

UNIVERSITA' COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI"

SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di Ricerca in *Legal Studies – curriculum Business and Social Law*

Ciclo: XXXII

Settore Disciplinare: IUS/04

## ***Il delisting* di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori**

Advisor: Filippo ANNUNZIATA

Tesi di Dottorato di

Martina SCOPSI

Matricola: 3024617

**Anno Accademico 2019/2020**



## INDICE

INTRODUZIONE.....	8
-------------------	---

### CAPITOLO I

#### IL SISTEMA TEDESCO

1. Le peculiarità legate all'architettura organizzativa delle Borse valori: la revoca della quotazione come "verwaltungsakt" .....	14
2. Il <i>delisting</i> : forme e fattispecie .....	19
2.1. Il "Kaltes Delisting": la de-quotazione come strumento per un'operazione di going private.....	23
2.2. Il "Reguläres Delisting": il riconoscimento di un diritto condizionato dell'emittente al delisting "puro" degli strumenti. Limiti e interessi tutelati. ....	27
2.2.1. (segue) Il rilievo pratico dell'operazione e la progressiva elaborazione di forme di tutela obbligatoria dell'investimento azionario .....	33
3. I modelli di tutela originariamente elaborati dai regolamenti di mercato. Confronto, ragioni di selezione e limiti.....	36
3.1. Il termine di preavviso (c.d. Fristenlösung) .....	37
3.2. L'offerta di acquisto delle azioni oggetto di delisting (c.d. Abfindungslösung) .....	40
4. Il ruolo della giurisprudenza nella ricostruzione della disciplina: il "problema" del <i>delisting</i> tra diritto azionario e diritto dei mercati finanziari.....	43
4.1. Il diritto di recesso nel sistema tedesco .....	45
4.2. L'applicabilità dei rimedi offerti dalla disciplina generale delle società azionarie: le argomentazioni della giurisprudenza.....	48
5. Il modello di tutela nel quadro normativo attuale: il paradigma delle pretese meramente indennitarie dell'investitore-azionista di minoranza .....	53
5.1. La disciplina sul kaltes delisting: la previsione di un diritto di recesso da perdita della quotazione .....	54

5.2. La disciplina in materia di migrazione delle negoziazioni e delisting “puro”: la valenza specifica della qualità di “mercato regolamentato” della trading venue e l’introduzione di una fattispecie di o.p.a. volta al delisting.....	56
5.3. Il disinvestimento tra Delisting-Angebot e Abfindung: la diversa declinazione delle pretese indennitarie .....	59
6. Riflessioni conclusive: lo scambio tra quotazione su un mercato regolamentato e disinvestimento a prezzo amministrato.....	63

## CAPITOLO II

### IL SISTEMA FRANCESE

1. La privatizzazione del mercato ed i suoi riflessi sulla natura dell’atto di revoca .....	67
2. Una prima ricognizione della disciplina in materia di <i>delisting</i> : le divergenze rispetto al modello tedesco.....	70
2.1. L’operazione nella prospettiva dell’emittente: i canali della Offre publique de retrait e della Offre publique de retrait obligatoire. L’intima connessione tra delisting e going private.....	73
2.1.1. Il rilievo delle modifiche apportate dalla <i>Loi Pacte</i> .....	78
2.1.2. (segue)... e le ragioni che hanno animato la riforma .....	81
2.2. La disciplina in materia di Radiation sur demande de l’Emittent: la residualità della fattispecie nel contesto francese .....	83
2.3. Le operazioni di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato (anche privo della qualifica di regolamentato): l’attenzione riservata al profilo della graduazione della disciplina .....	89
3. I limiti all’abbandono del mercato. Lo strumento protettivo dell’o.p.r.: fattispecie e disciplina .....	92
A) La demand de retrait.....	93
B) Le restanti applicazioni dell’o.p.r. ....	94
3.1. Una prima ricostruzione della tutela offerta dall’o.p.r. ....	96
3.2. Fondamento dogmatico e “funzioni” dell’o.p.r. ....	99
3.2.1. Le finalità perseguite dalla disciplina: collegamento con gli istituti dell’ <i>Abfindung</i> e del diritto di recesso.....	104

4. Riflessioni conclusive: l'individuazione di una soglia di "rilevanza" dell'interesse alla quotazione. Ancora sulle divergenze rispetto al modello tedesco.....	107
---	-----

### CAPITOLO III

#### IL SISTEMA INGLESE

1. Profili generali: le fonti rilevanti e l'ammissione alla quotazione.....	112
2. La funzione delle <i>LRs</i> tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari .....	115
2.1. La cancellation of listing: forme e disciplina. Uno sguardo alla LR 5.....	117
3. Il tradizionale inquadramento del <i>delisting</i> nell'ambito delle operazioni di trasformazione, ristrutturazione e consolidamento delle partecipazioni. L'acquisto obbligatorio di azioni e l'offerta «residuale» nel sistema inglese.....	120
3.1. Le operazioni di going private nel CA 2006.....	121
3.2. L'offerta residuale: confronto con il modello francese.....	123
4. La disciplina in materia di "cancellation at issuer's request": il nuovo significato del <i>delisting</i> ... ..	124
4.1. (segue) ... e le ragioni di tutela. Il <i>delisting</i> come key decision: confronto con i sistemi tedesco e francese.....	126
4.2. Property rules e liability rules: modelli e ragioni di selezione.....	131
4.2.1. Il trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato (anche non regolamentato): le peculiarità del modello inglese .....	135

### CAPITOLO IV

#### IL SISTEMA ITALIANO

1. Considerazioni introduttive: la revoca della quotazione dalla prospettiva giuridico-amministrativistica a quella negoziale .....	138
1.1. Il "problema" del <i>delisting</i> nel contesto normativo e dottrinale italiano .....	142

2. Il <i>delisting</i> tra autonomia privata e interessi degli investitori: dubbi, lacune e criticità.....	145
2.1. <i>La migrazione delle negoziazioni: perimetro applicativo</i> e ratio disciplinae .....	147
2.2. (segue) Il coordinamento dell'art. 133 con l'attuale assetto della disciplina sulle trading venues. Considerazioni critiche. ....	152
3. Liquidità dell'investimento e interesse alla de-quotazione: il bilanciamento alla luce degli artt. 108 e 111, t.u.f.....	155
3.1. L'obbligo di acquisto .....	157
3.2. Il diritto di acquisto.....	160
3.3. Riflessioni di sintesi e collegamento con il problema del c.d. <i>delisting</i> puro .....	162
4. Il <i>delisting</i> nel diritto azionario. Il rapporto tra diritto di recesso, obbligo di acquisto e disciplina sull'esclusione dalle negoziazioni. ....	165
4.1. <i>Delisting</i> e diritto di recesso nel sistema italiano: genesi della norma e confronto con i sistemi francese e tedesco .....	167
4.2. La natura degli interessi tutelati .....	170
4.2.1. Valore della liquidazione e risultato attuale dell'investimento .....	178
4.3. Il <i>delisting</i> «puro»: il problema.....	184
4.4. (segue) Riflessioni conclusive.....	187

## CONCLUSIONI

### MODELLI E REGOLE IN MATERIA DI *DELISTING* VOLONTARIO: LE PROSPETTIVE

#### EUROPEE

0. Premessa .....	189
1. Argomento .....	190
2. Le fonti delle regole e la capacità di adattamento nel tempo .....	192
3. Il <i>delisting</i> tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari .....	196
4. Gli interessi oggetto di tutela.....	201
4.1. L'operazione nella prospettiva dell'emittente: le «strade» di uscita .....	205

4.2. Interessi degli investitori e limiti all'uscita dal mercato: i modelli di tutela.....	208
4.3. (segue) ... ed il punto di equilibrio. Convergenze e divergenze tra modelli.....	212
INDICE OPERE CITATE.....	217

## INTRODUZIONE

Il tema dell'abbandono volontario del listino da parte delle società emittenti è oggetto, già da tempo, di un vivo interesse da parte della stampa specializzata e della letteratura economica. La sua attuale caratterizzazione lo distingue dalle c.d. «ondate» di *going private* che avevano interessato i mercati statunitensi già negli anni '80 sotto due profili: per un verso, esso riguarda tutte le principali piazze finanziarie europee<sup>(1)</sup>; per un altro, coinvolge soprattutto società di dimensioni contenute, con una proprietà azionaria concentrata, per le quali la scelta della de-quotazione è dettata dalla sproporzione tra costi sostenuti e benefici tratti dal mercato<sup>(2)</sup>.

Il progressivo inasprimento degli obblighi informativi e degli *standard* di *corporate governance* ha infatti indotto la letteratura economica ad esaltare la simmetria tra le operazioni di *listing* e *delisting*, quanto al fondamento: là dove si riconosca nel mercato un canale di finanziamento della crescita economica alternativa al debito, la scelta dell'emittente (o del suo azionista di controllo) di percorrere la «strada di ritorno» implica che le aspettative in esso riposte al momento del *listing* sono state disattese<sup>(3)</sup>. Il perché della decisione risiede, dunque, in una valutazione di convenienza.

Si tratta di una correlazione che riguarda per lo più società la cui scarsa visibilità finanziaria aumenta il costo del *trading* e diminuisce la liquidità dell'investimento<sup>(4)</sup>. Il disinteresse degli investitori - soprattutto di quelli istituzionali - genera una sottovalutazione dei titoli che, in assenza di correzioni, impedisce alla società di fruire dei benefici attesi dalla quotazione. L'uscita dal mercato appare così un percorso obbligato al fine di evitare un'ulteriore perdita di valore. D'altra parte, sono proprio queste riflessioni a suggerire di guardare al *delisting* secondo una prospettiva «ciclica», che valorizzi il rilievo per cui molte delle società che abbandonano il mercato potrebbero in futuro farvi ritorno, dotate di una visibilità e di strutture di *governance* idonee ad attrarre l'interesse degli investitori<sup>(5)</sup>.

La questione si lega allo sviluppo che ha connotato il mercato regolamentato e la connessa disciplina sugli emittenti quotati nel contesto europeo, chiaramente volto ad «isolare» il modello

---

<sup>(1)</sup> I dati su IPOs e *delisting* sono disponibili all'indirizzo: <http://www.world-exchanges.org>

<sup>(2)</sup> Per un'ampia ricostruzione v., A. DEL GIUDICE, *Going private transactions. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, 2012.

<sup>(3)</sup> Cfr. S. T. BHARATH - A. K. DITTMAR, *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, p. 1771 ss.

<sup>(4)</sup> C. WEIR *et al*, *Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private*, in *Applied financial economics*, 2005, p. 947 ss.

<sup>(5)</sup> V. ancora, A. DEL GIUDICE, *Going private transactions*, cit., p. 153 ss.

della società orientata verso il mercato dei capitali da quella che ne è lontana. Gli scandali finanziari hanno contribuito a porre l'accento sull'importanza delle riforme che si sono succedute pressoché in ogni ambito della disciplina finanziaria ed il cui recepimento ha condotto sovente ad una vera e propria rifondazione dei principi che connotavano i regimi nazionali. La trasparenza, l'integrità, il buon funzionamento e l'attrattività dei mercati sono oggi assicurati da un complesso di disposizioni armonizzate: si pensi ai numerosi obblighi imposti agli emittenti in relazione all'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale<sup>(6)</sup>, alla pubblicazione del prospetto<sup>(7)</sup>, all'informazione periodica e continua<sup>(8)</sup>, agli abusi di mercato<sup>(9)</sup> e alle offerte pubbliche di acquisto<sup>(10)</sup>, oltre che alle norme in materia di bilancio d'esercizio, da redigersi nel rispetto degli *International Financial Reporting Standards*<sup>(11)</sup>. In quest'ottica, la negoziazione degli strumenti su piattaforme idonee ad assicurare un elevato grado di tutela dell'investimento si confà ad imprese di grandi dimensioni, dotate di articolati sistemi di gestione e controllo interno e capaci di attrarre l'interesse degli analisti e degli investitori istituzionali.

D'altro canto, l'espansione dell'industria del *private equity* e, più in generale, la possibilità di attingere a canali di finanziamento alternativi al mercato regolamentato hanno incentivato gli emittenti privi di dette qualità a ricercare altrove le proprie risorse. Si colloca lungo questa direttrice il progressivo affermarsi di «nuovi mercati»<sup>(12)</sup> ed il venir meno, nel contesto della disciplina MiFID, del tradizionale monopolio riservato alle Borse<sup>(13)</sup>.

Il primo impulso in tale direzione è da ascrivere al riconoscimento e alla parificazione ai mercati regolamentati dei sistemi multilaterali di negoziazione, operato dalla MiFID I. Le due piattaforme,

---

<sup>(6)</sup> Direttiva 2001/34/CE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori

<sup>(7)</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE

<sup>(8)</sup> Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

<sup>(9)</sup> Regolamento (UE) 596/2014 sugli abusi di mercato.

<sup>(10)</sup> Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

<sup>(11)</sup> Regolamento (CE) n. 1606/2002 relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali.

<sup>(12)</sup> L'espressione in F. ANNUNZIATA, "Nuovi mercati" e ruolo della società di gestione, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2018, p. 1236 ss.

<sup>(13)</sup> Sui mutamenti intervenuti nella struttura e disciplina dei mercati finanziari nel contesto europeo, cfr., AA. VV., *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, III, Rn. 11.01 – 18.105; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Oxford, 2017, p. 103 ss.; M. LAMANDINI, D. R. MUÑOZ, *EU Financial Law. An Introduction*, Milanofiori Assago, 2017, p. 707 ss.; N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Market Regulation*, Oxford, 2014, p. 48 ss.

soggette a regole di trasparenza analoghe, si differenziano sotto i profili: *i)* dell'autorizzazione, rilasciata, nel caso dei sistemi multilaterali, sia ai gestori di mercati regolamentati che ad intermediari abilitati, e *ii)* dell'attribuzione dello *status* di emittente quotato al fine dell'applicazione di determinate discipline, circoscritta alla sola quotazione di azioni su un mercato regolamentato. È quest'ultimo elemento ad assicurare una sensibile riduzione dei costi connessi al *listing* e al *trading* degli strumenti su un sistema multilaterale.

Il quadro si arricchisce con il recepimento della MiFID II e l'ingresso dei sistemi organizzati di negoziazione – ai quali ricondurre “tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti” aventi ad oggetto strumenti finanziari *diversi dalle azioni* – e dei mercati di crescita per le PMI, sub-categoria di sistemi multilaterali volti ad aumentare la visibilità e il profilo di dette imprese<sup>(14)</sup>.

Il modello che ne risulta, contraddistinto da un certo grado di segmentazione e graduazione delle regole, stimola la competizione sia orizzontale che verticale tra *trading venues* con significative ripercussioni sulla nostra materia. Agli emittenti che non valutino più conveniente la permanenza sul mercato regolamentato si apre, difatti, la possibilità di selezionare una diversa piattaforma di negoziazione, idonea a soddisfare le esigenze di finanziamento dell'impresa a costi ridotti.

