove la liquidità è particolarmente rilevante è la disciplina del recesso del socio, che presenta significative differenze qualora le azioni siano negoziate sul di un mercato regolamentato. Infatti, la possibilità di liquidare le azioni sul mercato secondario elimina in alcuni casi le esigenze che hanno comportato la previsione del recesso e ne altera la logica di funzionamento. In particolare, come si approfondirà meglio in seguito, alcuni casi per l'esercizio del recesso trovano la propria *ratio* nel fatto che non esista un mercato secondario per le azioni della società ed il recesso non spetta ai soci delle società quotate ove tale mercato secondario esista. Sarà dunque necessario riflettere se la caratteristica della liquidità, che fa parte del dna istituzionale dei mercati di crescita, giustifichi il fatto che le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione su di un mercato di crescita siano assimilate alle società quotate su di un mercato regolamentato in relazione al recesso. Detto in altri termini, sarà necessario appurare se la liquidità delle azioni alteri le logiche di funzionamento del recesso in maniera tale da rendere inappropriata ed estranea alla logica del sistema l'applicazione delle disposizioni previste per le s.p.a. chiuse.

Come è stato accennato, oltre a fornire un mercato secondario in cui i titoli siano liquidi, i mercati regolamentati svolgono ancora la funzione di *listing*, e cioè vagliano che le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione rispettino determinati *standard* di trasparenza, ritenuti pregevoli e vantaggiosi per gli interessi degli azionisti.⁶⁴ Ne consegue che l'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato, poiché richiede il rispetto di requisiti aggiuntivi derivanti sia dal regolamento del mercato che dalla legislazione, oltre agli obblighi in materia di *disclosure*, comporta che la società si segnali come rispettosa di determinati *standard*. Tuttavia, le disposizioni che "tutelano" la funzione di *listing* svolta dal mercato, ed il

⁶⁴ I movimenti di riforma del diritto societario degli ultimi decenni hanno identificato queste "buone" norme relative alla governance nel rafforzamento dei diritti degli azionisti; tuttavia, in Europa, queste nuove disposizioni hanno avuto effetti eterogenei a seconda della natura degli *insiders* e dei soggetti che occupano posizioni di potere nella geografia societaria, F. BULFONE, *Insider job: corporate reforms and power resources in France, Italy and Spain*, in *Socio-economic Review*, 2017, 435 ss.

supposto interesse generale degli azionisti al mantenimento della quotazione non solo perché garantisce liquidità al titolo, ma comporta altresì l'applicazione di un regime normativo differenziato, si limitano alle disposizioni che disciplinano il *delisting* della società. Non sono, all'evidenza, le disposizioni che si applicano alle società quotate stesse, che costituiscono appunto l'oggetto della funzione di *listing* e non certo disposizioni a protezione del fatto che il mercato la svolga. Al tempo stesso, questo elemento influisce anche sulla potestà a decidere sulla quotazione in prima battuta.

Come nel caso della liquidità delle azioni, il legislatore europeo ha disegnato i contorni dei mercati di crescita affinché gli stessi svolgano, analogamente ai mercati regolamentati, una funzione di *listing*. Infatti, al fine di poter essere registrato come mercato di crescita, il sistema multilaterale deve necessariamente prevedere che gli emittenti le cui azioni vengano ammesse rispettino determinati requisiti in materia di informazione. Inoltre, la funzione di *listing* differenzia i mercati di crescita dai "semplici" sistemi multilaterali che non richiedono particolari criteri di ammissione agli emittenti, ma devono solamente assicurarsi che «siano accessibili al pubblico informazioni sufficienti per permettere ai loro clienti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della categoria dei clienti che delle tipologie di strumenti negoziati».⁶⁵

Ne consegue che, se le disposizioni relative alla revoca dalle negoziazioni sono da considerarsi strettamente connesse al fatto che l'ammissione alle negoziazioni comporta necessariamente una modifica dell'organizzazione del governo societario e dell'informazione disponibile al pubblico, oltre a rendere le azioni liquide, sarà necessario riflettere se e come le disposizioni relative alla revoca dell'ammissione alle negoziazioni possano essere applicate anche agli emittenti quotati sui mercati di crescita. Bisognerà dunque vagliare se sussista un principio di ordine generale, che concerne la tutela degli investitori nel caso di *delisting* della società, anche da un mercato di crescita.

La tesi, inoltre, non risulta smentita dal fatto che alcune delle disposizioni in materia di *governance* sono applicabili alle società quotate su di un mercato di crescita nella misura in cui determinate clausole vengano inserite nello statuto, e che quindi, in assenza di una deliberazione

⁶⁵ Art. 66, comma 3, lett. b) t.u.f.

dell'assemblea straordinaria, non potrebbero essere modificate dalla semplice revoca dalle negoziazioni.⁶⁶ Infatti, tre ordini di ragioni spingono comunque a ritenere che la *ratio* sottesa alla "protezione" dello *status* di società quotata possa applicarsi anche alle società ammesse ai mercati di crescita: in primo luogo, la quotazione dovrebbe garantire anche la liquidità del titolo, e non esclusivamente il regime di *governance*. In secondo luogo, le clausole statutarie "obbligatorie" per l'ammissione alle negoziazioni spesso non sono autonome, ma effettuano ampi rimandi al regolamento del mercato.⁶⁷ Infine, l'ammissione alle negoziazioni comporta comunque che le clausole statutarie richieste dal mercato di crescita non possano essere modificate, pena la revoca dalle negoziazioni. Queste ragioni lasciano dunque propendere per il fatto che, nonostante il regime giuridico delle società ammesse ai mercati di crescita non dipenda dal solo fatto di essere ammesse alle negoziazioni, ma altresì da clausole statutarie, lo *status* di società quotata su di un mercato di crescita possa richiedere, almeno in teoria, di applicare le norme relative al *delisting* per le società quotate sui mercati regolamentati.

Un ragionamento differente deve essere svolto rispetto alle norme di diritto societario che concernono l'organizzazione interna delle società quotate, come la composizione degli organi sociali od il diritto di impugnare le delibere assembleari, per una serie di ragioni. La prima e più evidente è rappresentata dal fatto che possono essere previste differenti composizioni degli organi anche in via statutaria e tale composizione può essere richiesta dal regolamento del mercato o decisa spontaneamente dalla società. In secondo luogo, le disposizioni relative all'organizzazione interna societaria concernono la distribuzione del potere fra vari gruppi e non derivano necessariamente dalle due caratteristiche che identificano i mercati di crescita, così come i mercati regolamentati, e cioè la funzione di liquidità sul mercato secondario e di garantire determinati *standard* rispetto agli emittenti che sono ammessi alle negoziazioni.

Infatti, le disposizioni relative alla distribuzione del potere – si pensi per esempio a quelle concernenti la composizione dell'organo amministrativo – sono state pensate tenendo in considerazione il

⁶⁶ Il regime legale che si applica alle società quotate, invece, dipende interamente dal *fatto* dell'essere quotate su di un mercato regolamentato, di modo che la revoca dell'ammissione alle negoziazioni comporta automaticamente che il regime giuridico cessa di applicarsi.

⁶⁷ Per esempio, la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria statutaria effettua ampi rinvii al regolamento emittenti dell'AIM Italia.

contemporaneo investitore istituzionale, diversificato o meno, e sono volte a favorire che lo stesso possa, di fatto, far sentire la propria voce riguardo alle scelte dell'alta amministrazione societaria. La ragione politica dell'adozione di queste norme risiedeva nell'intento di favorire lo sviluppo del mercato azionario sulla scorta della tesi che una maggiore protezione degli azionisti comportasse un maggiore sviluppo dei mercati azionari. Sebbene la tesi si sia dimostrata infondata⁶⁸, questo non ha impedito che le disposizioni che incrementano il potere degli investitori istituzionali siano divenute la norma, e siano state addirittura rafforzate dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, piuttosto che essere ripensate. Tuttavia, per quanto diffuse, queste disposizioni non derivano necessariamente dalle caratteristiche fondamentali dei mercati regolamentati, né sussistono particolari ragioni per poter ritenere che le stesse siano applicabili, in assenza di clausole statutarie, alle società ammesse sui mercati di crescita.

Infine, certamente non applicabili saranno le disposizioni relative alle relazioni finanziarie ed ai documenti contabili, in considerazione del fatto che in sede europea è stato espressamente deciso di non obbligare alla redazione dei documenti contabili secondo particolari canoni, proprio al fine di evitare gli ulteriori costi che questo avrebbe comportato per gli emittenti.