L'insieme dei mutamenti intervenuti ha inevitabilmente posto all'attenzione dei legislatori nazionali il tema delle regole con cui disciplinare l'abbandono volontario del listino. La stessa idea per cui possa essere l'emittente a sollecitare l'esclusione dei propri strumenti risulta in verità estranea a tutti i sistemi fino agli anni '90. La quotazione è tradizionalmente intesa quale approdo naturale del percorso di crescita delle grandi società azionarie ed il suo venir meno si inquadra tra le decisioni assunte dall'Autorità competente a tutela del pubblico interesse, quando i requisiti

---

<sup>(14)</sup> V. Considerando 132 e 133 MiFID II: “La creazione, all'interno della categoria dei sistemi multilaterali di negoziazione, di una nuova sottocategoria di mercati di crescita per le PMI e la registrazione di tali mercati dovrebbero aumentarne la visibilità e il profilo e contribuire all'elaborazione di norme regolamentari comuni dell'Unione per tali mercati [...] Occorre che i requisiti applicabili a tale nuova categoria di mercati prevedano sufficiente flessibilità per poter tener conto della gamma di modelli di mercato attualmente esistenti in Europa che hanno avuto particolare successo. Essi devono inoltre raggiungere il corretto equilibrio tra il mantenimento di livelli elevati di protezione degli investitori, essenziali per promuovere la fiducia di questi ultimi negli emittenti attivi su tali mercati, e la riduzione degli oneri amministrativi non necessari per gli emittenti sugli stessi mercati”. V. tuttavia le considerazioni critiche di A. PERRONE, *Small and Medium Enterprises growth markets*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (a cura di), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, Rn. 12.

imposti per l'ingresso o la permanenza dei titoli sul mercato siano irrimediabilmente venuti a mancare.

L'impossibilità di ridurre il fenomeno ad un evento di natura patologica, in contrasto con l'essenza stessa del tipo azionario, emerge in corrispondenza dei gradualisti cambiamenti sopra richiamati. Tutti i sistemi, pur in presenza di innegabili diversità, si confrontano con il problema di quale spazio riservare all'autonomia dell'emittente nella fase di abbandono del mercato e di quali siano le contrapposte istanze meritevoli di tutela. Si afferma, in altri termini, la necessità di attuare un compromesso tra l'esigenza di scongiurare il rischio che vincoli eccessivi possano compromettere l'attrattività del mercato agli occhi delle società quotande e quella di salvaguardare la fiducia degli investitori nel suo corretto funzionamento. Allo stesso tempo, appare evidente come il costante mutamento che contraddistingue la struttura e il funzionamento delle *trading venues* richieda un pronto adattamento delle regole, che rischierebbero altrimenti di svelare problemi di compatibilità con le finalità che ambiscono a perseguire. Si spiega così il perché delle recentissime riforme che hanno portato tutti i principali mercati dell'Unione a ridefinire l'equilibrio tra gli interessi coinvolti nell'operazione, alla luce dell'insufficiente e ristretta prospettiva espressa dall'assetto previgente.

A fronte di un fenomeno economico di rilevanza comune, il panorama europeo si caratterizza per un certo grado di disarmonia delle soluzioni predisposte, al punto da sollevare l'interrogativo circa la loro effettiva comparabilità. Le diversità attengono, infatti, non solo al punto di equilibrio complessivamente disegnato, ma alla stessa collocazione della disciplina tra diritto societario e diritto dei mercati e alla natura degli strumenti di tutela prescelti. Basti, in proposito, rilevare che se in alcuni sistemi la scelta di abbandono reagisce sul perimetro applicativo di istituti tradizionalmente volti a tutelare le minoranze azionarie da modifiche statutarie rilevanti, in altri sollecita la previsione di rimedi extra-organizzativi. Al contempo, appare evidente che se alcuni sistemi attribuiscono agli investitori un potere perfino interdittivo, altri ne riducono il dissenso alla mera percezione di un valore equo.

Ciò appare tanto più interessante se si considera che l'armonizzazione europea ha ormai coperto l'intero spettro delle vicende legate alla quotazione di strumenti su un mercato regolamentato, compresi i poteri di esclusione del gestore in relazione ai titoli che abbiano cessato di rispettare le regole del sistema (art. 52 MiFID II)<sup>(15)</sup> e i diritti di *sell-out* e *squeeze-out* esercitati a

---

<sup>(15)</sup> Ai sensi dell'art. 52, comma 1, MiFID II: "Fatto salvo il diritto dell'Autorità competente, di cui all'articolo 69, paragrafo 2, di richiedere la sospensione o l'esclusione di uno strumento finanziario dalla

marginale di un'offerta di acquisto (artt. 15 e 16 Direttiva o.p.a.)<sup>(16)</sup>. Resta invece escluso ogni riferimento alle condizioni che legittimano l'emittente, di propria iniziativa, a percorrere la «strada di ritorno» (c.d. *delisting* volontario).

La formula, pur ricomprendendo le o.p.a. finalizzate al *delisting*, si estende ben oltre poiché interessa sia le operazioni societarie avviate dall'emittente ed idonee ad incidere per via indiretta sulla negoziabilità dei titoli (si pensi, ad esempio, all'incorporazione in una società non quotata) sia le richieste *direttamente* volte a perseguire la finalità del *delisting*. Sono, peraltro, proprio queste ultime ad aver acquistato nel tempo un rilievo crescente, in ragione della loro funzionalità ad assicurare all'emittente la facoltà di *mutare* il mercato di quotazione prescelto attraverso una migrazione delle negoziazioni.

All'assenza di una disciplina armonizzata si accompagna la mancanza nel panorama dottrinale di un'indagine di diritto comparato volta ad approfondire i fattori condizionanti tale eterogeneità e ad offrirne una migliore comprensione, in vista di un eventuale futuro intervento del legislatore europeo in materia.

Il presente lavoro mira ad inserirsi in questo spazio di ricerca.

L'indagine toccherà, nell'ordine, i sistemi tedesco, francese, inglese ed infine italiano. La cernita è operata, con riguardo ai primi tre, in ragione dell'indiscutibile rilievo dei corrispondenti mercati nel contesto europeo e internazionale e della speciale attenzione dedicata al nostro tema in occasione delle riforme intervenute nell'ultimo quinquennio, con riguardo al quarto, in virtù degli interrogativi di fondo che gravitano ancora oggi intorno alla materia e alle difficoltà di coordinamento che le regole presentano con l'attuale assetto delle *trading venues*. L'analisi delle prime esperienze ci consentirà, infatti, di giungere ad una soluzione interpretativa che, nel rispetto delle peculiarità interne, si mostri coerente con la direzione assunta dalla disciplina nel contesto europeo.

Per ciascun sistema ci soffermeremo sulla *ratio disciplinae*, sulla natura degli interessi coinvolti dall'operazione, sulla scelta degli strumenti di tutela e sul conseguente equilibrio così definito.

---

negoziazione, il gestore del mercato può sospendere o escludere dalla negoziazione gli strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole del mercato regolamentato, a meno che tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno significativo agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato". Per un commento alla previsione, v. C. KUMPAN, F. SCHMIDT, *sub art. 52*, in M. LEHMANN, C. KUMPAN (a cura di), *European Financial Services Law*, Baden-Baden – München – Oxford, 2019, p. 303 ss.

<sup>(16)</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, M. VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società quotate*, in M. V. BENEDETTELLI, M. LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, p. 464 ss.

Avremo altresì modo di verificare come le regole si siano adattate nel tempo ai profondi mutamenti intervenuti nella struttura e nella regolazione dei mercati.

All'esame dei singoli ordinamenti seguirà una sezione conclusiva, ove ci occuperemo di sviluppare alcune riflessioni sul grado di comparabilità dei modelli, sui processi di convergenza e divergenza tra sistemi e sulle determinanti delle similitudini e differenze riscontrate nell'analisi. Compito dell'interprete è, infatti, quello di verificare se i punti di sovrapposizione non consentano già di individuare un nucleo di regole funzionalmente equivalenti.

## CAPITOLO PRIMO

### IL SISTEMA TEDESCO

SOMMARIO: 1. Le peculiarità legate all'architettura organizzativa delle Borse valori: la revoca della quotazione come "verwaltungsakt"; 2. Il *delisting*: forme e fattispecie; 2.1. Il "Kaltes Delisting": la de-quotazione come strumento per un'operazione di *going private*; 2.2. Il "Reguläres Delisting": il riconoscimento di un diritto condizionato dell'emittente al *delisting* "puro" degli strumenti. Limiti e interessi tutelati; 2.2.1. (segue) Il rilievo pratico dell'operazione e la progressiva elaborazione di forme di tutela obbligatoria dell'investimento azionario; 3. I modelli di tutela originariamente elaborati dai regolamenti di mercato. Confronto, ragioni di selezione e limiti; 3.1. Il termine di preavviso (c.d. *Fristenlösung*); 3.2. L'offerta di acquisto delle azioni oggetto di *delisting* (c.d. *Abfindungslösung*); 4. Il ruolo della giurisprudenza nella ricostruzione della disciplina: il "problema" del *delisting* tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari; 4.1. Il diritto di recesso nel sistema tedesco; 4.2. L'applicabilità dei rimedi offerti dalla disciplina generale delle società azionarie: le argomentazioni della giurisprudenza; 5. Il modello di tutela nel quadro normativo attuale: il paradigma delle pretese meramente indennitarie dell'investitore; 5.1. La disciplina sul "kaltes delisting": la previsione di un diritto di recesso da perdita della quotazione; 5.2. La disciplina in materia di migrazione delle negoziazioni e *delisting* "puro": la valenza specifica della qualità di "mercato regolamentato" della *trading venue* e l'introduzione di una fattispecie di o.p.a. volta al *delisting*; 5.3. Il disinvestimento tra *Delisting-Angebot* e *Abfindung*: la diversa declinazione delle pretese indennitarie; 6. Riflessioni conclusive: lo scambio tra quotazione su un mercato regolamentato e disinvestimento a prezzo amministrato.

#### **1. Le peculiarità legate all'architettura organizzativa delle Borse valori: la revoca della quotazione come "verwaltungsakt"**

Sebbene i limiti e le finalità del presente lavoro non ci consentano di dedicare ampio spazio ai profili attinenti all'architettura organizzativa delle sedi di negoziazione in ciascuno dei sistemi oggetto di analisi, vi sono alcuni elementi, la cui rilevanza per il nostro tema di indagine è tale da imporci alcune brevi considerazioni introduttive.

Si noti, infatti, che il percorso di armonizzazione a livello europeo e le spinte provenienti dalla progressiva internazionalizzazione e competitività dei mercati, non hanno impedito che alcuni elementi concettuali e di disciplina, più resistenti al cambiamento, in quanto radicati nelle tradizioni di ciascun sistema, continuassero a rappresentare nel tempo vere e proprie "peculiarità", talvolta sorprendenti e di non agevole lettura per l'interprete che si accinga a

studiarle dall'esterno. Sotto questo profilo, le Borse valori tedesche presentano alcuni tratti che non esitiamo a definire unici nel panorama comparatistico.

Il primo, e forse più evidente, è dato dalla presenza nel Paese di una moltitudine di Borse Regionali (“*Regional Börsen*”). A differenza degli altri sistemi, che si sono spinti verso un progressivo accentramento delle funzioni di organizzazione e gestione delle sedi di negoziazione, in Germania esistono ancora oggi ben *sette* Borse valori, che offrono servizi in larga parte assimilabili<sup>(17)</sup>. Sebbene il rilievo centrale della Borsa di Francoforte resti indiscusso<sup>(18)</sup>, il carattere federale dell'ordinamento tedesco e la stretta connessione tra le Borse valori e le realtà economiche locali, hanno fatto sì che esse continuassero a “convivere” e operare simultaneamente, sviluppando per certi versi, già a livello nazionale, un sistema di concorrenza orizzontale, e non soltanto verticale, tra sedi di negoziazione<sup>(19)</sup>.

Il secondo elemento concettualmente caratterizzante riguarda invece l'architettura organizzativa di ciascuna di queste *Börse* ed i profili di commistione tra pubblico e privato che le contraddistinguono.

Il § 2, Abs. 1, *Börsengesetz* (“*BörsG*”) nel definire che cosa si intenda con il termine “*Börse*”, ne declina il significato in una duplice prospettiva: formale e funzionale.

Da un lato, chiarisce che la Borsa è un organismo di diritto pubblico con capacità giuridica limitata alle attribuzioni riconosciute dalla legge (“*teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts, nach Maßgabe dieses Gesetzes*”).

Dall'altro, precisa che la sua funzione è consentire o facilitare l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, così da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole.

Delle due nozioni, è quella formale a marcare la linea di confine tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione (“*MTF*”), così come disegnata dalla MiFID II. I primi sono, infatti, sistemi multilaterali disciplinati, ai sensi del *BörsG*, come organismi di diritto pubblico ed idonei a conferire all'emittente lo *status* di *Börsennotierte Aktiengesellschaft*, ai sensi del § 3, Abs. 2,

---

<sup>(17)</sup> Si tratta delle Borse di Frankfurt, München, Düsseldorf, Stuttgart, Hamburg/Hannover e Berlin, oltre a Tradegade e BATs/Che-Europe.

<sup>(18)</sup> Il 98% delle negoziazioni quotidiane su azioni avviene, infatti, sul mercato di Frankfurt (Deutsche Börse AG, *Vom Parkett zum elektronischen Handelsplatz*, 2016, p. 16).

<sup>(19)</sup> Per un'ampia ricostruzione in chiave storica dello sviluppo delle Borse valori nell'ordinamento tedesco si veda H. MERKT, *Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, in K. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform. Eine ökonomische rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997, pp. 15-141.

*Aktiengesetz* (“AktG”)<sup>(20)</sup> mentre i secondi ricadono nell’ambito di applicazione del *Wertpapierhandelsgesetz* (“WpHG”) e sono riconducibili ad uno schema organizzativo di tipo puramente privatistico<sup>(21)</sup>.

Il contributo delle Borse alla stabilità, trasparenza e liquidità del sistema finanziario fonda la scelta dell’ordinamento di affidarne la regolamentazione e il controllo a soggetti aventi natura pubblicistica, la cui limitata capacità giuridica sotto il profilo privatistico ne esclude, tuttavia, la qualificazione alla stregua di persone giuridiche, *ex* § 89 BGB<sup>(22)</sup>. È proprio questo elemento a far sì che le Borse siano *di per sé* prive della capacità e delle risorse richieste al fine di organizzare e gestire un mercato di scambio, dovendo per ciò ricorrere ad un gestore (“*Träger*”), soggetto di diritto privato, sovente costituito nella forma di una società per azioni (“*AG*”), dotato dei mezzi e del capitale necessari ad assicurare il regolare funzionamento e sviluppo del mercato<sup>(23)</sup>.

L’attività di organizzazione e gestione in senso stretto del mercato è dunque rimessa ad un operatore di diritto privato (quale, ad esempio, la *Deutsche Börse AG*), il quale resta però formalmente estraneo ai rapporti tra mercato ed emittenti, che vengono, di conseguenza, ad essere inquadrati nell’ambito del diritto pubblico.

Siffatta combinazione tra pubblico e privato distingue l’architettura dei mercati regolamentati d’oltralpe dagli assetti organizzativi consolidatisi negli altri sistemi, ove gli elementi di “pubblicità” non riguardano (più) direttamente la natura giuridica dei “mercati” ed il rapporto tra mercati ed

---

<sup>(20)</sup> Ai sensi del § 3, Abs. 2, AktG “Börsennotiert im Sinne dieses Gesetzes sind Gesellschaften, deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist.”. Rientrano pertanto nella nozione di *Börsennotierte AG* anche le società tedesche quotate su un mercato estero che presenti qualità assimilabili a quelle del mercato regolamentato. Per un quadro completo e aggiornato delle previsioni di diritto societario applicabili alle società quotate v. C. VON BERG, *Der Marktrückzug des Emittenten*, Tübingen, 2018, pp. 40-42. Si noti che sono soltanto gli strumenti emessi da queste società ad essere interessati dalla disciplina in materia di o.p.a. obbligatoria dettata dal *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (“WpÜG”), come enunciato al § 1, Abs. 1, WpÜG: “Dieses Gesetz ist anzuwenden auf Angebote zum Erwerb von Wertpapieren, die von einer Zielgesellschaft ausgegeben wurden und zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind”.