All'esito di questa discussione appaiono pertanto limitate le disposizioni relative alle società quotate la cui *ratio* sembra risiedere in caratteristiche strutturali che i mercati regolamentati ed i mercati di crescita condividono. Sarà dunque necessario valutare, in relazione a questi istituti,

⁶⁸ S. DEAKIN-P. SARKAR-M. SIEMS, *Is there a relationship between shareholder protection and stock market development?*, in *ECGI working papers*, n. 377/2017, disponibile su www.ecgi.org; J. ARMOUR et al., *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origin hypothesis*, in *Journal of empirical legal studies*, 2009, 6, 343 ss.; J. COFFEE, *The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control*, in *Yale law journal*, 2011, 111, 59-66; B. CHEFFINS, *Corporate ownership and control: British business transformed*, Oxford, Oxford University Press, 2010, 35-40. D'altra parte, la stessa assunzione che lo sviluppo economico richieda diritti di proprietà ben definiti *ex ante* e coercibili *ex post* è contestata e, come tutte le questioni economiche, corrisponde all'impostazione politica più che ad un dato scientifico universalmente valido: «The case for a straightforward link between “clear and strong” property rights and robust growth or development in today's industrial societies is more ideological assertion than careful history», DAVID KENNEDY, *Some Caution about Property Rights as a Recipe for Economic Development*, in *Accounting, economics and law*, 2011, 1, 3.

quale sia il regime normativo da applicare alle società quotate sui mercati di crescita.

6. *Le decisioni circa il listing ed il delisting.*

La prima questione da affrontare collegata alle caratteristiche che conseguono alla quotazione (liquidità delle azioni e “qualità” dell’emittente) concerne la disciplina relativa al *listing* e al *delisting*: infatti, nulla è previsto rispetto alle società quotate sui mercati di crescita.

Per quanto riguarda le società quotate su di un mercato regolamentato, il fatto se spetti all’assemblea oppure al c.d.a. la decisione circa l’ammissione alle negoziazioni è dibattuto, per quanto la necessità di modificare lo statuto e (nella maggioranza dei casi) di effettuare un aumento del capitale sociale prima dell’ammissione alle negoziazioni rendano, di fatto, necessario ottenere l’assenso dell’assemblea straordinaria. Altro tema estremamente discusso, sia prima che dopo la riforma del 2003, concerne la possibilità o meno per le società ammesse su di un mercato regolamentato di procedere ad un *delisting* c.d. puro e, se del caso, quali tutele siano poste a garanzia dei soci dissenzienti.

Mentre queste domande trovano una risposta solo parziale nella disciplina delle società quotate su di un mercato regolamentato, sarà necessario analizzare se questa normativa sia applicabile anche alle società ammesse sui mercati di crescita, per le quali nulla è esplicitamente previsto. Infatti, le disposizioni che concernono l’accesso e, soprattutto, “l’uscita” dalle negoziazioni dipendono strettamente da quale sia il ruolo, la funzione e le conseguenze della quotazione stessa, da cui dipende la necessità o meno di individuare una disciplina applicabile alle decisioni circa il *listing* e il *delisting*.

La competenza a chiedere l’ammissione delle azioni su di un mercato di crescita non è espressamente regolamentata né dalla disciplina italiana⁶⁹, né da quella europea.⁷⁰ Per di più, non possono venire in aiuto disposizioni

⁶⁹ Notava già che né il t.u.f., né il codice civile, né il regolamento di borsa identificavano l’organo competente a deliberare sulla richiesta di ammissione degli strumenti finanziari su di un mercato regolamentato M. DE MARI, nt. 6, 62.

⁷⁰ Non si rinvergono inoltre indicazioni sul punto nemmeno nei regolamenti dell’AIM Italia: il modello per la presentazione della domanda di ammissione dell’emittente si limita a richiedere di indicare la «data in cui è stata deliberata la presentazione della domanda di ammissione», senza specificare se la deliberazione debba essere del consiglio di amministrazione oppure dell’assemblea, ordinaria o straordinaria.

dettate per le società quotate su di un mercato regolamentato, poiché sul punto anche quella disciplina nulla dice⁷¹, mentre la competenza assembleare⁷² o gestoria⁷³ a deliberare sul punto è controversa in dottrina. Tuttavia, la decisione di quotarsi, anche se su di un mercato di crescita, ha un'evidente valenza organizzativa che incide direttamente sulla struttura del rapporto sociale. Sebbene la quotazione incida ovviamente anche sulla gestione dell'attività sociale⁷⁴, essa incide direttamente sui rapporti fra i soci stessi, oltre che sulle modalità di negoziazione delle azioni ed organizzative dell'attività sociale. La decisione di quotarsi, per quanto su di un mercato di crescita per le PMI, potrebbe essere considerata una "operazione di interesse primordiale"⁷⁵ riguardo alla quale i soci anche di s.p.a. hanno diritto di deliberare.⁷⁶ Infatti, per quanto la quotazione di per sé non alteri

⁷¹ Sulle ragioni per cui è necessaria la domanda degli emittenti per la prima ammissione alla negoziazione delle azioni su di un mercato regolamentato cfr. nt. 39.

⁷² Tra coloro che propendono per la competenza assembleare, bisogna distinguere tra gli autori che affermano la competenza dell'assemblea straordinaria e quelli che invece affermano la competenza dell'assemblea ordinaria. Propendono per la competenza dell'assemblea ordinaria P. MONTALENTI, nt. 26, 60 e M. DE MARI, nt. 6, 71 ss., che differenzia la competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare le modifiche statutarie richieste dal t.u.f. per la quotazione e la competenza dell'assemblea ordinaria a deliberare la quotazione. Si esprime per la competenza dell'assemblea altresì M. MAUGERI, nt. 26, 1233, che tuttavia non risolve la questione se la competenza spetti all'assemblea straordinaria oppure ordinaria. Propende per la competenza dell'assemblea straordinaria in base all'assunto che la quotazione comporti una trasformazione della società G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 492. Sostenevano che la quotazione dovesse essere deliberata dall'assemblea straordinaria anche prima dell'emanazione del t.u.f. R. WEIGMANN, *Società per azioni*, in *Digesto disc. Priv. Sez. comm.*, XIV, Torino, 1997, 416-17; S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione*, in *Riv. soc.*, 1978, 1093 ss.

⁷³ Propendono per la competenza del c.d.a. a deliberare l'ammissione alla negoziazione delle azioni su di un mercato regolamentato F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 6, 1061; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2020; P. ABBADESSA-A. MIRONE, *La competenza dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 322 ss.; M. NOTARI, *Art. 119*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999, 758-59.

⁷⁴ Basti pensare al fatto che uno dei principali vantaggi di cui godono le società quotate è la possibilità di poter utilizzare titoli di nuova emissione come "moneta" di scambio per acquisizione e consolidamento dell'attività. Basti altresì pensare a come il modello organizzativo, amministrativo e contabile dell'attività sociale muti per poter adempiere agli obblighi, anche di trasparenza, resi vincolanti dallo *status* di società quotata.

⁷⁵ L'espressione è stata tradotta dal francese ed introdotta nel nostro ordinamento da P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Milano, Giuffrè, 1975.

⁷⁶ Ha recentemente aderito alla tesi delle competenze implicite dell'assemblea di s.p.a. in relazione agli interessi primordiali degli azionisti Trib. Roma, 1 aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, 765 ss.; in senso adesivo alle tesi sostenute dal Tribunale si veda G. B.

né l'oggetto sociale, né le condizioni di rischio dell'investimento, essa altera in maniera fondamentale l'organizzazione della società e della gestione dell'attività d'impresa.

Sebbene queste considerazioni facciano propendere per la competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare la domanda di ammissione alle negoziazioni delle azioni su di un mercato di crescita, il tema rischia di essere di fatto ozioso per due ragioni. In primo luogo, nella maggioranza dei casi l'ammissione alle negoziazioni è accompagnata da un aumento del capitale sociale che deve essere comunque deliberato dall'assemblea straordinaria. In secondo luogo, il t.u.f. ed il regolamento delegato (UE) 2017/575 di fatto richiedono che il regolamento del sistema multilaterale di negoziazione⁷⁷ imponga specifici obblighi sull'emittente che si riversano anche in modifiche statutarie per la società.⁷⁸

Mentre nulla dicono rispetto alla quotazione, il codice civile ed il t.u.f. dettano alcune disposizioni in materia di *delisting*. In particolare, a parte i casi di *delisting* dovuto a fusione oppure alla riduzione al di sotto del minimo del flottante, bisogna domandarsi se sia possibile per le società quotate su di un mercato di crescita procedere ad un *delisting* volontario, il c.d. *delisting* puro, valutando se possano applicarsi in via analogica le disposizioni previste per le società quotate su di un mercato regolamentato. Il *delisting* dal mercato di crescita inciderebbe infatti su quei due elementi che sono stati identificati come cruciali e derivanti dalla quotazione: la liquidità delle azioni e l'applicazione di un regime particolare circa la trasparenza e la *governance* societaria.

PORTALE-N. DE LUCA, *Interessi primordiali degli azionisti e competenze dell'assemblea*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 1 ss. In senso parzialmente difforme sulle competenze dell'assemblea si veda anche M. SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 337 ss.; M. LIBERTINI-A. MIRONE-P. M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2016.