<sup>(21)</sup> V. § 1 BörsG.

<sup>(22)</sup> Ciò si ricava dalla stessa definizione di “Anstalten öffentlichen Rechts”, qualificati come “zu Rechtspersonen erhobene Bestände von sachlichen und persönlichen Mitteln, die in der Hand eines Trägers öffentlicher Verwaltung einem besonderen öffentlichen Zweck dauern zu dienen bestimmt sind”.

<sup>(23)</sup> V., in particolare, § 5, Abs. 1, BörsG, ai sensi del quale “Mit Erteilung der Erlaubnis wird der Antragsteller als Träger der Börse zu deren Errichtung und Betrieb berechtigt und verpflichtet. Er ist verpflichtet, der Börse auf Anforderung der Geschäftsführung der Börse die zur Durchführung und angemessenen Fortentwicklung des Börsenbetriebs erforderlichen finanziellen, personellen und sachlichen Mittel zur Verfügung zu stellen”.

emittenti, ma permeano, piuttosto, le norme che disciplinano l'operatività e la *governance* delle piattaforme di negoziazione<sup>(24)</sup>.

La separazione tra *Börse* e *Träger* è, invero, più concettuale che pratica, dal momento che sotto il profilo dell'effettiva composizione degli organi, e specialmente di quello amministrativo, vi è una sostanziale sovrapposizione tra i due. Eppure, essa è radicata nel sistema al punto da essere sopravvissuta nel tempo alle forti critiche mosse in dottrina alla sua inutile e disfunzionale complessità<sup>(25)</sup>. Del resto, la stessa separazione tra BörsG e WpHG, anche a seguito del ridisegno delle *trading venues* operato dalle MiFID I e II, e il “barocco” assetto dei poteri di vigilanza sulle sedi di negoziazione, distribuiti su ben tre livelli<sup>(26)</sup>, mostrano come alcuni degli elementi strutturali e regolatori che continuano a caratterizzare le Borse tedesche trovino fondamento più sul piano politico, che su quello delle esigenze di stabilità del sistema finanziario.

Tra gli organi di cui si compone la Borsa, speciale importanza riveste, ai nostri fini, quello amministrativo (“*Geschäftsführung*”), al quale il § 15 BörsG affida la direzione del mercato (“*die Leitung der Börse*”) nel pubblico interesse<sup>(27)</sup>. I suoi componenti, nominati dal Consiglio (“*Börsenrat*”), sono, infatti, responsabili tanto dell'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione (“*Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel*”)<sup>(28)</sup>, quanto dell'esclusione degli stessi dal

---

<sup>(24)</sup> Sottolinea la peculiarità dello schema organizzativo tedesco H. HELWIG, *Möglichkeit einer Börsenreform zur Stärkung des deutschen Kapitalmarkets*, in ZGR, 1999, p. 793. Del resto, la particolarità e difficoltà di comprensione del sistema è messa in luce dalla stessa dottrina d'oltralpe (v. in proposito H. BAUM, *Changes in Ownership, Governance and Regulation of Stock Exchanges in Germany: Path Dependent Progress and an Unfinished Agenda*, in EBOR, 2004, p. 688, che rileva: “in contrast to most other systems, the German exchange system is characterised by a rather unique – and somewhat fuzzy – conceptional split that is difficult to comprehend even for German lawyers not specialised in exchange regulation and almost impossible to communicate to foreign lawyers at all – though it is not without the specific Byzantine charm of refined dogmatic constructions deeply beloved by many German lawyers”).

<sup>(25)</sup> Si vedano ancora le riflessioni sviluppate da H. BAUM, *Changes in Ownership*, cit., p. 693 ss.

<sup>(26)</sup> La struttura federale dell'ordinamento si ripercuote anche sulla distribuzione interna dei poteri di vigilanza. Le competenze sono, infatti, attribuite al “Handelsüberwachungsstellen” nel contesto di ciascuna Borsa, al “Börsenaufsichtsbehörde” a livello statale e alla “Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht” (BaFin) a livello federale.

<sup>(27)</sup> Il riferimento al termine “*Leitung*”, contrapposto, nel diritto tedesco, a quello di “*Geschäftsführung*” sta proprio a significare che alla Borsa spettano funzioni di “programmazione e di indirizzo”, mentre è il *Träger* ad occuparsi della gestione in senso stretto o operativa (sulla distinzione tra *Leitung* e *Geschäftsführung* nel diritto azionario tedesco v. in particolare J. SEMLER, *Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft. Die Leitungsaufgabe des Vorstands und die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats*, 2° ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1996, p. 7 ss.).

<sup>(28)</sup> V. § 32 BörsG.

mercato (“*Wiederruf der Zulassung bei Wertpapieren*”)<sup>(29)</sup>. Entrambe le funzioni esulano dall’ambito della gestione in senso tecnico del mercato, per ricadere tra le operazioni dotate di rilievo pubblicistico e, per questo, riservate alla Borsa.

Ciò si riverbera sulla stessa natura dell’atto con cui la Borsa revoca gli strumenti dalla quotazione, ai sensi del § 39 BörsG. È bene subito avvertire che, sebbene la norma non contenga un’espressa definizione del termine “*delisting*”, e in letteratura esso trovi sovente uso quale sinonimo di “*Going private*” o di “*Börsenaustritt*”, è pacifico che il suo significato individui l’atto con cui viene posta fine alla precedente ammissione degli strumenti alla quotazione (“*Beendigung der Zulassung von Wertpapieren*”), a prescindere dal fatto che ciò avvenga su espressa richiesta della società emittente o per altre ragioni. Sulla scorta di questa premessa, la revoca si configura sempre come *actus contrarius* all’ammissione e ne condivide la natura di vero e proprio provvedimento amministrativo (“*Verwaltungsakt*”)<sup>(30)</sup>.

Il significato di tale impostazione sul piano della disciplina applicabile emerge già dalla lettura del § 39, Abs. 1, BörsG che annovera, tra i presupposti di revoca, quelli enunciati dai §§ 48 e 49 del *Verwaltungsverfahrensgesetz* (“VwVfG”) in relazione ai provvedimenti amministrativi.

La qualificazione della Borsa valori alla stregua di istituzione di diritto pubblico e l’artificiosa separazione della stessa dalla figura del *Träger*, società di diritto privato deputata ad organizzare e gestire il mercato, costituiscono, come detto, un *unicum* nel panorama europeo. Nessuno degli altri ordinamenti oggetto di indagine ha infatti mantenuto (o adottato) una tale impostazione: neppure i sistemi francese e italiano, tradizionalmente legati ad un assetto organizzativo della Borsa tipicamente pubblicistico, giungono oggi ad equiparare l’esclusione degli strumenti alla emanazione di un provvedimento di revoca avente natura amministrativa. La privatizzazione dei mercati finanziari ha portato ormai da tempo ad inquadrare il rapporto tra società emittente e società di gestione del mercato alla stregua di un vero e proprio *contratto di quotazione* e a ricondurre l’operazione di revoca alle funzioni proprie del gestore nell’esercizio dell’attività (avente natura d’impresa) di organizzazione e direzione del mercato.

Si tratta, ad ogni modo, di un profilo che non ha impedito al sistema tedesco di elaborare un modello di regolamentazione in materia di *delisting* più liberale di quelli previsti negli altri sistemi oggetto della nostra analisi. E ciò a dimostrazione del fatto che l’accento sul rilievo pubblicistico del rapporto tra emittenti quotati e mercato appare oggi espressione di una scelta del sistema

---

<sup>(29)</sup> V. § 39 BörsG.

<sup>(30)</sup> W. GROß, *sub § 39 BörsG*, in W. GROß (a cura di), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 6° ed., 2016, Rn. 27.

“*path dependant*” e volta a mantenere in vita il tradizionale legame tra Borse e *Ländern*, anche sotto il profilo della vigilanza.

## 2. Il *delisting*: forme e fattispecie

Nel passare ad esaminare il dato positivo in materia di *delisting*, può essere utile muovere da una constatazione rapidamente verificabile: il quadro normativo si presenta agli occhi dell’interprete chiaramente delineato, tanto sotto il profilo dell’autonomia riconosciuta alle società emittenti in fase di uscita, quanto sotto quello delle condizioni in presenza delle quali la Borsa può disporre (o accordare) l’esclusione degli strumenti. E ciò soprattutto a seguito della riforma del § 39, Abs. 2, BörsG intervenuta nel 2015 dopo che il “problema” del *delisting* era stato per lungo tempo oggetto di un’intensa attività di *Rechtsfortbildung* da parte della giurisprudenza<sup>(31)</sup>.

La *dettagliata* individuazione dei presupposti e delle condizioni legittimanti l’emissione di un provvedimento di esclusione degli strumenti finisce per ridurre il margine di discrezionalità riconosciuto alla Borsa, a vantaggio sia delle società che degli investitori. Le prime possono così conoscere, già nella fase prodromica alla quotazione, i costi e i tempi di un eventuale successivo *delisting* dei titoli; ai secondi sono garantite *ex ante* le informazioni relative alla sorte dell’investimento, nell’eventualità in cui la liquidità offerta dal mercato dovesse venir meno per effetto di un *delisting*. Si giunge, in altri termini, a riprodurre sul versante dell’uscita dal mercato quello stesso grado di minuziosità che caratterizza le previsioni relative alla fase di ingresso, sul presupposto che ad entrambi i momenti debba riconoscersi pari rilevanza.

Risulta peraltro altrettanto chiaro che al potere di autoregolamentazione del mercato è oggi attribuito un ruolo meramente integrativo nella definizione della disciplina in discorso. Si tratta, anche questa, di una scelta operata dall’ordinamento in occasione della riforma del 2015, atteso che fino a quel momento ai regolamenti era stata “delegata” la sostanziale formulazione delle norme in materia di *delisting* su richiesta della società emittente<sup>(32)</sup>.

Punto di partenza della nostra analisi non può che essere il § 39 BörsG che, con i suoi sei commi, esaurisce lo spazio dedicato dal *Börsenrecht* all’operazione di revoca<sup>(33)</sup>. La previsione può essere idealmente scomposta in due parti: *i*) l’una, coincidente con il primo comma, relativa alle ipotesi di revoca della quotazione per ragioni di tutela del mercato (“*Widerruf der Zulassung aus*

---

<sup>(31)</sup> V. *infra*, cap. 1, par. 4.

<sup>(32)</sup> Sul punto avremo modo di tornare ampiamente (v. *infra*, cap. 1, par. 3).

<sup>(33)</sup> La sospensione è invece disciplinata al § 25 BörsG.

*börslichen Gründen*”); ii) l'altra, consistente nei restanti cinque commi, dedicata alla fattispecie della revoca su richiesta della società emittente (“*Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten*”).

Si noti, in particolare, che, mentre la prima riproduce, nel contesto tedesco, il contenuto dell'art. 52, comma 1, MiFID II abilitando la Borsa ad escludere dalla negoziazione gli strumenti finanziari che cessino di rispettare le regole del mercato, a meno che tale esclusione non rischi di causare un danno significativo agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato<sup>(34)</sup>, la seconda consente espressamente alla società emittente di fare domanda di *delisting* dei propri strumenti, anche là dove sussistano tutte le condizioni che consentirebbero di continuare a negoziarli sul mercato, individuando altresì i presupposti in presenza dei quali tale esclusione può esserle accordata.

La linea di demarcazione tra le due fattispecie è allora chiara. Nel primo caso, la revoca interviene in relazione a strumenti non più negoziabili ovvero quale sanzione a gravi inadempienze da parte della società. Nel secondo, al contrario, essa dipende da una *espressa* manifestazione di volontà dell'emittente, che, in forza di una valutazione costi-benefici, si risolve ad uscire dal mercato, potrebbe dirsi, puramente e semplicemente (c.d. “*Reguläres*” o “*Echtes*” *delisting*)<sup>(35)</sup>.

Già da questi primi rilievi emerge un dato interessante: il sistema tedesco riconosce ed attribuisce rilievo alla *volontà* dell'emittente non solo in relazione all'ingresso sul mercato, fondato, com'è noto, su una *domanda di ammissione alla quotazione*, ma anche all'uscita, resa possibile sulla base di una mera richiesta formulata a tale fine. Non si può inoltre fare a meno di constatare come in entrambe le ipotesi, affinché l'istanza dell'emittente possa trovare accoglimento, è necessario che precise condizioni risultino soddisfatte<sup>(36)</sup>. Ciò rende chiaro che l'ordinamento non riconosce né un “diritto” incondizionato alla quotazione, né, per contro, alla de-quotazione.

---

<sup>(34)</sup> V. § 39, Abs. 1, BörsG, ai sensi del quale “Die Geschäftsführung kann die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes widerrufen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt”. In tale eventualità non è prevista alcuna compensazione in favore dei titolari degli strumenti oggetto del provvedimento di revoca. Il punto di equilibrio del sistema risiede nell'assicurare agli investitori che l'intervento d'ufficio ad opera della Borsa può condurre al *delisting* degli strumenti soltanto quale *extrema ratio* e condizione che non pregiudichi significativamente i loro interessi.

<sup>(35)</sup> V. § 39, Abs. 2, S. 1, BörsG: “Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen”.

<sup>(36)</sup> Cfr. § 32, Absätze 2 e 3, BörsG, che, con riguardo all'ammissione degli strumenti, dispongono, da un lato, che “Die Zulassung ist vom Emittenten der Wertpapiere (...) zu beantragen” e, dall'altro, che

A differenza del *delisting* su richiesta della società emittente, quello disposto *ex* § 39, Abs. 1, BörsG racchiude al proprio interno due diverse eventualità: *i*) la prima è quella in cui non risulti più possibile assicurare un ordinato funzionamento del mercato e la Borsa abbia già provveduto a sospendere gli strumenti dalla negoziazione, ovvero, sia inutilmente decorso il termine assegnato all'emittente per assolvere agli obblighi derivanti dalla quotazione e rimasti inadempiti (c.d. “*Zwangsdelisting*”); *ii*) la seconda, ben più frequente, è quella del *delisting* quale mera *conseguenza* di operazioni sul capitale o straordinarie che, pur non avendo quale unica e primaria finalità l'abbandono del mercato, conducono a quel risultato in quanto esauriscono o riducono a percentuali irrisorie il flottante<sup>(37)</sup>, ovvero incidono sulla stessa negoziabilità delle azioni<sup>(38)</sup> (c.d. “*Kaltes*” o “*unechtes*” *Delisting*)<sup>(39)</sup>. A dire il vero, molte di queste transazioni non richiedono l'emissione di un vero e proprio provvedimento di revoca, poiché l'effetto del *delisting* scaturisce *ipso iure* con la trascrizione della relativa delibera nel registro delle imprese<sup>(40)</sup>.

Il che consente allora di osservare che se nella prima eventualità il *delisting* interviene quale *extrema ratio*, al fine di scongiurare il rischio che la permanenza degli strumenti possa compromettere l'ordinato funzionamento del mercato, nella seconda, esso presuppone un'iniziativa da parte della collettività dei soci o dell'azionista di controllo, che nel deliberare (o iniziare) l'operazione di volta in volta considerata manifestano di fatto anche la volontà di abbandonare la quotazione.

In forza di questi elementi, la dottrina tedesca giunge a rilevare come il carattere multiforme del *delisting* si risolva, in primo luogo, nel fatto che esso, a differenza dell'ammissione, potrebbe intervenire anche d'ufficio, e, in secondo luogo, nella circostanza per cui i suoi effetti potrebbero

---

“Wertpapiere sind zuzulassen, *wenn (...)*” (corsivo aggiunto), evidenziando così che la stessa può essere accordata al ricorrere delle condizioni elencate. Parimenti, il § 39, Abs. 2, S. 3, BörsG chiarisce che la revoca su richiesta della società emittente è ammessa soltanto qualora [“*nur* zulässig wenn (...)” (corsivo aggiunto)] risultino soddisfatti i presupposti dettati a tale fine.

<sup>(37)</sup> Rientrano in questo gruppo le operazioni volte allo *squeeze-out* della minoranza azionaria (§§ 327a ss. AktG e §§ 39a ss. WpÜG) o all'ingresso di una società in un gruppo (“*Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss*” *ex* §§ 320 ss. AktG).

<sup>(38)</sup> Possono annoverarsi tra queste la trasformazione (§§ 190 ss. UmwG), la fusione con una società non quotata (§§ 2 ss. UmwG), la scissione in più società non quotate (§§ 123 ss. UmwG) o la dissoluzione con trasferimento del patrimonio (§§ 179a, Abs. 1, Nr. 2, AktG).

<sup>(39)</sup> Il significato dell'espressione è chiarito da B. GRUNEWALD, M. SCHLITT, *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, 3<sup>o</sup> ed., München, 2014, p. 312.

<sup>(40)</sup> W. GROß, *Rechtsprobleme des Delisting*, in ZHR, 2001, p. 149 ss.

costituire una mera “appendice” di operazioni di più ampia portata, ovvero la conseguenza di una richiesta formulata dalla società emittente e *unicamente* diretta a tale fine<sup>(41)</sup>.

Tali classificazioni non sono prive di significato sotto il profilo della disciplina.

Nel caso del *kaltel delisting*, le norme applicabili sono da ricercarsi nel diritto societario e, in particolare, nei meccanismi decisionali e nei rimedi che contraddistinguono le operazioni di volta in volta considerate<sup>(42)</sup>. Si tratta, più precisamente, delle previsioni in materia di procedimento assembleare e di liquidazione della partecipazione da parte della minoranza dissenziente ad un prezzo amministrato (“*Abfindungsrecht*”), ritenute implicitamente idonee ad offrire tutela anche agli interessi sottesi al *delisting*. Il *Börsenrecht* gioca, in questo senso, un rilievo del tutto marginale, intervenendo al più nella fase successiva alla transazione, quando sono ormai già venute meno le condizioni necessarie al mantenimento di un mercato liquido e funzionante dei titoli.

La mera richiesta di *delisting* trova invece integrale disciplina nel BörsG. Si tratta, come detto, di una fattispecie che si distingue da quella di *kaltel delisting* per il fatto di non accompagnarsi ad alcun ulteriore mutamento nella struttura o nella partecipazione al capitale della società. Essa individua, in altri termini, il *delisting* nella sua forma “pura”, nel senso cioè di slegata da altre vicende dell’impresa societaria.

La lettura del § 39, Abs. 2, BörsG rende infine da subito chiaro che la richiesta di esclusione soggiace a condizioni ben differenti, a seconda che ad essa faccia seguito il mantenimento (o il trasferimento) delle negoziazioni su un diverso *mercato regolamentato* europeo, la cui disciplina in materia di revoca della quotazione assicuri agli investitori una tutela equivalente a quella dettata dal diritto tedesco, ovvero la definitiva perdita dello *status* di *Börsennotierte Aktiengesellschaft*<sup>(43)</sup>.

---

(41) V. da ultimo, C. VON BERG, *Der Markttrückzug des Emittenten*, cit., p. 42 ss.

(42) C. KUMPAN, *sub § 39 BörsG*, in M. BAUMBACH, K. HOPT (a cura di), *HGB*, 38° ed., München, 2018, Rn. 16, ove si legge: “Die börsenrechtliche Kontrolle versagt hier, gefordert ist das Ges[ellschafts]Recht; Mitwirkung der Hauptversammlung und Abfindungsangebot folgen schon aus Umwandlungsrecht, eventuelle Lücken sind uU durch Analogie zu füllen”. Cfr. altresì P. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, in *ZHR*, 165, 2001, p. 105.

(43) V. § 39 Abs. 2, S. 3, BörsG, ove si legge “Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn 1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde oder 2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten”.

### 2.1. Il “Kaltel Delisting”: la de-quotazione come strumento per un’operazione di going private

Con l’espressione “*kaltel delisting*” si allude, come detto, ad una varietà di transazioni accomunate dal fatto di incidere sui presupposti che fondano l’ammissione degli strumenti e condurre al venir meno della quotazione<sup>(44)</sup>.

Tra queste, speciale importanza rivestono le operazioni volte all’esclusione della minoranza azionaria, nelle due forme previste dall’ordinamento tedesco: *i*) la prima, introdotta nel 2002 e disciplinata ai §§ 327a ss. AktG, consistente nell’adozione di una delibera assembleare di *squeeze-out* da parte di tanti azionisti che detengano almeno il 95 per cento del capitale sociale<sup>(45)</sup>; *ii*) la seconda, di rara verificaione nella prassi, contenuta ai §§ 39a ss. WpÜG e frutto della trasposizione dell’art. 15 Direttiva o.p.a.<sup>(46)</sup>. In quest’ultima eventualità, il diritto di acquisto, da

---

<sup>(44)</sup> V. ampiamente, S. FUNKE, *Minderheitenschutz im Aktienrecht beim "kalten" Delisting*, Berlin, 2005, p. 3 ss.

<sup>(45)</sup> Ai sensi del § 327a AktG, “Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen”. Un approfondito commento alla previsione è offerto da H. FLEISCHER, *Das neue recht des squeeze-out*, in ZGR, 2002, p. 757 ss. Di recente, sul tema dello *squeeze-out*, K. STANGE, *Zwangsabschluss von minderheitsaktionären (squeeze-out). Eine empirische und dogmatische Analyse*, Jena, 2010, *passim*. La procedura ha trovato, sin dalla sua introduzione, applicazione diffusa, soprattutto nel contesto delle *Börsennotierte AG*. Basti considerare che già nel 2002 si registravano più di 100 transazioni di tale natura e che il numero è salito fino a 317 alla fine del 2007 (dati riportati da K. STANGE, *Zwangsabschluss*, cit., p. 279). Allo stesso tempo un numero consistente di società quotate, caratterizzate già da tempo dalla presenza di un azionista di controllo titolare di una partecipazione superiore al 95 per cento del capitale, non si sono avvalse della neo-introdotta previsione, attestando così come i costi di uno *squeeze-out* potrebbero rivelarsi tali da non superare i benefici che ne deriverebbero. È indubbio che i profili di maggiore criticità dell’operazione siano proprio quelli legati alla valutazione delle azioni: il § 327c, Abs. 2, AktG richiede infatti che l’adeguatezza dell’indennizzo sia dichiarata per iscritto dall’azionista di controllo e da un esperto indipendente nominato dal Tribunale (sulla funzione esercitata da quest’ultimo, v. le considerazioni di H. FLEISCHER, *sub § 327c AktG*, in H. FLEISCHER, K. SCHMIDT (a cura di), *Aktiengesetz: §§ 327a-328; 396-398 (Großkommentare der Praxis)*, 4° ed., Berlin, 2007, Rn. 17). Peraltro, gli effetti della delibera si producono all’atto della sua iscrizione nel registro delle imprese, iscrizione che, tuttavia, non può essere autorizzata là dove siano state avviate azioni giudiziarie, tese a contestare la legittimità della procedura (v. § 327e, Abs. 2, AktG e § 319, Abs. 5, AktG). Sui criteri di valutazione delle azioni, v. *infra*, cap. 1, par. 4.1.

<sup>(46)</sup> Sull’introduzione della fattispecie nel sistema tedesco, cfr. A. AUSTMANN, P. MENNICKE, *Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out*, in NZG, 2004, p. 846 ss.; B. DEILMANN, *Aktienrechtlicher versus übernahmerechtlicher Squeeze-out*, in NZG, 2007, p. 721 ss. Alla norma si lega il complementare “Andienungsrecht”, disciplinato al § 39c WpÜG [al riguardo, v. J. CLOIDT-STOTZ, *Germany*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover bids in Europe*, Freiburg, 2008, p. 321].

esercitarsi entro tre mesi dalla scadenza per l'accettazione dell'offerta, è subordinato al raggiungimento da parte dell'offerente, a seguito di offerta pubblica totalitaria, della soglia minima del 95 per cento del capitale e/o dei diritti di voto.

Delle due previsioni, la prima ha rappresentato l'innovazione di più ampia portata per il sistema. E ciò sotto due profili: *i*) uno relativo all'annoso problema della compatibilità di siffatta esclusione con il canone della tutela costituzionale della proprietà azionaria, già risolto in senso positivo dalla Corte Costituzionale ("BVerfG")<sup>(47)</sup>; *ii*) l'altro legato invece al definitivo venir meno del dogma dell'azionista-imprenditore<sup>(48)</sup>.

È indubbio che, già prima del riconoscimento normativo di un diritto di *squeeze-out*, in letteratura si fosse marcata la posizione *ibrida* dell'azionista di minoranza, al contempo socio e investitore, ed il fatto che nel contesto deliberativo i rapporti fra maggioranza e minoranza fossero sovente improntati a principi e regole non perfettamente riconducibili alla matrice associativa del diritto azionario<sup>(49)</sup>. Con l'introduzione dei §§ 327a ss. AktG, il sistema mostra tuttavia di fare effettivamente propri e, per certi versi, sviluppare ulteriormente tali principi, legittimando il gruppo di controllo, portatore di un interesse di carattere imprenditoriale al consolidamento delle partecipazioni, ad un intervento perfino ablativo delle partecipazioni di minoranza, a fronte della corresponsione di un "*angemessene Abfindung*", ossia di un corrispettivo pari al valore intrinseco delle azioni<sup>(50)</sup>. Si noti che siffatto diritto è assicurato in *tutte* le società per azioni, anche non

---

<sup>(47)</sup> BVerfG, in *NJW*, 2001, p. 280 (sentenza *Moto Meter*). La Corte rilevava già nel 1962 [(BVerfG, 14, p. 284 ss. (sentenza *Feldmühle*)] che alla maggioranza è consentito conformare la proprietà azionaria del singolo socio, a condizione che: *i*) a quest'ultimo sia corrisposto il "pieno valore" dei titoli detenuti; *ii*) siano assicurati adeguati rimedi giuridici contro il pericolo di abuso da parte del gruppo di controllo del potere decisionale; *iii*) sussista uno scopo legittimo perseguito dalla norma primaria. La disciplina in materia di *squeeze-out* riflette i principi richiamati. Per un verso, impone che l'iniziatore dell'operazione detenga una partecipazione pari ad una frazione quasi totalitaria del capitale sociale, segnalando così la meritevolezza delle istanze di consolidamento avanzate e la natura puramente finanziaria degli interessi riconducibili agli azionisti residuali. In quest'ottica, è discusso se l'individuazione di una soglia di concentrazione inferiore al 90 per cento (così come previsto dalla Direttiva o.p.a.) possa ritenersi costituzionalmente legittima, prevalendo la tesi negativa (v. da ultimo, C. KREBS, *Freeze-outs transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, in *German Law Journal*, 13, 2012, p. 959 ss., il quale sollecita un ripensamento di tale impostazione). Per un altro, contempla numerose cautele procedurali, volte ad assicurare che il prezzo corrisposto rifletta l'effettivo valore intrinseco della partecipazione.

<sup>(48)</sup> Sottolinea il punto, H. FLEISCHER, *Das neue recht*, cit., p. 766 ss.

<sup>(49)</sup> Si tratta di riflessioni elaborate da P. MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt. Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht*, 2° ed., München, 1996, p. 97 ss e 154 ss.

<sup>(50)</sup> I procedimenti di valutazione richiedono in ogni caso l'intervento di un *soggetto esterno* che si pronunci sull'adeguatezza del prezzo: nel caso della delibera di *squeeze-out*, si tratta di un esperto indipendente

quotate, e si fonda unicamente sul presupposto della detenzione da parte della maggioranza di una soglia qualificata del capitale sociale<sup>(51)</sup>.

Può ritenersi che la previsione di un diritto di *squeeze-out* di natura societaria, del tutto slegato dalla disciplina sull'o.p.a., sia maturata non senza rivolgere speciale attenzione agli sviluppi che negli anni precedenti avevano contraddistinto proprio il “problema” del *delisting*. La scelta di confinare quest'ultima questione all'ambito del diritto dei mercati finanziari mediante codificazione nel BörsG di un diritto della minoranza al disinvestimento a condizioni adeguate confermava, infatti, che, là dove il valore oggetto di tutela si leghi agli interessi dell'azionista *quale investitore*, il paradigma di riferimento è quello dei rimedi di natura compensativa<sup>(52)</sup>.

Se fino al 2002 la richiesta di de-quotazione rappresentava per l'emittente l'unica via di uscita dal mercato regolamentato alternativa alla messa in atto di operazioni di trasformazione o finanza straordinaria, con l'introduzione dello *squeeze-out* nell'AktG e la successiva modifica del WpÜG, quell'eventualità perde di rilevanza in favore delle operazioni di consolidamento. Ciò è del resto coerente con la visione legislativa che anima la disciplina in materia di *Reguläres Delisting*, consistente nell'intenzione di assicurare all'emittente per tale via la facoltà di mutare il mercato di quotazione dei propri strumenti.

Si noti, peraltro, che il sistema tedesco contempla oggi vie indirettamente funzionali allo *squeeze-out* e soggette, per certi versi, a vincoli meno stringenti<sup>(53)</sup>. Tra queste, senz'altro rilevante è la facoltà concessa alla controllante, nell'ipotesi di fusione per incorporazione con una società di cui già possiede il 90 per cento del capitale, di escludere la minoranza residua in virtù della corresponsione, in cambio delle sue azioni, di denaro o strumenti finanziari diversi dalle azioni<sup>(54)</sup>.

---

nominato dal Tribunale su istanza dell'azionista di controllo, mentre, nell'ipotesi di o.p.a., è il Tribunale a dover autorizzare il trasferimento dei titoli residui, dopo aver esperito la medesima verifica.

<sup>(51)</sup> La norma sottende un'apertura del sistema verso la qualificazione della proprietà azionaria in termini di *valore del patrimonio dell'azionista* (v. già le considerazioni di K. HOPT, *Konzernrecht und Kapitalmarktrecht: Rechtsvergleichende Synthese*, in P. HOMMELHOFF, K. HOPT, M. LUTTER (a cura di), *Konzernrecht und Kapitalmarktrecht*, 2001, p. 291, che rilevava: “Dahinter stehen Grundvorstellungen über das Aktieneigentum, nämlich ob Aktieneigentum ein noch irgendwie sächlich vermitteltes Eigentum ist (...) oder doch letztlich nur eine geldwerte Position”).

<sup>(52)</sup> Sul punto, v. *infra*, cap. 1, par. 3 e ss.

<sup>(53)</sup> Tra queste, ve ne sono alcune del tutto peculiari nel panorama comparatistico, ossia quella legata alla conclusione, nel contesto dei gruppi di società, di contratti di dominazione o storno di utili, ovvero la liquidazione con trasferimento del patrimonio, possibili in presenza di una delibera assembleare approvata da tanti azionisti che rappresentino almeno il 75 per cento del capitale. V. ancora la sintesi offerta da C. KREBS, *Freeze-outs transactions*, cit., p. 975 ss.

<sup>(54)</sup> V. § 62, Abs. 5, UmwG.