⁷⁷ Affinché il sistema multilaterale possa essere registrato come mercato di crescita per le PMI.

⁷⁸ Per essere quotato sull'AIM Italia, per esempio, l'emittente deve introdurre la clausola relativa all'o.p.a. obbligatoria, disposizioni riguardo la dichiarazione delle partecipazioni significative da parte dei soci, nonché prevedere maggioranza rafforzate per alcune deliberazioni e richiedere alcune autorizzazioni, ai sensi dell'art. 2365, comma primo, n. 5) c.c., da parte dall'assemblea per compiere determinate operazioni. L'introduzione di tutte queste modifiche statutarie – espressamente indirizzate alla quotazione sull'AIM Italia – comporta *de facto* la necessità che l'assemblea straordinaria approvi l'ammissione alla negoziazione delle azioni.

L'art. 133 t.u.f. prevede la possibilità per le società italiane quotate sui mercati regolamentati di chiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei titoli, purché i titoli siano contestualmente quotati su di un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea che offra una tutela equivalente agli investitori.⁷⁹ Mentre l'art. 133 t.u.f. ha creato e continua a generare diversi problemi interpretativi, in particolare riguardo alla sua portata sistematica ed al suo rapporto con l'istituto del diritto di recesso per le deliberazioni che comportano l'esclusione dalle negoziazioni su di un mercato regolamentato⁸⁰, l'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* c.c. da parte della riforma del diritto societario del 2003 dovrebbe avere risolto definitivamente la questione circa l'ammissibilità del *delisting* puro.⁸¹ In particolare, la previsione di una disposizione generale che garantisce il diritto di recesso per tutti gli azionisti che non abbiano concorso all'adozione della deliberazione che comporta l'esclusione dalle negoziazioni⁸² permette di affermare la legittimità della delibera dell'assemblea straordinaria⁸³ di *delisting* puro⁸⁴, oltre che del *delisting* "indiretto" dovuto a fusione o scissione⁸⁵, mentre consente di leggere l'art.

⁷⁹ La Consob deve stabilire con regolamento i criteri per specificare il concetto di tutela equivalente. L'art. 144, comma secondo del regolamento emittenti della Consob si è limitato a prevedere che per le società ammesse nel mercato regolamentato di destinazione sia prevista la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria o una disciplina considerata equivalente dalla Consob.

⁸⁰ Sul punto, si veda R. GHETTI, *Art. 133*, in *Commentario tuf*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, 1444.

⁸¹ Non tutti gli autori concordano però con questa ricostruzione, cfr. nt. 86. Come evidenziato da Ghetti, già prima dell'entrata in vigore del t.u.f., al fine di causare l'esclusione dalle negoziazioni venivano utilizzati o strumenti tipici di diritto societario (come la fusione per incorporazione con società non quotata) o strumenti di diritto dei mercati finanziari (come le offerte pubbliche di acquisto), R. GHETTI, nt. 80, 1444. Il t.u.f. aveva introdotto protezioni per gli azionisti in entrambi i casi, nelle forme dell'art. 131 e 108 t.u.f.

⁸² E non solamente nel caso in cui l'esclusione dalle negoziazioni sia la conseguenza di una fusione o scissione, come prevedeva precedentemente l'art. 131 t.u.f.; il rapporto fra l'art. 2437-*quinquies* c.c. ed il "vecchio" art. 131 t.u.f. è discusso da M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 529.

⁸³ Per un'analisi anche in termini comparatistici della competenza dell'assemblea in materia di *delisting* si veda G. B. PORTALE, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso. Assemblea - amministrazione*, vol. 2, Torino, 2006, 5 ss.

⁸⁴ R. GHETTI, nt. 80, 1445; M. NOTARI, nt. 82, 545; F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 6, 1086; *Contra* M. MAUGERI, nt. 26, 1247.

⁸⁵ La legittimità del *delisting* "indiretto" era già riconosciuta anche prima della riforma del diritto societario del 2003, poiché l'art. 131 t.u.f. garantiva il diritto di recesso ai soci che non avevano concorso alla deliberazione. Per un commento sul vecchio art. 131 t.u.f. si

133 t.u.f. come un'eccezione⁸⁶ alla possibilità di recedere per gli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione.⁸⁷ Infatti, in caso di trasferimento su di un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea, la società mantiene le due caratteristiche che derivano dalla quotazione (particolari regole organizzative e liquidità), che rendono superfluo il diritto di recesso. Ne consegue pertanto che non possono più sussistere dubbi riguardo alla legittimità del *delisting* puro e che peraltro, vista la previsione generale del recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione, non sussistono neppure particolari ragioni per differenziare fra i casi di *delisting* "indiretto" (consentito) e *delisting* puro (vietato).⁸⁸

Se queste sono le disposizioni che concernono il *delisting* delle società quotate sui mercati regolamentati, nessuna disposizione è esplicitamente dettata per il *delisting* da parte delle società ammesse sui mercati di crescita. In primo luogo, non pare si possa dubitare della possibilità per la società i cui titoli vengano ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita di poter procedere al *delisting*, sia esso "puro" oppure conseguente ad

vedano M. NOTARI, nt. 111, 1110 ss.; L. PISANI, Art. 131, in *Testo unico della finanza. Commentario*, vol. 2, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002, 1083 ss.

⁸⁶ Ritiene invece che la lettura del rapporto fra l'art. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c. debba essere inversa rispetto a quanto qui proposto D. I. PACE, nt. 6, 141. In particolare, l'Autore ritiene che l'art. 2437-*quinquies* vada letto in continuità con l'abrogato art. 131 t.u.f. ed alla luce dell'art. 133 t.u.f. che sancisce la legittimità del solo "trasferimento" su di un altro mercato. In questo caso, la norma "generale" sarebbe quella dell'art. 133 t.u.f., mentre l'art. 2437-*quinquies* regolerebbe solo i casi in cui la perdita della quotazione costituisca una conseguenza indiretta di altre operazioni societarie. Tale interpretazione, tuttavia, non spiega compiutamente per quale ragione dovrebbe essere consentito un *delisting* derivante da fusione o scissione (con garanzia del diritto di recesso per i soci che non hanno concorso alla deliberazione), mentre non dovrebbe essere autorizzato lo stesso *delisting* deliberato dall'assemblea straordinaria. Ritiene altresì che l'art. 2437-*quinquies* c.c. non avrebbe introdotto surrettiziamente la possibilità del *delisting* puro, ma che sarebbe solamente espressione del principio già presente nel sistema ed incarnato dall'art. 131 t.u.f. M. DE MARI, nt. 6, 142; tale interpretazione tuttavia non tiene in debita considerazione l'evidente differenza fra il testo dell'abrogato art. 131 t.u.f. e dell'art. 2437-*quinquies*. Ritengono altresì che il *delisting* puro non sia ammissibile P. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel t.u. e nella corporate governance*, in *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, a cura di B. Libonati, Padova, 1999, 19 ss. e A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, Napoli, 2005, 61.

⁸⁷ R. GHETTI, nt. 80, 1445; A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 418.

⁸⁸ Erano altresì favorevoli al *delisting* puro anche prima dell'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* c.c. P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 211 ss. e G. OPPO, nt. 72, 483 ss., che riteneva che il rimedio per i soci dissenzienti rispetto al *delisting* (assimilato alla trasformazione in base all'assunto che la società quotata costituisca un tipo di società) fosse il recesso.

un'operazione di fusione o derivante dall'acquisto di una partecipazione così elevata che non consente il mantenimento dei requisiti minimi di flottante. Si tratta dunque di analizzare se e quali tutele siano previste per i soci che non concorrano all'adozione della deliberazione che comporta il *delisting*. In particolare, bisogna valutare (i) quali siano le conseguenze del *delisting* puro oppure conseguente ad una fusione ed una scissione; (ii) quali siano le conseguenze del *delisting* con contemporanea quotazione su di un altro mercato di crescita oppure su di un mercato regolamentato.

Riguardo alla fattispecie *sub (i)* – cioè le conseguenze del *delisting* puro – si pongono due ordini di problemi: la competenza a deliberare il *delisting* e la spettanza o meno del diritto di recesso. Se la deliberazione competerà all'assemblea straordinaria nel caso di *delisting* conseguente alla fusione⁸⁹, nulla è previsto per il *delisting* puro. Tuttavia, nonostante la tassatività delle competenze assembleari, visto che, come già sottolineato in precedenza, l'ammissione alla quotazione su di un mercato di crescita ha importantissimi riflessi sull'organizzazione sociale⁹⁰ sembra ragionevole prevedere che la decisione di ritirare gli strumenti dalla quotazione debba essere presa dall'assemblea straordinaria. Come nel caso della decisione circa l'ammissione alle negoziazioni, ed analogamente a quanto avviene per le società quotate su di un mercato regolamentato, le funzioni che la quotazione svolge ed il loro riflesso sull'organizzazione sociale comportano necessariamente la competenza dell'assemblea straordinaria per la deliberazione.

D'altra parte, quanto meno per l'AIM Italia, la questione è in parte superata da quanto previsto dal regolamento emittenti dell'AIM, ove è previsto che la revoca debba essere subordinata all'approvazione «di non meno del 90% degli azionisti riuniti in assemblea»⁹¹. Le linee guida chiariscono poi che la soglia del 90% deve essere calcolata in base alla percentuale dei voti espressi e non degli strumenti finanziari posseduti.⁹² È stata quindi inserita negli statuti delle società quotate sull'AIM una

⁸⁹ L'approvazione del progetto di fusione richiede infatti l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria.

⁹⁰ Sostengono la tesi della competenza dell'assemblea straordinaria a deliberare il *delisting* puro per le società quotate su di un mercato regolamentato, F. VELLA-V. CORRENTE, nt. 6, 1086.

⁹¹ Art. 41 regolamento emittenti AIM.

⁹² Art. 41 linee guida regolamento emittenti AIM.

clausola⁹³ che richiede l'autorizzazione dell'assemblea con la maggioranza necessaria per la decisione di revoca.⁹⁴ La previsione della clausola relativa alla revoca solleva tuttavia dubbi rispetto alla sua applicabilità nel caso in cui la revoca degli strumenti derivi da un'operazione di fusione o scissione: in questi casi sarà necessaria l'approvazione dell'assemblea straordinaria o della maggioranza del 90% degli strumenti che hanno espresso il proprio voto sul punto?⁹⁵ Questo dubbio interpretativo è stato in parte risolto dalla modifica del regolamento implementata nell'estate 2020. Infatti, è ora specificato che il *quorum* del 90% si applichi a tutte le delibere che possano comportare, anche indirettamente, l'esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari, nonché alle delibere relative alla modifica della clausola statutaria stessa.⁹⁶

Il secondo problema interpretativo relativo al *delisting* deriva dal fatto che l'art. 2437-*quinquies* prevede il diritto di recesso in caso di *delisting* solo qualora le azioni siano quotate in mercati regolamentati, con la conseguenza che il *delisting* dal mercato di crescita non comporterà, almeno formalmente, il diritto di recesso per i soci che non hanno partecipato all'adozione della deliberazione. Tuttavia, qualora si condividano le considerazioni svolte sinora, bisognerà ammettere che il diritto di recesso dovrà essere riconosciuto, in via analogica, anche nel caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni su di un mercato di crescita. Garantire una tutela agli azionisti dissenzienti rispetto alla decisione dell'esclusione dalla quotazione rappresenta un principio generale, la cui *ratio* può essere applicata altresì ai mercati di crescita. La quotazione infatti garantisce liquidità alle azioni, oltre che determinati livelli di trasparenza e di *governance*. Se la perdita di queste caratteristiche, dovuta al *delisting*, determina l'insorgere del diritto di recesso per le società quotate sul mercato regolamentato, la perdita di caratteristiche simili da parte delle azioni delle società quotate sui mercati di crescita dovrà determinare il medesimo diritto per gli azionisti. La mancata previsione di una disciplina

⁹³ Ai sensi dell'art. 2364, comma primo, n. 5) c.c.

⁹⁴ Il medesimo art. 41 delle linee guida prevede inoltre due eccezioni alla necessaria autorizzazione dell'assemblea, che sono strettamente collegate alle domande che dobbiamo affrontare nelle prossime pagine e che saranno pertanto discusse in seguito.

⁹⁵ E che pertanto potrebbe essere maggiore rispetto alla maggioranza richiesta per l'approvazione dell'operazione di fusione.

⁹⁶ Discuteva la questione riguardo alla formulazione del regolamento emittenti AIM e la relativa clausola statutaria anteriore alle modifiche dell'estate 2020 M. STELLA RICHTER jr., *Parere in tema di delisting dall'AIM Italia, in Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 106 ss.

ad hoc si presenta dunque come una lacuna della disciplina, che deve essere colmata tramite l'interpretazione analogica delle disposizioni.

L'ulteriore problema che ci siamo posti riguarda il *delisting* dal mercato di crescita dovuto al "trasferimento" su di un altro mercato di crescita o su di un mercato regolamentato. Ferma restando la sicura liceità di queste operazioni, è necessario discutere quale sia l'organo competente a deliberare il trasferimento e se spetti o meno il recesso ai soci che non abbiano concorso alla decisione.

Per quanto riguarda il trasferimento su di un mercato regolamentato, la legislazione europea in materia espressamente favorisce tale passaggio, tramite la possibilità di redigere un prospetto in forma semplificata al momento della quotazione sul mercato regolamentato.⁹⁷ Per di più le ragioni che giustificano la concessione del recesso non paiono sussistere, né per quanto riguarda la liquidità, né per i presidi organizzativi e di trasparenza. La norma prevista per le società quotate sui mercati regolamentati da applicare analogicamente è dunque l'art. 133 t.u.f., piuttosto che l'art. 2437-*quinquies* c.c., in quanto non si appalesano le esigenze di protezione sottostanti alla previsione del recesso.

Il quesito circa la competenza a deliberare il trasferimento dal mercato di crescita al mercato regolamentato si risolve nel quesito a deliberare tale decisione in generale. Per le ragioni evidenziate precedentemente, ed a prescindere dal fatto che spesso una deliberazione dei soci sarà necessaria per approvare l'aumento di capitale contestuale alla quotazione, sembra opportuno propendere per la tesi della competenza dell'assemblea straordinaria per tale decisione.

⁹⁷ I mercati di crescita sono intesi anche come un passaggio intermedio dal legislatore europeo: un ambiente in cui gli emittenti possono abituarsi ad interagire con il mercato, per fare successivamente il "salto" verso il mercato regolamentato. Afferma in tal senso il considerando n. 15 del regolamento (UE) 2019/2115: «I mercati di crescita per le PMI non dovrebbero essere percepiti come l'ultima fase dello sviluppo degli emittenti e dovrebbero consentire alle imprese di successo di crescere e di passare un giorno ai mercati regolamentati per beneficiare di una maggiore liquidità e avere accesso a un maggior numero di investitori». Nell'ottica di favorire questo trasferimento sono stati ridotti gli oneri informativi a carico dell'emittente nel caso di passaggio dal mercato di crescita al mercato regolamentato, garantendo la possibilità di redigere il prospetto per la quotazione nella forma del prospetto semplificato per le emissioni secondarie: anche in questo caso la possibilità di usufruire del prospetto semplificato per le emissioni secondarie è garantita solo a determinate condizioni. La fattispecie è delineata dall'art. 14, par. primo, lett. d) del regolamento prospetto nella versione consolidata, come modificato dal regolamento (UE) 2019/2115.

Nessun richiamo si rinviene invece in materia di trasferimento da un mercato di crescita ad un altro. Anche in questo caso pare potersi applicare analogicamente, almeno in parte, l'art. 133 t.u.f.: ferma la competenza dell'assemblea straordinaria ad assumere la decisione⁹⁸, non sarà necessario garantire il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione. Per le medesime ragioni evidenziate riguardo al trasferimento sul mercato regolamentato, la fattispecie del trasferimento fra mercati di crescita (che devono in ogni caso garantire la liquidità delle azioni e rispettare requisiti minimi comuni a livello europeo) corrisponde a quella del trasferimento fra mercati, piuttosto che a quella del *delisting* con le connesse esigenze di protezione.

Infine il criterio di equivalenza della tutela degli investitori sul mercato regolamentato di destinazione, la cui sussistenza è necessaria perché possa applicarsi la disciplina dell'art. 133 t.u.f., parrebbe sempre garantito nel contesto dei mercati di crescita. In primo luogo, perché l'unico elemento distintivo dell'equivalenza per la disciplina nazionale consiste nell'o.p.a. obbligatoria⁹⁹, che non è espressamente prevista, in fonti di rango primario o secondario, per le società ammesse sui mercati di crescita.¹⁰⁰ Sarebbe dunque impossibile individuare in che cosa consista l'equivalente tutela degli investitori su diversi mercati di crescita. In secondo luogo, i sistemi multilaterali di negoziazione possono essere registrati come mercati di crescita nell'Unione Europea dalle singole autorità nazionali solamente ove rispettino i requisiti minimi stabiliti a livello europeo in maniera uniforme. In assenza di requisiti speciali a livello nazionale e vista l'uniformità dei requisiti europei, si può affermare che la protezione garantita agli investitori sui mercati di crescita deve sempre essere ritenuta equivalente e che, di conseguenza, nell'applicazione analogica dell'art. 133 t.u.f. al trasferimento di una società fra mercati di crescita, il requisito dell'equivalenza della tutela degli investitori possa di fatto essere espunto.