Anche là dove l'operazione non conduca all'esaurimento del flottante, ma incida in misura e per motivi diversi sulla negoziabilità dei titoli, deve rilevarsi come il *kaltel delisting* si risolva, in ogni suo aspetto, nel contesto del diritto societario. È invero frequente il suo inquadramento in termini di “*gesellschaftrechtliches Problem*”<sup>(55)</sup>, proprio ad indicare come la de-quotazione vada così a sovrapporsi a transazioni *di per sé* implicanti una deviazione dalle caratteristiche originarie della partecipazione e pertanto contraddistinte dalla previsione di cautele *ad hoc* all'interno dell'AktG o dall'*Umwandlungsgesetz* (“UmwG”).

La concettuale separazione tra *reguläres* e *kaltel Delisting* riflette la sistematica partizione che ha contraddistinto per lungo tempo il rapporto tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario nel sistema tedesco<sup>(56)</sup>. È questo presupposto logico che induce la giurisprudenza e la dottrina a ritenere che una cosa è domandarsi quale sia il rilievo dell'operazione nella prospettiva degli *investitori*, altra cosa è porsi la medesima domanda nella prospettiva dei *soci di minoranza*. Nel primo caso, si tratterebbe infatti di salvaguardare la fiducia del pubblico nel corretto funzionamento del mercato, nel secondo di disciplinare i rapporti tra maggioranza e minoranza nel contesto organizzativo.

Si tratta, tuttavia, di un'impostazione che, pur riflettendo l'astratta netta separazione quanto agli scopi perseguiti e alle tecniche di tutela tra *Verbandsrecht* e *Kapitalmarktrecht*, disconosce la naturale e inevitabile intersezione tra le due discipline. E le vicende che hanno segnato l'esperienza tedesca, a partire dalla sentenza *Macroton* fino a giungere all'introduzione nell'UmwG di una fattispecie di *Abfindungsangebot* precipuamente volta a tutelare la *quotazione del titolo*, lo attestano in maniera paradigmatica. Per il momento, è sufficiente rilevare che là dove l'operazione societaria, di volta in volta oggetto di compimento, conduca per via indiretta all'esclusione delle azioni dal mercato regolamentato, ai soci dissenzienti è assicurato un *exit* nelle forme di un diritto di recesso.

---

<sup>(55)</sup> P. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, cit., p. 105.

<sup>(56)</sup> L'idea di fondo è, infatti, che la norma dettata dal § 39, Abs. 2, BörsG, disciplini soltanto il c.d. *börsenrechtliches Delisting*, non interessandosi della sorte degli investitori, là dove l'esclusione sia indotta dal compimento di un'operazione di ristrutturazione o trasformazione. Di converso, le previsioni contenute nell'AktG o nell'UmwG nulla direbbero in relazione all'equilibrio disegnato dal sistema con riguardo al *reguläres Delisting*. In quest'ottica, sono paradigmatiche le considerazioni sviluppate da S. FUNKE, *Minderheitenschutz*, cit., p. 1, che, nella fase antecedente alla stagione delle riforme che hanno poi interessato la nostra materia, rilevava: “Für das kapitalmarktrechtliche Delisting nach § 38 Abs. 4 BörsG hat der Gesetzgeber versucht diesen Interessengegensatz zu einem Ausgleich zu bringen und dem Delisting unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes Grenzen gesetzt. Ist das Delisting dagegen kein “reguläres” börsenrechtliches, sondern Folge einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung [...] gilt der kapitalmarktrechtliche Schutzstandard des § 38 Abs. 4 BörsG nicht”.

2.2. Il “Reguläres Delisting”: il riconoscimento di un diritto condizionato dell'emittente al delisting “puro” degli strumenti. Limiti e interessi tutelati.

A partire dalla fine degli anni ottanta del secolo scorso ha riscosso sempre maggiore interesse, tanto nella prassi, quanto in letteratura, il *delisting* nella sua forma “pura”.

La Germania è il secondo ordinamento in ordine di tempo, dopo la Francia, ad aver introdotto, nel 1998, una previsione espressamente dedicata alla fattispecie. A differenza, tuttavia, del contesto francese, ove la richiesta di esclusione degli strumenti da parte della società emittente nasce come eventualità del tutto eccezionale e residuale rispetto alla via di uscita offerta dal canale dall'*Offre publique de retrait obligatoire*, in Germania essa va ad inserirsi in un sistema privo sia di una disciplina in materia di o.p.a., sia di norme funzionali all'eliminazione integrale della minoranza residua.

Già prima di un espresso riconoscimento normativo, la dottrina maggioritaria era propensa a riconoscere alle società emittenti la facoltà di ritirare i propri titoli dalla quotazione, pur interrogandosi circa il corretto inquadramento dell'atto di revoca nel quadro giuridico-amministrativistico<sup>(57)</sup>.

Può essere utile, soprattutto alla luce dei dubbi ancora oggi espressi da parte, pur minoritaria, della dottrina italiana sulla presunta vigenza nel sistema di un principio di “andata senza ritorno”, porre in luce le ragioni che hanno spinto l'ordinamento tedesco ad affermare con vigore il carattere *reversibile* del percorso di quotazione<sup>(58)</sup>.

---

<sup>(57)</sup> Cfr. W. EICKHOFF, *Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?* in *WM*, 1988, p. 1713 ss.; K. J. HOPT, H. BAUM, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, in K. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform. Eine Ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997, p. 418, che precisano “hier müssen die Belange der Anleger, die im Vertrauen auf den laufenden Börsenhandel Wertpapiere erworben haben, bis zu einem gewissen Grade rechtlich geschützt werden“. *Contra* L. VOLLMER, A. GRUPP, *Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt*, in *ZGR*, 1995, p. 459 ss.

<sup>(58)</sup> Si tratta di una tesi maggioritaria già prima del 1998, sebbene il quesito fosse oggetto di limitata attenzione da parte della dottrina. In uno dei primi contributi dedicato al tema dell'autonomia della società emittente in sede di abbandono del mercato, si legge: “Im Vordergrund des Interesses steht bisher allgemein die Frage, welche Voraussetzungen zu erfüllen sind, um die Zulassung zum amtlichen Handel oder auch zum geregelten Markt zu erlangen [...] wenig Augenmerk wird auf die langfristig ebenso bedeutsame Frage gerichtet, ob und unter welchen Voraussetzungen ein Ausscheiden aus dem amtlichen Handel überhaupt möglich ist”. L'Autore prosegue poi evidenziando come “Das Börsengesetz stellt die Möglichkeit einer zwangsweisen Entfernung aus der amtlichen Notiz in den Vordergrund. Vorschriften, die sich mit einem Ausscheiden aus dem amtlichen Handel auf Wunsch der AG befassen, fehlen [...] Auch Gerichtsentscheidungen fehlen für diesen Fall” (cit. W. EICKHOFF, *Der Gang an die Börse*, cit., p.

Un primo elemento si lega alla considerazione per cui il provvedimento di ammissione non attribuisce ai portatori di azioni quotate alcun *diritto* alla permanenza nel tempo dei benefici da esso scaturenti e consistenti nella possibilità di liquidare tempestivamente l'investimento tramite operazioni di mercato secondario e di essere informati sulle vicende dell'emittente idonee ad influire sui prezzi degli strumenti oggetto di negoziazione. La sua qualificazione alla stregua di atto amministrativo con effetti favorevoli ("*begünstigter Verwaltungsakt*") non comporta infatti il riconoscimento al *singolo* investitore di un diritto, nei confronti della Borsa, ad ottenere l'ammissione degli strumenti alla quotazione, né, per contro, ad impedirne il successivo venir meno<sup>(59)</sup>. Si tratta di un profilo che resta, evidentemente, estraneo agli altri ordinamenti, atteso che la Germania è l'unico ad inquadrare ancora oggi nel diritto pubblico il rapporto tra emittenti e mercato.

La riconduzione dell'accesso al mercato allo schema dell'accordo negoziale tra società quotanda e società di gestione rende infatti di per sé evidente che dal contratto di quotazione non sorge alcun diritto in capo a terzi in relazione alle prestazioni in esso dedotte. In altre parole, l'investitore-azionista (terzo) non vanta alcuna pretesa nei confronti della società di gestione e di quella emittente (parti contraenti) ad ottenere la quotazione, ovvero ad impedire la de-quotazione dei titoli oggetto del contratto.

Ciò non esclude, tuttavia, né nella prospettiva gius-pubblicistica, né in quella privatistica, che dalla quotazione scaturiscano comunque "effetti favorevoli". Occorre pertanto intendersi sul punto, al fine di meglio precisarne la portata e i destinatari.

Nel condurre la nostra indagine, soffermeremo l'attenzione su tre profili, che hanno concorso nel tempo alla definizione degli interessi coinvolti nell'operazione e all'individuazione di un punto di equilibrio tra gli stessi. Essi riguardano: *i*) la configurabilità di un interesse meritevole di tutela *dell'emittente* alla de-quotazione; *ii*) il rapporto intercorrente tra le società per azioni quotate e quelle prive di tale *status*; *iii*) l'esistenza e la natura di eventuali limiti alla facoltà dell'emittente di ottenere l'esclusione dei propri strumenti.

---

1713). Il silenzio normativo sul punto era oggetto di critica da parte della migliore dottrina, che, alla luce delle previsioni già elaborate in altri ordinamenti, sollecitava il legislatore ad intervenire al fine di assicurare alle società emittenti la facoltà di domandare l'esclusione dei propri strumenti, pur avvertendo circa la necessità di garantire tutela al contrapposto interesse degli investitori alla liquidità del titolo (v. K. HOPT, H. BAUM, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, cit., p. 417: "Es sind einheitliche Regeln für Marktentlassung (Delisting) auf Wunsch des Emittenten zu schaffen. [...] Für einen Wechsel in ein Segment oder ein Handelssystem, die keinen Vergleichbaren Publizitätspflichten unterliegen, wie auch für ein vollständiges (inländisches) Delisting sind bestimmte anlegerschützende Mindestanforderungen aufzustellen").

<sup>(59)</sup> W. GROß, *sub* § 32 BörsG, in W. GROß (a cura di), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, cit., Rn. 5-6.

i) Sotto il primo profilo, si è presto riconosciuta l'esistenza di legittime ragioni economiche alla base della scelta dell'emittente di de-quotarsi, anche "puramente e semplicemente". L'uscita dal mercato, al pari dell'ingresso può essere indotta da una varietà di determinanti, tutte riconducibili ad un principio comune, ossia quello per cui i costi di quotazione risultano giustificati fino a quando non eccedano i benefici assicurati dall'esistenza di un mercato di scambio dei titoli. In quest'ottica, le esigenze di consolidamento o riorganizzazione aziendale costituiscono soltanto uno dei possibili fattori determinanti l'uscita, ma non ne esauriscono il novero<sup>(60)</sup>.

La migrazione allo *status* di società quotata può, insomma, perdere la propria attrattività, là dove i vincoli ed il peso economico ad esso associati non trovino (più) corrispondenza sul piano della raccolta del capitale di rischio e del valore attribuito dal mercato alla società<sup>(61)</sup>. Negare rilievo al *delisting* non contribuirebbe certo allo sviluppo del mercato, ma forzerebbe gli emittenti ad intraprendere inutili operazioni di finanza straordinaria o perfino a violare le previsioni regolamentari al fine di ottenere l'esclusione dei propri strumenti<sup>(62)</sup>.

La prospettiva, allora, non può che essere rovesciata: l'attrattività del mercato, e con essa la propensione delle società a farvi il proprio ingresso, dipende anche, e sempre più, dai limiti

---

<sup>(60)</sup> Tutti i lavori monografici sul tema del *delisting*, dai più risalenti fino a quelli più recenti, contengono una sezione dedicata all'analisi delle ragioni economiche che possono animare una richiesta di esclusione degli strumenti avanzata dalla società emittente. L'approccio può ritenersi ormai consolidato e risulta funzionale a rimarcare come sia l'ingresso, che l'uscita dal mercato altro non sono che decisioni assunte in forza di una valutazione costi-benefici previamente operata dall'emittente. Quanto al *delisting*, il fondamento economico dell'operazione è solitamente ricondotto ad uno o più dei seguenti fattori: *i*) il venir meno della funzione di finanziamento del mercato; *ii*) la volontà di sottrarsi ai costi legati alla quotazione; *iii*) i mutamenti intervenuti nella struttura proprietaria o l'ingresso dell'emittente in un gruppo di società; *iv*) il venir meno della liquidità o l'esiguità del flottante residuo; *v*) l'intenzione di scongiurare il rischio di scalate ostili; *vi*) la necessità di intraprendere operazioni di ristrutturazione aziendale o di risanamento dell'impresa; *vii*) l'aspirazione di sfruttare un potenziale inespresso dal mercato. Per un quadro delle diverse motivazioni, cfr. A. GRUPP, *Börseneintritt und Börsenaustritt. Individuelle und Institutionelle Interessen*, Berlin, 1995, p. 102 ss.; C. SANDERS, *Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, Berlin, 2017, p. 35 ss.

<sup>(61)</sup> La sottovalutazione delle azioni da parte del mercato rappresenta un incentivo alla de-quotazione tanto frequente, quanto controverso. La sua problematicità risiede proprio nell'interrogativo relativo alla legittimità di un'operazione di *delisting* attraverso la quale l'azionista di controllo si appropria della differenza tra valore intrinseco e valore di mercato dei titoli, sfruttando a proprio vantaggio una fase di depressione dei corsi azionari ed il vantaggio informativo di cui dispone rispetto alla platea degli investitori. Avremo modo di rilevare come i sistemi oggetto della nostra analisi abbiano diversamente risolto la questione, pur non giungendo in alcun caso ad escludere la facoltà per l'emittente di ritirare i propri titoli in ragione di tale rischio.

<sup>(62)</sup> Così, C. VON BERG, *Der Marktrückzug des Emittenten*, cit., p. 361.

apposti alla libertà di uscirne<sup>(63)</sup>. Configurare la quotazione quale strada a senso unico, accessibile sulla base di un mero atto di volontà, ma poi priva di una via di uscita, finirebbe per sortire effetti perfino opposti a quelli auspicati. A ciò si aggiunga che la de-quotazione non prefigura necessariamente un abbandono *tout court* delle negoziazioni, ma potrebbe soltanto preludere ad una loro migrazione su un diverso mercato, anche non regolamentato (c.d. *downlisting*), aprendo così all'eventualità di un "ritorno" allo *status* di società per azioni non quotata al quale non si accompagni l'integrale disapplicazione della disciplina di mercato<sup>(64)</sup>.

Le considerazioni non appena formulate si legano ad un secondo rilievo, di centrale rilevanza, soprattutto se confrontato con l'assetto normativo nel nostro ordinamento: la de-quotazione non rappresenta una misura "premiata", appropriabile soltanto da un determinato investitore al ricorrere di precise circostanze, ma riflette un interesse *oggettivo* dell'impresa a svincolarsi dai costi e dai vincoli ad essa correlati. In quest'ottica, il ritiro dei titoli non interviene a fronte dell'esercizio di un potere ancorato a circostanze che riguardano il singolo investitore (ad esempio: il raggiungimento da parte dell'offerente, a seguito di un'o.p.a. totalitaria, di una partecipazione di larga maggioranza). Al contrario, esso presidia l'interesse dell'impresa a svincolarsi dall'applicazione di una disciplina gravosa, anche in termini di costi<sup>(65)</sup>.

ii) Sotto il secondo profilo, deve rilevarsi come nell'ordinamento tedesco albergasse in passato la tesi secondo cui la società per azioni aspirerebbe alla quotazione, quale approdo naturale del tipo. Si osservava, in particolare, come la migrazione dallo *status* di non quotata a quello di quotata si lasciasse inquadrare alla stregua di essenza stessa del tipo ("*Kern der AG*") e rispecchiasse la *ratio*

---

<sup>(63)</sup> Proprio in quest'ottica, K. HOPT, H. BAUM, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, cit., p. 420 rilevavano, già prima che la fattispecie trovasse un'espressa disciplina, che "die Möglichkeit des Delisting dazu beiträgt, daß mehr Unternehmen an die Börse gehen, was durchaus im Sinne der Anleger ist".