⁹⁸ Anche in questo caso, sembrerebbe che il regolamento emittenti dell'AIM Italia richieda l'approvazione del 90% dei voti espressi, con la possibilità di Borsa Italiana di eliminare tale requisito. Come per il trasferimento su di un mercato regolamentato, l'elemento chiave sarà l'esatta formulazione delle clausole statutarie da parte delle singole società.

⁹⁹ Art. 144, comma secondo regolamento emittenti Consob.

¹⁰⁰ La disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si applica in parte a queste società solamente perché il regolamento emittenti dell'AIM Italia richiede l'introduzione di una specifica clausola statutaria.

7. Il recesso.

La riforma del 2003 ha assegnato al diritto di recesso una posizione di primo piano: nel contesto dell'ampliamento dei margini di autonomia statutaria delle società¹⁰¹ e del rafforzamento dei poteri delle maggioranze e degli amministratori¹⁰², i soci di minoranza sono stati tutelati tramite la previsione di alcuni diritti di *voice* e di *exit*¹⁰³. La tutela reale degli azionisti ha ceduto il passo rispetto ad una tutela indennitaria-obbligatoria¹⁰⁴, che invece di impedire *tout-court* determinate decisioni assembleari le rende invece possibili, imponendo alla società¹⁰⁵ di versare alla minoranza il prezzo per la decisione della maggioranza.¹⁰⁶ Inoltre, mentre nel vigore della precedente disciplina il legislatore mirava soprattutto a tutelare i terzi che venivano in contatto con la società, dopo la riforma il diritto societario ha come obiettivo fondamentale di permettere agli azionisti di organizzare

¹⁰¹ Ampliare lo spazio riconosciuto all'autonomia statutaria è stato uno degli obiettivi di fondo della riforma del 2003, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2: diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2012, 148.

¹⁰² P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, Cedam, 2004, 470. La riforma ha ridotto gli spazi di tutela "reale" delle minoranze e ha enfatizzato gli strumenti di tutela "obbligatoria", D. GALLETTI, *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, 1477 s.

¹⁰³ La celebre distinzione fra *exit* e *voice* quali strumenti per la riduzione dei costi di agenzia è stata formulata da A. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Cambridge (Ma), Harvard University Press, 1970, *passim*. Ritiene che l'ampliamento del diritto di *exit* sia una conseguenza del rafforzamento del principio maggioritario V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 292 ss.; C. GRANELLI, *Il recesso nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Società*, 2004, 148; M. CALLEGARI, *Art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Bologna, Zanichelli, 2004, 1409; G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 142.

¹⁰⁴ È stato argomentato che la riforma abbia previsto un sistema di tutela di natura prevalentemente obbligatoria a favore degli azionisti di minoranza e che il diritto di recesso sia l'istituto che meglio rappresenti questa filosofia: G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 6. Di tutela indennitaria discute R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 253, sebbene affermi che, in relazione al diritto di recesso, non si possa parlare di tutela obbligatoria in senso proprio, sebbene il meccanismo di funzionamento sia tutto sommato simile, p. 236.

¹⁰⁵ E quindi, in via riflessa, anche alla maggioranza degli azionisti che non esercita il recesso e continua a detenere le azioni.

¹⁰⁶ Specifica che il recesso incide sul calcolo costi-benefici della maggioranza C. ANGELICI, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 571.

al meglio e liberamente l'attività societaria¹⁰⁷ al fine di permettere ai soci di ottenere la massimizzazione dell'investimento.¹⁰⁸

In questo contesto, è stata ampliata la possibilità di modificare lo statuto tramite deliberazione dell'assemblea straordinaria¹⁰⁹, ma nel caso di alcune decisioni rilevanti potenzialmente idonee ad alterare le condizioni di rischio dell'investimento¹¹⁰ ed a modificare la struttura organizzativa della società, i soci che non hanno concorso alla deliberazione¹¹¹ hanno il

¹⁰⁷ G. PRESTI, *Le nuove ricette del diritto societario*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffrè, 2003, 6 s.; A. DACCÒ, *"Diritti particolari" e recesso dalla s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2004, 10 ss. Lo stesso *Report dell'High Level Group of Company Experts* raccomandava: «dove i meccanismi previsti finora per proteggere gli azionisti ed i creditori sembrano essere ostacoli inadatti, essi dovrebbero essere sostituiti da meccanismi che siano almeno altrettanto – e preferibilmente più – efficaci, e meno invadenti», HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002, 5, disponibile all'indirizzo www.europa.eu (traduzione mia).

¹⁰⁸ Sostanzialmente, sarebbe avvenuto un passaggio da un diritto societario di matrice renana, ad uno dominato dall'impostazione anglosassone, R. SACCHI, nt. 104, 253.

¹⁰⁹ Il fatto che le modificazioni del contratto sociale possano essere assunte a maggioranza costituisce una eccezione rispetto ai principi comuni sui contratti: F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, Padova, Cedam, 2004, 372. È stato affermato che il diritto di recesso è l'istituto nel quale «maggiormente confliggono momento contrattuale e momento organizzativo della società o, se vogliamo, in cui più fortemente si palesa l'incidenza del contratto sull'organizzazione»: G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, 6*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1993, Utet, 137; G. TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Milano, Cedam, 1973, 156.

¹¹⁰ L. SALVATORE, *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629; C. CLEMENTE, *Art. 2437*, in *Codice Civile*⁹, a cura di P. Rescigno, Milano, Giuffrè, 2014, 5139. In tal senso, Cass. 8 novembre 2005, n. 21641; la Cassazione afferma anche che il recesso non è un accessorio del titolo azionario, ma un diritto del socio che nasce solo al verificarsi dei casi di recesso. Tuttavia, è oramai pacifico che il diritto di recesso possa essere esercitato anche solamente per parte delle azioni. Ciò lascia presumere che il recesso vada attribuito alla persona del socio in relazione ai singoli titoli azionari. È stato sostenuto che nel caso di proroga de termine della società e di introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni il recesso parziale non possa essere esercitato: G.F. CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, Utet, 2003, 165. Un altro caso in cui il diritto di recesso non può essere esercitato parzialmente è previsto dall'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. b) c.c., vedi G. B. FERRI, *Il recesso nella nuova disciplina delle società di capitali. Brevi considerazioni*, in *Riv. not.*, 2004, 918.

¹¹¹ Ritiene che gli astenuti possano esercitare il diritto di recesso e che il semplice dissenso nell'assemblea straordinaria (contestualmente ad un voto favorevole alla delibera in sede di assemblea speciale) dovrebbe essere sufficiente ad esercitare il diritto di recesso M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012, 40 ss. e anche M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1070 s.; *contra*, nel senso che il diritto di recesso spetta solamente al socio che sia stato dissenziente nei confronti della delibera che lo legittima sia

diritto di recedere¹¹². Secondo parte della dottrina dunque il recesso costituirebbe un rimedio compensativo del rafforzamento dei poteri della maggioranza¹¹³ e uno strumento di protezione dall'opportunità della maggioranza¹¹⁴.

Un'altra lettura, invece, mette in rilievo il fatto che il recesso costituisce anche uno strumento di organizzazione dei rapporti endosocietari¹¹⁵ in quanto tale diritto non spetta solamente in presenza di decisioni assembleari che modificano (potenzialmente) le condizioni di rischio dell'investimento, ma anche in casi in cui si alteri la durata dell'investimento o la libertà di disinvestire.¹¹⁶ Per di più, le società che non

nell'assemblea straordinaria che nell'assemblea speciale, vedi M. NOTARI, *Commento sub art. 131*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, Giuffrè, 1999, 1129; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, Giuffrè, 2008, 187; P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20 del d.l. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno del Consiglio Notarile di Milano, 22 settembre 2014, 10.

¹¹² Le minoranze, nel caso di delibere modificative di particolare gravità, sono protette da maggioranze più elevate e dal riconoscimento del diritto di recesso dalla società, G.F. CAMPOBASSO, nt. 101, 508.

¹¹³ V. CALANDRA BUONAURA, nt. 103, 292; A. POMELLI, *I limiti statutari al diritto di voto nelle società per azioni*, Bologna, Bonomo, 2008, 280; V. DI CATALDO, *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228. In particolare, il diritto di recesso nel caso di modifica dei diritti di voto e di partecipazione sarebbe collegato «all'ampliamento dell'autonomia statutaria riguardo alla possibilità di creare varie categorie di azioni», P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2008, 374; anche D. GALLETTI, nt. 102, 1509; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi ed applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 495.

¹¹⁴ D. GALLETTI, nt. 102, 1480-4; M. LAMANDINI, *Tetti azionari a presidio statutario dell'OPA e diritto di recesso*, in *Società*, 2015, 11, 1277.

¹¹⁵ P. PISCITELLO, nt. 121, 689; V. DI CATALDO, nt. 113, 225. Ritiene che una *ratio* ispiratrice della riforma del recesso sia permettere alla società di negoziare con i finanziatori le condizioni di uscita L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 14.

¹¹⁶ Questi sarebbero i casi di proroga del termine della società, del recesso *ad nutum* nel caso di società contratta a tempo indeterminato, e di introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari. Tale distinzione è stata formulata da V. CALANDRA BUONAURA, nt. 103, 292 ss. Tuttavia le delibere assembleari riguardanti la durata dell'investimento e la possibilità o meno di disinvestire possono pregiudicare la posizione del socio di minoranza. Inoltre le cause di proroga del termine della società e l'introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni sono cause di recesso eliminabili per via statutaria. Infine, si deve notare come la stessa presenza di vincoli alla circolazione delle azioni e, di conseguenza, la stabilità dell'azionariato, venga garantita tramite il diritto di recesso. In conclusione, la distinzione fra cause di recesso che spetterebbero per tutelare un diritto al disinvestimento e cause di recesso che tutelerebbero la posizione del socio di

fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio possono liberamente introdurre ulteriori cause di recesso per via statutaria¹¹⁷. Le deliberazioni o le situazioni giuridiche che possono dare luogo al recesso non sono un numero chiuso¹¹⁸, e possono esserne previste di ulteriori da parte dello statuto.

Di conseguenza, le cause legali di recesso previste dall'art. 2437 c.c. offrirebbero uno "strumento di tutela" alle minoranze¹¹⁹, la cui utilità dovrebbe essere concepita principalmente all'interno della dialettica maggioranza-minoranza¹²⁰, che viene contemperato con l'obiettivo di non distogliere eccessive risorse all'attività sociale e di non nuocere agli interessi dei creditori sociali tramite il complesso processo di liquidazione della partecipazione.¹²¹ Il recesso assolverebbe dunque alla funzione di *bargaining chip* fra maggioranza e minoranza¹²² non soltanto in relazione ai casi in cui

minoranza, garantendolo contro delibere assembleari potenzialmente pregiudizievoli nei suoi confronti, sembra essere meno netta di quanto possa apparire a prima vista.

¹¹⁷ L'introduzione di ulteriori cause di recesso può anche favorire il reperimento di finanziamenti da parte della società: L. DELLI PRISCOLI, nt. 115, 11; A. GAMBINO, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 279; M. PORZIO, *Le società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1186 s.; G. ALPA, *La riforma del diritto societario. Percorsi di lettura*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 220. Inoltre il recesso può abbassare per l'investitore i costi dell'immobilizzazione, C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006, 87.

¹¹⁸ In particolare, per un'interpretazione estensiva della possibilità di introdurre per via statutaria ulteriori clausole di recesso, vedi C. GRANELLI, nt. 103, 862 ss. Al contrario, prima della riforma, si riteneva che il diritto di recesso fosse una deroga al principio maggioritario ed alla vincolatività delle delibere assembleari e che, di conseguenza, le cause legittime di recesso fossero solamente quelle previste espressamente dalla legge; vedi Cass. 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Giur. Comm.*, 1981, II, 1736; App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449; G. L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. comm.*, 1967, 202; D. GALLETI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 259.

¹¹⁹ Maggioranza e minoranza non sono concetti che devono essere riferiti alla quota di capitale detenuto, ma bensì al potere esercitabile in concreto in assemblea, vedi U. MORERA-M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 3, 116.

¹²⁰ U. MORERA-M. SCIUTO, nt. 119, 116. Dato che l'esercizio del recesso può imporre costi alla maggioranza, può essere un valido strumento di negoziazione, C. ANGELICI, nt. 117, 86. È stato autorevolmente osservato che alcune delle cause di recesso previste *ex lege* si collocano al di fuori della dialettica maggioranza/minoranza (per quanto riguarda le s.p.a., ci si riferisce soprattutto alla possibilità di recedere *ad nutum* nel caso di società costituite a tempo indeterminato): C. GRANELLI, nt. 103, 865.

¹²¹ P. PISCITELLO, *Recesso del socio*, in *Diritto commerciale*, a cura di Abriani, Milano, Giuffrè, 2011, 689; L. SALVATORE, nt. 110, 637 s.

¹²² Per come è congegnato, il meccanismo del recesso come mercato interno è disfunzionale, poiché ragioni di liquidità ostano al suo funzionamento ottimale. Per di più, la garanzia di un diritto al disinvestimento rischia di alterare la struttura finanziaria della società (qualora

la possibilità di recedere è collegata all'adozione di una determinata delibera, ma anche nel caso eventuale del recesso *ad nutum*.¹²³ Per di più, favorendo il disinvestimento, il recesso dovrebbe incentivare i soci all'investimento nel capitale di rischio, anche se ovviamente questo potrebbe disincentivare determinati creditori.¹²⁴

La razionalizzazione del sistema del recesso all'interno della dialettica fra maggioranza e minoranza¹²⁵ è più adeguata e coerente anche con il fatto che non è necessario, affinché venga riconosciuto il recesso, che la deliberazione assunta possa essere in concreto nociva e dannosa per il socio¹²⁶. Anche nei casi in cui il recesso spetti inderogabilmente riguardo a particolari decisioni, l'effetto della disciplina del recesso è dunque quello di imporre un "prezzo" rispetto a determinate decisioni della maggioranza, in modo da creare un "mercato" interno alla società rispetto alla decisione. Ne conseguirebbe, pertanto, che la maggioranza adotterà una specifica decisione (sia *ex ante*, sia *ex post*, non avvalendosi della possibilità di revocare la decisione stessa) esclusivamente qualora ritenga che la stessa

le azioni non vengano acquistate dagli altri soci), con trasferimento di rischi ai creditori della società ed in capo ai lavoratori. L'effetto del recesso è quindi certamente quello di garantire ai soci un'ottima occasione di disinvestimento, a prescindere dal reale pregiudizio che essi possono soffrire, ma che potrebbe nuocere a creditori e lavoratori in maniera maggiore rispetto ad una tutela di tipo demolitorio. Si consideri inoltre che in un contesto di capitalismo familiare dove la detenzione di una determinata partecipazione societaria è importante sia dal punto di vista psicologico, che di status e sociologico, il recesso potrebbe essere uno strumento meno utile rispetto ad altri anche per il socio che potesse usufruirne.

¹²³ C. ANGELICI, nt. 106, 571.

¹²⁴ Peraltro, il rapporto fra recesso e concessione del credito, nella prassi soprattutto delle società "chiuse" deve necessariamente tenere in considerazione che i soci tendono (o sono obbligati) a fornire garanzie personali per i debiti della società, quanto meno ai creditori "forti" e quando la società non ha un ingente patrimonio. Ovviamente, la concessione di garanzie personali rende più difficoltoso l'esercizio del recesso da parte dei soci.

¹²⁵ Il diritto di recesso infatti non costituisce solamente l'*extrema ratio* a cui può fare ricorso il socio di minoranza di fronte a decisioni che pregiudichino la sua partecipazione, A. ABU AWWAD, I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso ed assemblee speciali, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 322

¹²⁶ Come è stato rilevato proprio in relazione all'art. 2437 c.c., comma 1, lettera g) non è necessario che la delibera rechi un pregiudizio al socio affinché spetti il diritto di recesso, vedi A. QUARANTA, *Art. 2437*, in *Codice Civile*³, a cura di G. Alpa e V. Mariconda, Milano, Wolters Kluwers Italia, 2013, II, 903; F. CHIAPPETTA, nt. 113, 496. Lo stesso art. 2437, comma 1, lett. a) prevede che, affinché spetti il diritto di recesso al socio dissenziente nel caso di modifica dell'oggetto sociale, tale modifica debba comportare un cambiamento significativo dell'attività della società, comportando uno snaturamento dell'attività e dello scopo sociale; non è tuttavia richiesto che la nuova attività possa arrecare un pregiudizio al socio dissenziente; Cass. 2 luglio 2007, n. 14963; F. GALGANO, nt. 109, 361.

incrementi il “valore” della partecipazione in maniera sufficiente per compensare il socio che desidera recedere. Il meccanismo funziona allo stesso modo qualora vengano inserite ulteriori cause statutarie ed anche per il caso di recesso da società contratta a tempo indeterminato. In questo caso, infatti, tutti i soci sono sostanzialmente “autorizzati” a recedere in qualunque momento, con la conseguenza che qualora i soci non recedenti ritengano che il “prezzo” imposto dal socio recedente sia troppo elevato per la continuazione dell’attività sociale essi decideranno di liquidare la società.

Chiarito che il diritto di recesso deve essere letto come uno strumento di *governance* nel rapporto fra azionisti di maggioranza e minoranza, bisogna interrogarsi circa l’utilità di tale strumento in un contesto in cui esiste un mercato secondario per le azioni, ove queste possano essere, almeno in teoria, prontamente liquidate, nonostante il prezzo di liquidazione reagisca alle eventuali deliberazioni assembleari che lo hanno determinato.