<sup>(64)</sup> Eventualità che nel tempo giunge perfino a superare in frequenza quella del *delisting* (v. D. ZETZSCHE, *Going Dark under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delistings*, in RTDF, 2013, 4, p. 1 ss.).

<sup>(65)</sup> Il punto emerge con tutta evidenza, là dove si confronti il dettato del § 39, Abs. 2, BörsG con quello del § 39a WpÜG. Ai sensi del primo, "Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen", mentre il secondo dispone che "Nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot sind dem Bieter, dem Aktien der Zielgesellschaft in Höhe von mindestens 95 Prozent des stimmberechtigten Grundkapitals gehören, auf seinen Antrag die übrigen stimmberechtigten Aktien gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung durch Gerichtsbeschluss zu übertragen" (corsivi aggiunti). È allora evidente che il *delisting* delle azioni non rappresenta una misura funzionale a soddisfare le esigenze di un determinato investitore ("l'offerente") a margine di un'operazione di mercato che gli abbia consentito di appropriarsi di certe soglie di capitale, ma un provvedimento accessibile da parte dell'emittente in forza di un oggettivo interesse dell'impresa in tal senso.

legis delle previsioni in materia di società per azioni (“*Normzweck des AktG*”)<sup>(66)</sup>. In quest’ottica, era possibile individuare un percorso di crescita naturale, e cioè quello che si concludeva con l’ammissione delle azioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato<sup>(67)</sup>, rispetto al quale il *delisting* non poteva che rappresentare un evento patologico e, pertanto, ammesso soltanto in presenza di circostanze eccezionali.

Si tratta di una tesi oggi abbandonata. A partire dal riconoscimento, sotto il profilo normativo, della c.d. *kleine AG*<sup>(68)</sup>, il rapporto tra società per azioni quotata e non quotata non è più suscettibile di essere inquadrato alla stregua di una contrapposizione tra regola ed eccezione contraria. In assenza di quotazione, il tipo azionario costituisce uno schema organizzativo idoneo a rispondere alle esigenze di imprese di piccole o medie dimensioni, che scelgano di avvalersi di canali di finanziamento diversi da quello del mercato (regolamentato). Ecco che allora la quotazione perde il connotato di valore in sé, impossibile da eliminare per ragioni di tutela dell’interesse generale, per divenire una vicenda reversibile, là dove l’emittente, per valide ragioni economiche, lo richieda.

Ciò pare, del resto, in linea con quanto emerge dagli studi più recenti sul rapporto tra la società per azioni orientata verso il mercato dei capitali e quella che ne è lontana (“*die kapitalmarktorientierte und kapitalmarktferne Aktiengesellschaft*”), ove si rileva, non diversamente da quanto avviene in altri Paesi europei, che il diritto azionario è sempre più polarizzato sulla coesistenza di due regimi giuridici per due “*Realtypen*”, diversi al punto da sollevare l’interrogativo sul se possa discorrersi di un diritto speciale (“*Sonderrecht*”) delle società quotate<sup>(69)</sup>. È d’obbligo altresì osservare che, sebbene la tesi sia stata avanzata in passato da parte minoritaria della dottrina, i due regimi giuridici non consentono di pensare alla *Börsennotierte AG* come ad un tipo

---

<sup>(66)</sup> Entrambe le espressioni sono tratte da C. CLAUSSEN, *Das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft – und die ersten praktischen Erfahrungen*, in *WM*, 1996, p. 609 ss., spec. p. 619.

<sup>(67)</sup> Parlano di “normtypische Laufrichtung”, L. VOLLMER, A. GRUPP, *Der Schutz der Aktionäre*, cit., p. 467.

<sup>(68)</sup> Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 02.08.1994, BGBl. I, p. 1961. Sull’introduzione della c.d. *kleine AG*, v. nella dottrina italiana, G. B. PORTALE, *La legge azionaria tedesca cinquanta anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 299 ss. Le norme non individuano un nuovo tipo di società, ma si limitano a consentire deroghe statutarie al fine di semplificare la normativa dell’AktG. Cfr. nella dottrina tedesca M. LÜTTER, *Das neue Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrecht*, in *AG*, 1994, p. 429 ss.; U. SEIBERT, *Die Kleine AG*, Köln, 1995, *passim*.

<sup>(69)</sup> B. KROPFF, *Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965*, in W. BAYER, M. HABERSACK (a cura di), *Aktienrecht im Wandel*, Tübingen, 2007, p. 670 ss.

di società e quindi al passaggio di *status* come ad un mutamento di tipo. Il punto è, invero, pacifico<sup>(70)</sup>.

iii) Infine, sotto il terzo profilo, già prima dell'introduzione di una norma espressamente dedicata al *delisting* su richiesta dell'emittente, si osservava come la Borsa, nel pronunciarsi sull'istanza di esclusione degli strumenti, dovesse operare un bilanciamento tra due soli interessi: quello della società quotata ad ottenere il *delisting* dei titoli e quello degli investitori-azionisti *attuali* a continuare a godere dei benefici connessi alla quotazione<sup>(71)</sup>.

Con tale affermazione, si allude, da un lato, al fatto che alla decisione di revoca debbano restare del tutto estranei eventuali incentivi di carattere protezionistico di cui la Borsa potrebbe farsi portatrice nell'intento di salvaguardare le dimensioni del proprio listino azionario, dall'altro, all'esistenza di una cerchia *ben definita* di soggetti, le cui aspettative riguardo la permanenza nel tempo di un luogo di scambio regolamentato dei titoli assumono sì rilevanza per l'ordinamento, ma entro limiti circoscritti. La richiesta di esclusione degli strumenti non si scontra, dunque, con l'interesse di una platea indistinta di investitori a che il mercato dei titoli azionari si sviluppi in senso non asfittico, ma con la fiducia risposta da chi quegli strumenti li ha *già* acquistati nell'esistenza di condizioni regolari di mercato, che assicurino la possibilità di liquidarli *prontamente* e a *condizioni accettabili*.

Si tratta di rilievi che trovano da subito riscontro sul piano normativo: il § 43, Abs. 4, BörsG, introdotto nel 1998, sanciva a chiare lettere che la Borsa avrebbe potuto revocare la quotazione su richiesta della società emittente, a condizione che ciò non contrastasse con la tutela degli investitori<sup>(72)</sup>. Questa formula, rimasta immutata fino al 2015, anche a seguito della sua “migrazione” al § 39, Abs. 2, BörsG, veniva univocamente intesa nel senso di attribuire agli

---

<sup>(70)</sup> Si vedano, per tutti, le considerazioni formulate dal BGH con la sentenza *Frosta* (BGH, 8 ottobre 2013, in *NJW*, 2014, p. 146 ss.).

<sup>(71)</sup> V. ancora K. J. HOPT, H. BAUM, *Börsenrechtsreform in Deutschland*, cit., p. 418.

<sup>(72)</sup> § 43, Abs. 4, BörsG (vecchia formulazione): “Der widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen”. La previsione si limitava ad aggiungere che la decisione di chiedere l'esclusione delle proprie azioni doveva essere pubblicata, a spese della società richiedente, su almeno un quotidiano nazionale e che tra la pubblicazione della richiesta e la produzione dei relativi effetti non doveva trascorrere un tempo superiore a due anni. La *ratio* del riferimento agli interessi degli investitori era chiaramente individuata dalla relazione illustrativa alla neo-introdotta previsione (v. Begr. RegE 3. FMFG, BT Drucks, 13/8933, p. 75: “Die Einschränkung berücksichtigt, daß die Inhaber der Wertpapiere diese in dem Vertrauen erworben haben, die Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt auch wieder an einem organisierten Kapitalmarkt, der gewissen Mindestanforderungen genügt, veräußern zu können”).

emittenti un “diritto” alla de-quotazione, quando l’operazione assicurasse ai titolari di azioni quotate la facoltà del disinvestimento a condizioni *adequate*.

È allora chiaro che, se le condizioni apposte all’ammissione degli strumenti alla negoziazione tutelano un numero indeterminato di investitori, quali futuri potenziali acquirenti dei titoli, assicurando l’ordinato funzionamento del mercato, quelle dettate in relazione all’uscita presidiano, in prima battuta, gli interessi dei titolari degli strumenti oggetto del provvedimento di revoca, e solo indirettamente e “di riflesso” quelli del pubblico.

2.2.1. (segue) Il rilievo pratico dell’operazione e la progressiva elaborazione di forme di tutela obbligatoria dell’investimento azionario

La scelta del legislatore del 1998 di disciplinare il c.d. *reguläres delisting* mediante formulazione di una regola di diritto dei mercati finanziari si legava, per certi versi, alla natura del “bene” oggetto di tutela. Sebbene, infatti, si dibattesse sul se e in che misura il venir meno del mercato di quotazione rilevasse nella prospettiva del diritto societario, non sorprende che la disciplina sia rimasta nel tempo saldamente ancorata al terreno del diritto finanziario. La chiara enunciazione del principio secondo cui unico limite all’interesse dell’emittente alla de-quotazione fosse il contrapposto interesse degli *investitori* alla liquidità e trasparenza del mercato conduceva, per un verso, al “dirottamento” verso il BörsG della competenza a formulare un bilanciamento e, per un altro, alla netta prevalenza del primo interesse sul secondo. L’intenzione di svalutare i riflessi in chiave organizzativa dell’operazione si desumeva altresì dal decentramento della stessa dal canale assembleare.

Dalla lettura della relazione illustrativa al dettato del § 43, Abs. 4, BörsG (oggi abrogato) emergono due elementi di sicuro interesse.

Il primo riguarda la rilevanza pratica che il sistema attribuisce alla fattispecie della richiesta di esclusione “pura e semplice”, sin dalla sua introduzione. Essa si indirizza principalmente verso le operazioni di *migrazione* delle negoziazioni, tanto su un diverso mercato regolamentato, quanto su uno privo di tale qualifica, e di *delisting* da parte di emittenti esteri. Il presupposto di una siffatta impostazione si rinviene, soprattutto a seguito della formulazione nell’AktG di un diritto di *squeeze-out*, nell’idea secondo cui siano le operazioni di ristrutturazione o di consolidamento delle partecipazioni quelle meglio deputate ad assolvere agli interessi in gioco, là dove finalità della transazione sia quella di un abbandono definitivo delle negoziazioni sui titoli. Al contrario, spetta al diritto finanziario codificare una disciplina che consenta all’emittente, anche straniero, di mutare il mercato di quotazione, là dove esso non si mostri più rispondente ai suoi *desiderata*. E

ciò anche al fine di garantire la competitività e l'attrattività dello stesso, in una prospettiva internazionale<sup>(73)</sup>.

Il secondo elemento si lega, invece, al modello di tutela. È infatti da subito chiara l'intenzione di assicurare rilievo preminente all'interesse dell'emittente alla de-quotazione, riqualificando quello degli investitori nelle forme di un *exit a condizioni adeguate*. Un approccio che si lega ad un ulteriore proposito, ossia: quello di *graduare* "l'intensità" di siffatte prerogative indennitarie, a seconda delle effettive conseguenze dell'operazione sul valore di scambio e sui costi di gestione dell'investimento azionario<sup>(74)</sup>. Qualora al *delisting* segua l'ammissione su un diverso mercato regolamentato nazionale, la revoca potrebbe anche intervenire in assenza di alcun indennizzo; maggiori tutele sono invece auspiccate per l'ipotesi in cui al *delisting* si accompagni il trasferimento su un mercato non regolamentato e, con esso, la perdita della liquidità e delle cautele assicurate dall'applicazione del BörsG e dello statuto della *Börsennotierte AG*.

Già da queste prime indicazioni emergono i valori ancora oggi fondanti la disciplina in materia. Alla volontà dell'emittente di liberarsi dalla quotazione si contrappone la fiducia riposta da chi gli strumenti li ha già acquistati nella futura possibilità di disporne alle condizioni offerte dall'esistenza di un mercato liquido e regolamentato. Nel bilanciamento tra i due interessi, il secondo recede innanzi al primo, attesa la sua riqualificazione in termini di mera possibilità di conseguire la liquidazione dell'investimento "a condizioni adeguate".

Nel quadro di cui sopra, l'ampio dibattito che ha coinvolto la giurisprudenza e la dottrina tedesche a partire dalla celebre sentenza *Macrotom* fino alle modifiche apportate al sistema della riforma del 2015, ha riguardato due aspetti, per certi versi legati tra loro: *i*) da un lato, l'idoneità della disciplina, così come originariamente formulata, ad offrire sufficiente protezione agli investitori; *ii*) dall'altro, la rilevanza nell'ottica del diritto societario di un'operazione di *delisting* e la conseguente possibilità di ricorrere ad istituti interni alla disciplina azionaria per tutelare la posizione della minoranza.

---

<sup>(73)</sup> Begr. RegE 3. FMFG, BT Drucks, 13/8933, p. 75: "Die vorgesehene Regelung [...] berücksichtigt so, daß sich Beschränkungen bei einem Marktaustritt zugleich als kapitalmarktpolitisch unerwünschte Marktzutrittsschranken auswirken können, und stellt damit einen Beitrag zur Förderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland dar"

<sup>(74)</sup> V. ancora Begr. RegE 3. FMFG, BT Drucks, 13/8933, p. 75: "Diese Regelungen dienen der Rechtssicherheit. Sie ermöglichen zugleich den Börsen, den einzelnen Fallgruppen eines De-Listings in *abgestufter* Form Rechnung zu tragen. [...] Die vorgesehene Regelung orientiert sich an der internationalen Praxis. Ausländische Kapitalmärkte ermöglichen Emittenten regelmäßig einen Rückzug, sofern keine zwingenden Gründe entgegenstehen und insbesondere den Interessen der Anleger an einer Möglichkeit zur *adäquaten Veräußerung* einmal erworbener Wertpapiere Rechnung getragen wird" (corsivi aggiunti).

Sotto il primo profilo, la norma, anche a seguito della sua “migrazione” al § 39, Abs. 2, BörsG si limitava ad evocare quali fossero i termini del bilanciamento, delegando tuttavia ai regolamenti delle singole Borse la scelta in ordine al peso da attribuire a ciascuno di essi. Il che lasciava irrisolto il quesito relativo al concreto significato sotteso alla “congruità” del disinvestimento.

Sotto il secondo profilo, il diritto societario contemplava già da tempo uno strumento di *exit* - l'*Abfindung* - riconosciuto ai soci in occasione di operazioni espressamente individuate, ove la posizione corporativa potrebbe vedersi modificata al punto da rendere non più conveniente il mantenimento della partecipazione, alla luce delle aspettative originarie<sup>(75)</sup>. In questo caso, la liquidazione assicura al socio recedente la percezione del *pieno valore* delle azioni. Si tratta di uno strumento che trovava già applicazione al *delisting*, qualora l'esclusione si sovrapponesse ad una di quelle operazioni, ma che *di per sé* non interessava la nostra materia. Di qui il quesito relativo alla sua rilevanza per una vicenda che al tempo trovava il proprio fondamento nella dimensione del mercato finanziario.