Il fatto che le cause inderogabili di recesso si applichino indifferentemente anche alle società quotate e non, e quindi senza dubbio anche alle società quotate sui mercati di crescita, si giustifica appunto con il fatto che l’adozione di determinate deliberazioni¹²⁷ potrebbe influire negativamente sul prezzo delle azioni.¹²⁸ A fronte di questa eventualità la possibilità di cedere le azioni sul mercato secondario si rivela dunque come uno strumento inadeguato a fungere da alternativa al recesso, poiché gli azionisti di minoranza, che non hanno contribuito all’adozione della deliberazione, sopporterebbero in via esclusiva la riduzione del prezzo delle azioni che potrebbe verificarsi sul mercato nel momento della loro liquidazione.¹²⁹

Considerazioni diverse valgono invece per le altre cause di recesso. L’art. 2437, comma secondo c.c. prevede che i soci possano recedere, con un preavviso di almeno centottanta giorni, dalle società costituite a tempo

¹²⁷ Le cause di recesso previste dall’art. 2437, comma primo c.c. presuppongono tutte una deliberazione assembleare.

¹²⁸ Sia perché gli investitori ritengono che la modifica statutaria possa contribuire a rendere la società meno profittevole, sia perché essi ritengono che questa possa aumentare i costi di agenzia.

¹²⁹ Ovviamente, anche gli azionisti che hanno contribuito all’adozione della deliberazione vedrebbero la riduzione del valore delle proprie azioni: tuttavia, qualora non intendano vendere (e tralasciando gli effetti che la svalutazione delle azioni può avere sulla struttura finanziaria della società), essi non dovrebbero “contabilizzare” immediatamente tale decremento.

indeterminato che non siano quotate su di un mercato regolamentato. Da un punto di vista strettamente testuale, quindi, il diritto di recesso dovrebbe spettare ai soci di società quotata su di un mercato di crescita. Tuttavia, vista anche la cronologia dell'introduzione delle disposizioni¹³⁰, è lecito pensare che il dato strettamente testuale non costituisca una specifica scelta di politica legislativa. Si pone dunque la domanda se, tenendo in considerazione la logica operativa del diritto di recesso, debba essere garantito il diritto di recesso nelle società quotate sui di un mercato di crescita costituite a tempo indeterminato. Il "diritto al disinvestimento"¹³¹ nel caso di società a tempo indeterminato è garantito sostanzialmente affinché il socio non soddisfatto della gestione societaria, oppure che intenda modificare la composizione del proprio portafoglio possa capitalizzare il "valore" della propria partecipazione. In questo caso l'esercizio del recesso non è strettamente collegato ad una specifica deliberazione della maggioranza, che potrebbe ripercuotersi sul prezzo di mercato delle azioni. Ne consegue che la possibilità di cedere le azioni sul mercato secondario può essere considerata come un equivalente funzionale¹³² dell'esercizio del diritto di recesso per le società costituite a tempo indeterminato, senza peraltro che questo abbia gli effetti negativi che potrebbero derivare dall'esercizio del recesso.

¹³⁰ La riforma del diritto societario che ha previsto tale causa di recesso è stata varata nel 2003, mentre la Mifid II, che ha previsto per la prima volta i mercati di crescita per le PMI, è stata approvata nel 2014.

¹³¹ La terminologia che vede nell'atto di acquisto delle azioni un atto di investimento e nell'atto di recesso un atto di disinvestimento rischia di sottintendere una corrispondenza fra le due azioni che potrebbe non essere vera, generando confusione. L'acquisto delle azioni, infatti, a meno che non sia svolto sul mercato primario, comporta sì un atto di investimento se guardato dal punto di vista del portafoglio dell'acquirente delle azioni, ma non contribuisce con nuove risorse all'attività sociale. L'esercizio del recesso può risolversi in un trasferimento delle azioni sul mercato secondario oppure comportare una riduzione reale del patrimonio sociale. Non sussiste pertanto una corrispondenza biunivoca fra "investimento" e "disinvestimento" nel contesto del recesso. In maniera ancora più rilevante, i termini investimento e disinvestimento sono corretti esclusivamente se considerati dal punto di vista del singolo socio, e non corrispondono ad un atto di investimento da parte della società.

¹³² Poiché il diritto di recesso potrebbe essere esercitato anche dal socio di maggioranza, ovviamente liquidare una partecipazione di controllo avrebbe un impatto sul prezzo delle azioni stesse. Rimangono tuttavia dei dubbi riguardo alla legittimità dell'esercizio del recesso da parte del socio di maggioranza, che rischierebbe di comportare la liquidazione della società senza le maggioranze richieste per la liquidazione stessa e senza che gli altri soci possano evitare il rischio della liquidazione revocando la delibera che ha dato luogo al recesso, poiché in questo caso non viene adottata nessuna deliberazione.

La logica di funzionamento del recesso dalle società costituite a tempo indeterminato presuppone che non sussista un mercato secondario per le azioni. Poiché i mercati di crescita sono espressamente congegnati in modo da assicurare un determinato livello di liquidità delle azioni nel mercato secondario, è lecito concludere che non spetti, nel caso di società costituite a tempo indeterminato ed ammesse sui mercati di crescita, il diritto di recesso agli azionisti. Gli stessi possono infatti ottenere un effetto simile cedendo le azioni sul mercato ed evitando le conseguenze pregiudizievoli per la società dell'esercizio del recesso stesso.¹³³ La quotazione sul mercato di crescita ha l'effetto di rendere aliena, rispetto alle società ivi ammesse, la logica di funzionamento del recesso dalle società costituite a tempo indeterminato.

Questa tesi non è invalidata dal fatto che il legislatore non abbia escluso dall'applicazione di questo caso di recesso anche le società con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante. Infatti, è possibile che non esista un mercato secondario per i titoli delle società con azioni diffuse fra il pubblico, soprattutto se non sono ammesse ad una sede di negoziazione. Poiché la liquidità dovrebbe essere garantita sui mercati di crescita in base a meccanismi istituzionalizzati, il dettato della disposizione non esclude la possibilità di applicare analogicamente quanto previsto per le società quotate sui mercati regolamentati.

Considerazioni analoghe valgono anche in relazione alla possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso in via statutaria¹³⁴, espressamente esclusa per tutte le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.¹³⁵ In teoria, dunque, le società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni su di un mercato di crescita, ma non diffusi fra il pubblico in maniera rilevante¹³⁶, potrebbero inserire nello statuto ulteriori cause di recesso. Tali ulteriori cause di recesso, che potrebbero essere connesse all'adozione di specifiche deliberazioni oppure all'accadimento di fatti determinati, dovrebbero costituire uno strumento di *governance*. Di conseguenza, qualora le cause di recesso siano connesse a specifiche deliberazioni, la vendita sul mercato secondario, dal punto di vista del

¹³³ V. CALANDRA BUONAURA, nt. 103, 300.

¹³⁴ Come consentito dall'art. 2437, comma 3 c.c.

¹³⁵ Non consentita, dunque, per gli emittenti quotati su di un mercato regolamentato e le società con azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante.

¹³⁶ Nel caso dell'AIM Italia questo corrisponde a quanto avviene nella maggior parte dei casi.

singolo socio non è equivalente all'esercizio del recesso, per le medesime ragioni descritte in precedenza rispetto alle cause di recesso inderogabili previste dal comma primo dell'art. 2437 c.c. Tuttavia, il legislatore ha escluso che i soci delle società con titoli che abbiano una certa liquidità possano avvalersi di questa possibilità, in considerazione dei rischi e delle difficoltà organizzative che il recesso comporta, oltre al fatto che le deliberazioni ritenute più importanti per l'organizzazione del governo societario sono comunque ricomprese fra le cause di recesso di cui al comma primo. Si noti inoltre che il *trading* delle azioni ha due conseguenze particolari che incidono sulla logica di funzionamento sottostante alla possibilità di introdurre cause di recesso statutarie. Da un lato, vi deve essere un flottante minimo distribuito fra un pubblico piuttosto vasto di azionisti che, almeno in teoria, dovrebbero vigilare rispetto all'adozione di delibere che avvantaggino esclusivamente la maggioranza a dispetto degli altri azionisti. In secondo luogo, deliberazioni che hanno l'effetto di ledere il "valore" della partecipazione sociale dovrebbero incidere negativamente sul prezzo delle azioni¹³⁷, influenzando immediatamente anche il patrimonio dei soci di maggioranza in maniera molto più netta di quanto non avvenga nel caso di società le cui azioni non siano negoziate. Detto in altri termini, l'adozione di una delibera pregiudizievole per la minoranza inciderebbe in via diretta ed immediata anche sulla ricchezza della maggioranza, diminuendo il prezzo delle azioni. Di conseguenza, anche le esigenze che sottendono alla creazione di quella particolare dialettica che dovrebbe suscitare la possibilità di recedere risultano affievolite quando le azioni sono negoziate. Poiché sono previsti espliciti meccanismi per garantire un certo livello di liquidità per le azioni ammesse su di un mercato di crescita, le considerazioni esposte lasciano preferire l'interpretazione che esclude la possibilità di prevedere ulteriori cause di recesso in via statutaria per le società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione sui mercati di crescita a prescindere che la società abbia azioni diffuse fra il pubblico in maniera rilevante o meno.

Infine bisogna discutere se gli emittenti quotati su di un mercato di crescita debbano essere parificati alle società quotate su di un mercato

¹³⁷ Questo ovviamente non significa che il prezzo delle azioni rispecchi correttamente i *fundamentals*, oppure che quantifichi correttamente le prospettive reddituali delle società, ma semplicemente che il prezzo delle azioni generalmente reagisce alla diffusione dell'informazione.

regolamentato ai sensi dell'art. 2497-*quater*, comma primo, lett. c) c.c. Tale articolo prevede che spetti il diritto di recesso all'inizio o al termine dell'attività di direzione e coordinamento quando ne derivi un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e la società non sia quotata su di un mercato regolamentato e non sia proposta un'offerta pubblica di acquisto. Come ha correttamente rilevato la giurisprudenza¹³⁸, tale causa di recesso non intende tutelare il socio di minoranza in ogni caso, ma solo ove lo stesso possa subire un pregiudizio dall'inizio o dal termine dell'attività di direzione e coordinamento, differenziandosi in questo modo dalle altre ipotesi previste dall'art. 2437 c.c. ove non è necessario che il socio subisca un pregiudizio. In questo senso, affinché sussista la possibilità di recedere è necessario che sia presente la condizione positiva del pregiudizio e non siano presenti le due condizioni ostative, alternative e non cumulative, della proposizione di un'offerta pubblica di acquisto¹³⁹ e della quotazione della società su di un mercato regolamentato. Bisogna dunque discutere se la semplice quotazione su di un mercato di crescita valga ad escludere *tout court* il recesso all'inizio o alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento.

Da un punto di vista pratico, quanto meno per l'AIM Italia, il quesito ha una rilevanza marginale per l'inizio dell'attività di direzione e coordinamento. Infatti, il regolamento del mercato prevede l'o.p.a. obbligatoria statutaria, con la conseguenza che si verificherà, nella maggior parte dei casi, l'altra condizione ostativa all'esercizio del recesso. In ogni caso, sussistono buone ragioni per escludere che spetti il recesso, assimilando le società quotate sui mercati di crescita alle società sui mercati regolamentati anche in questo caso, in quanto l'ammissione alle negoziazioni dovrebbe comunque garantire la liquidità sufficiente alle azioni perché queste possano essere cedute sul mercato.

All'esito di questa ricostruzione relativa al rapporto fra cause di recesso e ammissione alle negoziazioni su di un mercato di crescita possiamo affermare che la quotazione sul mercato, ove la società debba rispettare standard di trasparenza comunque elevati e dove sono presenti meccanismi volti a garantire la liquidità delle azioni negoziate, altera

¹³⁸ Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss.

¹³⁹ Come ha chiarito la giurisprudenza, non è necessario che l'offerta pubblica di acquisto sia un'offerta pubblica ai sensi del t.u.f., ma solamente che sia garantita una possibilità di disinvestire ai soci di minoranza, Trib. Milano, 21 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2016, II, 647 ss.

strutturalmente le ragioni e le logiche di funzionamento di alcuni casi di recesso, previsti per le società chiuse. La previsione di una disciplina specifica per le società quotate su di un mercato regolamentato, dettata proprio in ragione delle differenze strutturali che la quotazione sul mercato comporta, deve ritenersi espressione di principi generali relativi al funzionamento del recesso in presenza del fatto della quotazione e, pertanto, applicarsi anche alle società ammesse ai mercati di crescita.

La seconda questione che si presenta inerente al diritto di recesso ed il suo rapporto con l'esistenza di un mercato secondario per le azioni riguarda il prezzo di liquidazione delle stesse. Infatti, ferma restando la possibilità di modificare i criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso, le modalità per determinare il prezzo di rimborso sono differenti qualora la società sia quotata su di un mercato regolamentato. Infatti, per la generalità delle società il valore di liquidazione delle azioni viene determinato tenendo conto della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della società, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Tali criteri sono cumulativi e non si escludono a vicenda. Inoltre, il criterio del valore di mercato delle azioni avrà un peso proporzionale all'esistenza ed alla liquidità del mercato stesso.¹⁴⁰ Per quanto riguarda le società quotate in mercati regolamentati, invece, il valore di liquidazione è calcolato in base alla media aritmetica dei prezzi di chiusura del titolo nei sei mesi precedenti la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.¹⁴¹ Anche in questo caso lo statuto può prevedere criteri alternativi per il calcolo del prezzo di liquidazione, ma la media aritmetica dei prezzi di chiusura dei sei mesi precedenti costituisce il prezzo base (minimo) da riconoscersi agli azionisti che recedono.¹⁴²

Bisogna quindi domandarsi se, per le società ammesse ad un mercato di crescita, il prezzo di liquidazione debba determinarsi ai sensi del secondo oppure del terzo comma dell'art. 2437-ter c.c. Sembra opportuno assimilare la disciplina delle società quotate sui mercati di crescita a quella delle società quotate sui mercati regolamentati. Infatti, anche in questo caso l'elemento chiave è la liquidità delle azioni e l'esistenza di un mercato nel

¹⁴⁰ Lo statuto può modificare i criteri legali per stabilire il prezzo di liquidazione delle azioni, art. 2437-ter, comma quarto c.c.

¹⁴¹ Art. 2437-ter, comma 3 c.c.

¹⁴² Art. 2437-ter, comma 3 c.c.

quale si formi il prezzo. Poiché fra i requisiti necessari per la registrazione di un sistema multilaterale come mercato di crescita è prevista la diffusione di particolari informazioni (un documento di ammissione, informativa finanziaria periodica - d'altronde, la diffusione dell'informazione è uno degli elementi tipici della funzione di *listing* dei mercati), oltre a quelle che devono essere in ogni caso comunicate al pubblico in base alla disciplina sugli abusi di mercato, i prezzi delle azioni dovrebbero reagire a queste sollecitazioni, tenendole in considerazione (a prescindere dalla correttezza di tali reazioni rispetto ai fondamentali). Ne consegue che anche il prezzo delle azioni di società ammesse ai mercati di crescita dovrebbe incorporare le reazioni degli analisti e degli investitori circa le prospettive patrimoniali e finanziarie della società. L'utilizzo del metodo del prezzo di mercato per il calcolo del valore delle azioni in caso di recesso discende dalle caratteristiche dovute alla quotazione: l'esistenza di un mercato secondario ed la diffusione di un maggior numero di informazioni; caratteristiche condivise anche dalle società quotate sui mercati di crescita.

Inoltre, l'utilizzo di una media aritmetica, piuttosto che di valutazioni elaborate per il caso specifico, facilita il calcolo del prezzo di esercizio del diritto di recesso. Questa interpretazione riduce il potenziale contenzioso riguardo alla determinazione del valore delle azioni in un contesto in cui vi possono essere numerosi azionisti: oltre che coerente rispetto alle esigenze ed ai principi che caratterizzano il recesso nel contesto delle società quotate, tale interpretazione si appalesa dunque anche più opportuna e limitativa di potenziali contenziosi e oneri regolamentari.

8. Conclusioni

Il saggio ha indagato quale sia il regime giuridico applicabile alle società quotate sui mercati di crescita. Sebbene alle stesse non sia formalmente applicabile il regime degli emittenti quotati sui mercati regolamentati, si è dimostrato che alcune disposizioni, relative al diritto di recesso ed alle decisioni di quotazione e *delisting*, debbano essere applicate analogicamente anche a queste società. Queste disposizioni, infatti, sono dettate in coerenza con le caratteristiche peculiari che la quotazione comporta. La mancata previsione di disposizioni specifiche per il *delisting* determina una lacuna, che deve essere colmata con l'applicazione analogica delle disposizioni previste per le società quotate sui mercati regolamentati.

Invece, l'applicazione delle disposizioni in materia di recesso per le società chiuse sarebbe incoerente con le logiche di funzionamento dell'istituto stesso.

Se questi brandelli di disciplina delle società quotate possono essere applicati analogicamente alle società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni sui mercati di crescita, parte della disciplina di diritto societario sarà determinata dalle clausole del regolamento del mercato (e degli statuti societari ove queste debbono essere trasposte). Queste clausole del regolamento, come modificate nel corso del tempo, contribuiscono a determinare il regime applicabile alle società quotate sui mercati di crescita ed a differenziarle dalle società chiuse.