I due aspetti hanno conservato nel tempo più di un punto di contatto. L'esperienza tedesca mostra infatti, forse meglio di ogni altra, come una riduzione del problema ad una sistematica ripartizione tra “mercato” e “corporazione” finisca per disconoscere la naturale intersezione tra le due discipline. Non si tratta di contrapporre tra loro due modelli, ma, piuttosto, di capire come essi possano tendere insieme alla realizzazione di un obiettivo unitario. Istituti offerti dal diritto societario possono infatti essere piegati al perseguimento di finalità legate alla dimensione del mercato, così come strumenti appartenenti all'ordinamento dei mercati possono rispondere ad esigenze sorprendentemente affini a quelle della disciplina societaria. Il tutto sul presupposto che “*fra le stesse esiste un rapporto di strumentalità generalmente riconosciuto, nel senso che il rafforzamento dell'una favorisce l'efficacia dell'altra*”<sup>(76)</sup>.

In quest'ottica, è paradigmatica l'evoluzione del sistema da un modello di tutela inizialmente incentrato sull'emittente e sul suo interesse alla de-quotazione ad uno fondato sulla previsione di rimedi tipicamente risarcitori dell'investimento azionario. È, infatti, in questa direzione che deve leggersi sia l'introduzione nel 2007 nell'UmwG di una fattispecie di recesso precipuamente volta a tutelare il socio dalla perdita dell'*agevole liquidabilità* del titolo; sia la riforma nel 2015 del BörsG, al fine di precisare che il disinvestimento in caso di *delisting* può ritenersi adeguato solo là dove sia escluso lo scenario della liquidazione a condizioni penalizzanti.

---

<sup>(75)</sup> V. ampiamente, *infra*, cap. 1, par. 4.1.

<sup>(76)</sup> Il virgolettato in R. COSTI, *Il governo societario delle società quotate: tra ordinamenti dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1, 1998, p. 65 ss.

Per comprendere al meglio le tappe di questa evoluzione è allora indispensabile muovere dal “seme della discordia”, ossia: dai modelli originariamente elaborati dalle Borse in attuazione del dettato del § 43, Abs. 4, BörsG. È in quella sede che nascono e si sviluppano gli strumenti di tutela ancora oggi accolti dalla disciplina, pur con graduazioni differenti. I limiti sottesi a quell'impostazione ci consentiranno di comprendere le ragioni che hanno animato gli interventi giurisprudenziali volti a colmare le lacune della disciplina di mercato guardando proprio al diritto azionario e alle norme in materia di *Abfindung*. Interventi che hanno “guidato” il legislatore nella ridefinizione del quadro normativo applicabile, tanto in materia di *kaltel delisting*, quanto di *reguläres delisting*.

### **3. I modelli di tutela originariamente elaborati dai regolamenti di mercato. Confronto, ragioni di selezione e limiti**

Come detto, fino alla riforma del 2015, la disciplina in materia di *reguläres delisting* si limitava ad enunciare quali fossero i termini del bilanciamento, delegando poi ai regolamenti delle Borse la scelta in ordine al grado di protezione da riservare a ciascuno degli interessi in gioco<sup>(77)</sup>.

La scelta è da subito ricaduta su un modello di tutela puramente *patrimoniale*. Non si tratta, invero, di un risultato sorprendente, se si considerano due elementi: per un verso, il § 119, Abs. 1, AktG non consentiva ai regolamenti di mercato di *imporre* un obbligo di delibera assembleare in materia di *delisting*<sup>(78)</sup>; per un altro, la *ratio* sottostante all'apposizione di limiti all'uscita dal mercato si rintracciava nella volontà di assicurare agli investitori un diritto al disinvestimento a condizioni adeguate (concetto sintetizzabile con l'espressione: “*dulde und liquidiere*”).

---

<sup>(77)</sup> V. § 43, Abs. 4, S. 5, BörsG (vecchia formulazione). Non deve dimenticarsi che al tempo in cui la previsione faceva il proprio ingresso nel sistema, il *delisting* costituiva un fenomeno di dimensioni e rilievo ben diverso da quello attuale. L'esigenza di assicurare una disciplina alla fattispecie non dipendeva da un preteso *deficit* di protezione degli investitori, ma dall'intenzione di costruire un sistema biunivoco, che attribuisse rilievo alla volontà dell'emittente tanto in fase di ammissione, quanto in quella di esclusione.

<sup>(78)</sup> La tassativa enumerazione delle materie rientranti nella competenza assembleare (§ 119, Abs. 1, AktG) escludeva che la previsione potesse presentare natura diversa rispetto a quella di una mera opzione per la società emittente, funzionale a segnalare la compatibilità dell'operazione con il limite della tutela degli investitori (cfr. G. SPINDLER, *sub § 119*, in K. SCHMIDT, M. LUTTER (a cura di), *Aktiengesetz, Kommentar*, Band I, München, 2015, p. 1890; M. BRELLOCHS, *Der Rückzug von der Börse nach “Frosta” – Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen*, in *AG*, 2014, p. 633 ss., spec. p. 639).

L'utilità pratica di tale misura dipendeva tuttavia in misura decisiva dalle *condizioni* di uscita. Se il limite all'autonomia della società risiede nel riconoscimento in favore dei suoi azionisti "esterni" di un diritto al disinvestimento, l'interrogativo che si pone da subito riguarda proprio la misura del valore ad essi spettante.

Le scelte regolamentari si distinguevano, in una prima fase, per la coesistenza nel sistema di due soluzioni alternative, fondate: *i)* l'una sulla previsione di un mero termine di preavviso; *ii)* l'altra sulla subordinazione dell'accoglimento della richiesta al deposito di un'offerta di acquisto delle azioni oggetto di *delisting*.

Alla luce dell'evoluzione successiva della normativa è utile spendere alcune parole su entrambi gli strumenti.

### 3.1. Il termine di preavviso (c.d. Fristenlösung)

Rientrano nella c.d. *Fristenlösung* tutte quelle previsioni regolamentari che affidavano la tutela degli investitori alla previsione di un congruo termine temporale tra l'annuncio dell'operazione e la definitiva esclusione degli strumenti. Le soluzioni variavano tuttavia notevolmente da Borsa a Borsa, quanto al significato da riconoscersi all'attributo della congruità.

Il Regolamento della Borsa di Francoforte finiva per assicurare al *delisting* efficacia *immediata*, qualora all'esito della transazione la società mantenesse (o trasferisse) la quotazione su un diverso mercato regolamentato nazionale; imponeva invece il decorrere di tre o sei mesi, a seconda che il *delisting* fosse funzionale al trasferimento delle negoziazioni su un mercato regolamentato estero o ad un abbandono definitivo<sup>(79)</sup>. Nel Regolamento della Borsa di Monaco la durata del termine saliva ad un massimo di uno o due anni rispettivamente nelle ipotesi di trasferimento delle negoziazioni (anche verso un'altra Borsa nazionale) o di *delisting* in senso stretto<sup>(80)</sup>.

Il diffuso ricorso da parte dei regolamenti a questa soluzione, specialmente dopo l'introduzione nel 2002 di una disciplina organica in materia di o.p.a., aveva sollevato ampie critiche da parte della dottrina<sup>(81)</sup>, che ne metteva in luce l'inidoneità - in assenza di contestuale ammissione alle negoziazioni su un diverso mercato regolamentato - a garantire agli investitori la possibilità di

---

<sup>(79)</sup> Cfr. § 49, Abs. 1-3, BörsO Frankfurt (vecchia formulazione), consultabile in C. VON BERG, *Der Marktrückzug*, cit., p. 504.

<sup>(80)</sup> Cfr. § 51, Abs. 1-3, BörsO München (vecchia formulazione), consultabile in C. VON BERG, *Der Marktrückzug*, cit., p. 505.

<sup>(81)</sup> Cfr. G. STREIT, *Delisting Light – Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse*, in ZIP, 2003, p. 1279 ss.; H. WILSING, T. KRUSE, *Die Änderung des § 54a BörsO Ffm: Ein Schritt in die Richtige Richtung?* in NZG, 2002, p. 807 ss., spec. p. 809.

liquidare la partecipazione senza incorrere in un inevitabile crollo del valore di scambio del titolo, indotto dall'annuncio dell'operazione di *delisting*<sup>(82)</sup>. L'analisi investiva tuttavia solo di rado il profilo della conformità di siffatta tecnica di tutela con la *ratio* sottesa al § 39, Abs. 2, BörsG e la portata del riferimento ivi contenuto agli interessi degli investitori<sup>(83)</sup>.

Eppure il problema non pare di rilievo secondario: una cosa è declinare l'interesse al disinvestimento nelle forme di un diritto alla liquidazione della partecipazione a condizioni non penalizzanti, prevenendo così il rischio di un deterioramento del valore di mercato dei titoli in conseguenza dell'operazione; altra cosa è assicurare una mera *chance* di liquidazione, che incorpora in sé la possibilità di un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento direttamente connesse all'annuncio del *delisting*.

Come emerge dall'analisi della relazione illustrativa, *ratio* della previsione di cui al § 39, Abs. 2, BörsG era proprio quella di assicurare agli investitori la possibilità di effettuare il disinvestimento a condizioni "adeguate"<sup>(84)</sup>. Si tratta di una formula che richiama alla mente il concetto di "*angemessene Abfindung*", caratterizzante il corpo centrale delle ipotesi di *exit* offerte agli azionisti esterni nelle situazioni tipizzate dal diritto societario. In quel caso, lo vedremo, il silenzio del dato normativo in relazione all'accezione da riconoscersi all'attributo della adeguatezza è soltanto apparente, dal momento che, a partire dal notissimo caso *Feldmühle* del 1962<sup>(85)</sup>, esso ha acquistato un significato ben definito e da tempo parte del sistema del disinvestimento di carattere endosocietario. In particolare, si ritiene adeguata una liquidazione basata "*auf dem wahren Wert des Unternehmens als lebende wirtschaftliche Einheit unter Auflösung der stillen Reserven und unter Berücksichtigung des inneren Geschäftswertes, des Goodwill*"<sup>(86)</sup>, in ragione della sua funzionalità ad attribuire al socio un valore corrispondente a "*was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen ist*". La

---

<sup>(82)</sup> V. H. HENZE, *Voraussetzungen und Folgen des Delisting*, in R. DAMM, P. HEERMANN, R. VEIL (a cura di), *Festschrift für Thomas Raiser*, München, 2005, p. 144 e ss., spec. p. 152 e ss.

<sup>(83)</sup> Alcuni spunti in merito si ritrovano in H. BOTH, *Delisting, Eine Analyse der kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des vollständigen Rückzugs von den deutschen Wertpapierbörsen*, Regensburg, 2006, p. 118 ss, che giunge ad un giudizio di incompatibilità; *contra* M. HABERSACK, *Beendigung der Börsenzulassung*, in M. HABERSACK, P. MÜLBERT, M. SCHLITT (a cura di), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 2013, p. 1300 ss.

<sup>(84)</sup> Begr. RegE 3. FMFG, BT Drucks, 13/8933, p. 75.

<sup>(85)</sup> BVerfGE 14, p. 284 (sentenza *Feldmühle*).

<sup>(86)</sup> Cit. H. SCHINDLER, *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften*, München, 1999, p. 125. Cfr. BGH, 13.03.1978 - II ZR 142/76, in BGHZ 71, p. 40 (sentenza *Kali & Salz*).

percezione di un valore inferiore a quello intrinseco sarebbe, pertanto, “*rechtswidrig*”, poiché incompatibile con la *ratio* della tutela<sup>(87)</sup>.

La scelta di rimettere al diritto dei mercati la disciplina in materia di *delisting* segnava, da un lato, la volontà di svalutarne i riflessi in chiave organizzativa, affrancando così il *quantum* della liquidazione dal criterio del “*volle wert*”; dall’altro non chiariva, tuttavia, quale fosse il grado minimo di protezione da assicurare, al di sotto del quale le previsioni regolamentari sarebbero risultate “*rechtswidrig*”.

Sebbene, come detto, la dottrina criticasse la scelta delle Borse di ricorrere allo strumento del termine di preavviso, non si spingeva fino al punto di ritenerlo incompatibile con gli interessi oggetto di tutela. In quest’ottica, prevaleva la visione secondo cui l’adeguatezza dovesse misurarsi in rapporto all’idoneità dello strumento a migliorare lo *status quo* dell’investitore rispetto all’ipotesi di revoca priva di qualsivoglia forma di protezione<sup>(88)</sup>. E ciò poteva dirsi vero, là dove se ne valorizzava la capacità di impedire che l’operazione producesse immediatamente i propri effetti, concedendo agli investitori un congruo periodo di tempo per liberarsi delle azioni sul mercato ed alle condizioni da questo offerte<sup>(89)</sup>.

Il quadro complessivo si fa ancora più chiaro se si considerano gli effetti della previsione nella prospettiva della società. Il maggior grado di liberalità del sistema era infatti funzionale a semplificare le operazioni di abbandono del mercato, riducendone i costi e lasciando spazio agli emittenti per offrire agli investitori l’opzione dell’acquisto dei titoli ad un prezzo predefinito. In assenza di un obbligo in tal senso, la scelta di affiancare alla richiesta di revoca un’offerta di acquisto delle azioni consentiva alle società di segnalare al mercato la presenza di legittime ragioni economiche a fondamento dell’operazione, salvaguardando gli investitori dal rischio di incorrere in un crollo del valore di scambio dei titoli. Da questo punto di vista, la mera facoltatività dell’offerta portava con sé il pregio di far emergere quelle transazioni effettuate per scopi puramente speculativi, nell’ambito delle quali l’iniziatore profittava dell’ulteriore e deciso ribasso dei corsi azionari, ma lasciava gli investitori *de facto* privi di tutele a fronte di siffatte condotte.

Si noti, infine, che l’introduzione di un mero termine di preavviso accentuava, nella prospettiva dell’emittente, la diversità in termini di cautele procedurali e costi tra una procedura di *squeeze-out* ed una di *delisting* in senso stretto.

---

<sup>(87)</sup> Si veda ancora H. SCHINDLER, *Das Austrittsrecht*, cit., pp. 134-135, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>(88)</sup> Cfr. C. VON BERG, *Der Marktrückzug*, cit., p. 293.

<sup>(89)</sup> Il limite massimo di due anni allora posto dal § 39, Abs. 2, S. 4, BörsG rispondeva ad evidenti esigenze di certezza del diritto.

### 3.2. L'offerta di acquisto delle azioni oggetto di delisting (c.d. Abfindungslösung)

Ben superiore era il livello di protezione accordato agli investitori dalla c.d. *Abfindungslösung*. Lo strumento non riguardava le operazioni di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato regolamentato (nazionale o europeo), per le quali si richiedeva un mero preavviso, ma soltanto quelle che avrebbero comportato un abbandono dello *status* di *Börsennotierte AG*. L'imposizione in capo all'iniziatore dell'operazione dell'obbligo di depositare un'offerta di acquisto delle azioni oggetto di *delisting*, a differenza del mero termine di preavviso, spostava il rischio di un deterioramento del valore di mercato dei titoli sull'emittente. Lo strumento, in altre parole, neutralizzava, nella prospettiva degli investitori, l'eventualità che la scelta di abbandono del mercato assunta dalla società potesse condurre allo scenario di un disinvestimento "penalizzante". In quest'ottica, il *delisting* comportava per l'acquirente soltanto il rischio di non poter liberamente scegliere il momento a sé più favorevole per cedere i titoli<sup>(90)</sup>, atteso che la richiesta avanzata dall'emittente lo avrebbe posto innanzi all'alternativa di liquidare a condizioni non penalizzanti ovvero di subire le conseguenze della transazione. Il disinvestimento, pur non avvenendo a condizioni *ottimali*, e cioè a quelle valutate dall'investitore come più profittevoli, non scontava il potenziale deprezzamento dei titoli indotto dall'istanza di esclusione.

È interessante evidenziare che tale soluzione era stata inizialmente adottata da tutti i regolamenti, compreso quello della Borsa di Francoforte<sup>(91)</sup>. Nella concreta formulazione della previsione si distinguevano, tuttavia, due modelli: *i)* nella quasi totalità dei casi, il deposito di un'offerta di acquisto delle azioni integrava una fattispecie di *presunzione* di conformità della richiesta di *delisting* agli interessi degli investitori ovvero, secondo un'impostazione solo parzialmente difforme, costituiva l'ipotesi di *default*<sup>(92)</sup>; *ii)* solo in un caso l'offerta rappresentava la *condicio sine qua non* al fine di ottenere l'esclusione degli strumenti<sup>(93)</sup>.

---

<sup>(90)</sup> Elemento invero centrale per l'investitore, considerato che funzione delle *trading venues* è proprio quella di attrarre liquidità sugli strumenti trattati, al fine di dar vita ad un mercato ove gli investitori siano liberi di negoziare quando lo vogliono (Cfr. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., p. 426).

<sup>(91)</sup> Cfr. G. STREIT, *Delisting Light*, cit., p. 1283, che riporta la formulazione del § 54a del Regolamento della Borsa di Francoforte anteriore al 2002, ove si leggeva "[...] Der Schutz der Anleger steht einem Widerrufs insbesondere dann nicht entgegen, wenn [...] den Inhabern der Wertpapiere ein Kaufangebot unterbreitet wird. Der Preis für das Kaufangebot muss in einem angemessenen Verhältnis zum höchsten Borsenpreis der letzten sechs Monate vor Stellung des Antrages auf Widerruf der Zulassung stehen".

<sup>(92)</sup> Cfr. § 51, Abs. 2, BörsO München e § 51, Abs. 2, BörsO Berlin (vecchie formulazioni), ove si leggeva "Dem Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten steht der Schutz der Anleger *insbesondere* nicht

La diversità di approcci si rifletteva ancora una volta sull'equilibrio tra interessi della società e degli investitori. Nel primo caso, il mancato deposito dell'offerta non pregiudicava, *di per sé*, la possibilità per l'emittente di abbandonare il mercato, ma faceva venir meno la *garanzia* che la richiesta di revoca avrebbe ottenuto un riscontro positivo; nel secondo caso, si assicurava agli investitori che il *delisting* non sarebbe mai intervenuto a condizioni penalizzanti.

Anche in relazione alla *Abfindungslösung* si riproponevano le questioni valutative già evidenziate con riguardo alla protezione offerta dal mero preavviso, in termini tuttavia parzialmente diversi. Se in quel caso, infatti, la compatibilità dello strumento con la *ratio* del § 39 BörsG si misurava in rapporto alla sua idoneità ad assicurare agli investitori una tutela *quantomeno* apprezzabile, in questa ipotesi il problema si poneva, al contrario, in un'ottica di *proporzionalità* tra mezzi e fini.

Con riguardo al *quantum* della liquidazione, alcuni regolamenti non contenevano alcuna indicazione<sup>(94)</sup>, mentre altri facevano riferimento alle condizioni prescritte dal § 31 WpÜG e dunque all'offerta di un "*angemessene Gegenleistung*" che tenesse in considerazione "*der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der [...]gesellschaft und Erwerbe von Aktien der [...]gesellschaft durch den Bieter, mit ihm gemeinsam handelnder Personen oder deren Tochterunternehmen*"<sup>(95)</sup>.

L'offerta salvaguardava in ogni caso la minoranza dall'eventualità di una liquidazione penalizzante, assumendo a parametro di riferimento il valore medio di scambio del titolo nel periodo antecedente al deposito della richiesta, oltre che gli eventuali acquisti effettuati dall'offerente e dai suoi concertisti sul mercato. Lo strumento si differenziava così dalla mera *chance* di vendita a condizioni di mercato sotto due profili sostanziali: *i*) per un verso, guardava al valore di mercato del titolo, soltanto a condizione che questo potesse ritenersi significativo; *ii*) per un altro, spostava il costo del *delisting* sull'iniziatore dell'operazione.

Sotto il primo profilo, gli investitori potevano fare affidamento non solo sulla corresponsione di un prezzo depurato dagli effetti della transazione, ma, nell'ipotesi in cui la liquidità fosse compromessa al punto da non consentire più di operare una valutazione attendibile, avrebbero

---

entgegen [...]”, introducendo così una presunzione di conformità della richiesta accompagnata dal deposito di un'offerta di acquisto alle condizioni dettate; un esempio di previsione formulata in chiave di ipotesi di *default* era rappresentata dal § 42, Abs. 2, BörsO Hamburg/Hannover (vecchia formulazione), ai sensi del quale: “Der Schutz der Anlegern steht einem Widerruf der Zulassung *in der Regeln* nicht entgegen [...]”.

<sup>(93)</sup> V. § 56, Abs. 4, BörsO Düsseldorf (vecchia formulazione), ove si ricorreva all'espressione “ein Widerruf der Zulassung [darf] *nur erfolgen, wenn* [...]”, escludendo così che la revoca potesse intervenire in presenza di condizioni diverse da quelle dettate dal regolamento.

<sup>(94)</sup> § 51, Abs. 2, BörsO Berlin (vecchia formulazione).

<sup>(95)</sup> § 56, Abs. 4, BörsO Düsseldorf (vecchia formulazione).

percepito un valore potenzialmente superiore a quello realizzabile sul mercato, in quanto basato sul criterio del *Unternehmenswert*<sup>(96)</sup>. E quest'ultima è un'eventualità tutt'altro che rara, considerata la natura dell'operazione in esame.

Sotto il secondo profilo, l'*an* e il *quantum* dell'acquisto dei titoli ancora ricompresi nel flottante non erano più liberamente negoziabili tra le parti, in quanto soggetti a condizioni predefinite. Diversamente da quanto previsto oggi, tuttavia, l'effettiva portata di questi vincoli dipendeva in larga parte dal se il lancio dell'offerta fosse o meno *condicio sine qua non* per la buona riuscita dell'operazione. Solo in caso positivo, infatti, alla minoranza si assicurava il diritto ad un disinvestimento a prezzo amministrato.

Si noti, infine, che i regolamenti non specificavano quale fosse il soggetto su cui dovesse ricadere il peso economico del disinvestimento. Ciò, del resto, agevolava la buona riuscita dell'operazione ed era coerente con la finalità dell'istituto: chi sia la persona offerente è un fattore sostanzialmente irrilevante *ex latere socii*. La collocazione della norma all'interno del regolamento portava però con sé un limite evidente: qualora la richiesta di revoca potesse trovare accoglimento *soltanto* a condizione che agli investitori fosse offerto l'acquisto dei titoli, tale obbligo non poteva che ricadere sulla società emittente, in qualità di parte destinataria del provvedimento di ammissione. Era dunque escluso che l'azionista di controllo o un terzo potessero essere vincolati, residuando naturalmente lo spazio per il deposito di un'offerta su base volontaria<sup>(97)</sup>.

Delle due soluzioni non appena illustrate, la *Fristenlösung* finiva per essere quella preferita, non solo dalla Borsa di Francoforte, ma anche da alcune altre Borse regionali. È interessante osservare che tale scelta avveniva in forza di un'argomentazione alquanto singolare: essa non si basava, quantomeno espressamente, su ragioni di efficienza, ma dipendeva dall'entrata in vigore nel 2002 di una disciplina organica in materia di o.p.a. Si riteneva, in sostanza, che l'introduzione dell'o.p.a. obbligatoria in materia di acquisto del controllo e la previsione di un *Grenzenpreis* per la

---

<sup>(96)</sup> § 5, Abs. 4, WpÜG-AngV. La previsione potrebbe leggersi nel senso della corresponsione agli investitori di un prezzo perfino superiore a quanto loro spetterebbe ovvero come distribuzione di un plus-valore che il mercato non sarebbe più capace di far emergere.

<sup>(97)</sup> LG München I, in ZIP, 1999, p. 2017 ss., spec. p. 2021 (sentenza *Macrotan*). A ciò si legava un secondo limite, imposto dalle previsioni in materia di acquisto di azioni proprie (§§ 71 ss., AktG).

promozione di offerte funzionali al raggiungimento di detta soglia, assicurassero risposta anche alle istanze di tutela legate alle operazioni di *delisting*<sup>(98)</sup>.

La tesi non sembra potersi condividere, là dove postula una necessaria correlazione tra acquisto del controllo e abbandono del mercato di quotazione. Il paradigma di tutela offerto da quelle previsioni può invero subentrare, qualora iniziatore dell'operazione sia un *outsider*, ma non riguarda le ipotesi, ben più frequenti, ove il *delisting* intervenga in relazione a società caratterizzate dalla presenza, ormai consolidata nel tempo, di uno o più azionisti di controllo.

#### **4. Il ruolo della giurisprudenza nella ricostruzione della disciplina: il “problema” del *delisting* tra diritto azionario e diritto dei mercati finanziari**

L'influenza esercitata della giurisprudenza in materia di *delisting* non stupisce se si considera l'importanza rivestita dalla stessa fino ai primi anni duemila per lo sviluppo del diritto societario e finanziario tedesco. La sostanziale inattività del legislatore in materia, protrattasi fino ai primi interventi di modernizzazione del BörsG alla fine degli anni novanta, aveva lasciato spazio ad un'intensa opera di *rechtsfortbildung* da parte dei giudici del BGH, volta a colmare le lacune del sistema. Le sentenze *Macroton*<sup>(99)</sup> e *Holz Müller*<sup>(100)</sup> costituiscono forse i casi più noti dell'attività interpretativa della corte, ma molte sono le pronunce con cui i giudici hanno inteso incrementare il grado di protezione accordato alla minoranza o rafforzare il ruolo dei soci rispetto a quello degli amministratori. E ciò non solo nel contesto del diritto societario, ma anche in relazione a questioni attinenti alla dimensione del mercato finanziario: si pensi, per tutte, alla elaborazione di una forma di responsabilità contrattuale da prospetto, prima che la stessa venisse adottata dal legislatore<sup>(101)</sup>.

Con riguardo al *delisting*, deve fin d'ora avvertirsi che un “problema” di tutela non si è mai posto in relazione alle operazioni di migrazione delle negoziazioni su un diverso mercato regolamentato (nazionale o europeo), ma soltanto con riguardo alle richieste di esclusione funzionali ad abbandonare lo *status* di società per azioni quotata e il più generale assetto della disciplina legato al carattere regolamentato della *trading venue*. Si tratta di un elemento che si lega a stretto filo con il

---

<sup>(98)</sup> W. BAYER, *Aktionärschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber*, in ZIP, 2015, p. 853 ss.; H. BECK, O. HEDTMANN, *Ausgewählte Rechtsfragen des börsenrechtlichen Delistings, zugleich Anmerkung zum Urteil des VG Frankfurt a.M. NJOG 2002*, in BKR, 2003, p. 190 ss., spec. pp. 197-198.

<sup>(99)</sup> BGH, 25 novembre 2002 - II ZR 133/01, in NJW 2003, p. 1032.

<sup>(100)</sup> BGH, 25.02.1982 - II ZR 174/80, in BGHZ 83, p. 122.

<sup>(101)</sup> BGHZ 79, p. 337 ss.

progressivo sviluppo dei sistemi multilaterali di negoziazione, segmenti alternativi funzionali ad assicurare un accesso semplificato e a costi ridotti al mercato azionario, ma caratterizzati al tempo da bassi livelli di liquidità e scarsità di tutele.

Il primo intervento del BGH risale al 2002 e si colloca in un contesto in cui i regolamenti di mercato avevano ormai abbandonato la c.d. *Abfindungslösung* per sostituirla con la previsione di un mero termine di preavviso<sup>(102)</sup>. La volontà di salvaguardare la minoranza rispetto al rischio di una liquidazione penalizzante spingeva i giudici a polarizzare la riflessione intorno alla rilevanza in chiave organizzativa delle modifiche indotte da un'operazione di revoca della quotazione. Considerati gli evidenti limiti della tutela assicurata al tempo dalla disciplina di mercato<sup>(103)</sup>, l'attenzione si spostava sul diritto societario, per individuare in quel contesto meccanismi di protezione *ulteriori* rispetto a quello offerto dal BörsG<sup>(104)</sup>.

Si parlava, al riguardo, di una vera e propria *gesellschaftsrechtliche Ergänzung* del diritto finanziario, mediante la quale si intendeva: *i*) attribuire ai soci, e non agli amministratori, la competenza a decidere in merito alla richiesta di *delisting*; e *ii*) prevedere un *exit* in favore della minoranza, nelle forme di un vero e proprio diritto di recesso non scritto ("*ungeschriebenes Abfindungsrecht*")<sup>(105)</sup>.

Dei due strumenti, era soprattutto il secondo a rappresentare, anche nella prospettiva accolta dalla dottrina, un elemento essenziale di tutela<sup>(106)</sup>.

---

<sup>(102)</sup> V. *supra* cap. 1, par. 3.

<sup>(103)</sup> Cfr. H. HARTWIG, *Voraussetzungen und Folgen des Delisting*, in R. DAMM, P. HEERMANN, R. VEIL (a cura di), *Festschrift für Thomas Reiser*, München, 2005, p. 145 ss, spec. p. 153: "Es ist allgemein bekannt, dass unmittelbar nach Bekanntwerden des Delistingvorhabens ein Kursfall der Aktien eintritt. Dem Anleger ist es unter diesen Umständen unmöglich, den Wert seines Investments zu realisieren". E in dottrina poteva dirsi indiscusso il principio secondo cui "Wer nach dem Börsenaustritt nicht länger als Aktionär in der Gesellschaft verbleiben will, muß die Möglichkeit haben, sich gegen angemessen Ausgleich von seinen Anteilen zu trennen" [cit. D. KLEINDIEK, "*Going Private*" und *Anlegerschutz*", in H. WESTERMANN, K. MOCK (a cura di), *Festschrift für Gerold Bezzemberger*, Berlin, 2000, p. 653 ss, spec. p. 665].

<sup>(104)</sup> BGHZ 153, p. 56 (sentenza *Macroton*) ove si legge "Das Kapitalmarktrecht schließt [...] nicht aus, dass den Minderheitsaktionären durch das Delisting ein vermögensrechtlicher Nachteil entsteht. Dieser muss somit durch Gewährung eines gesellschaftlichen Minderheitenschutzes ausgeschlossen werden".

<sup>(105)</sup> Sulla possibilità di configurare un diritto di recesso non scritto, v. ampiamente L. KLÖHN, *Das System*, cit., p. 290 ss; cfr. altresì H. SCHINDLER, *Austrittsrecht*, cit., p. 177 ss.

<sup>(106)</sup> Cfr. in una prospettiva *de lege ferenda*, M. LUTTER, *Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt*, in M. LIEB, U. NOAK, H. WESTERMANN (a cura di), *Festschrift für Wolfgang Zöllner*, Band 1, Köln, 1998, p. 363 ss.; spec. p. 381 ss.; H. HELLWIG, *Möglichkeit einer Börsenreform*, cit., p. 800 ss.; K. HOPT, *Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz*, in J. BASEDOW, K. HOPT, H. KÖTZ (a cura di), *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, 1998, p. 525 ss., spec. p. 537 ("rechtspolitisch zu überlegen"). Anche chi non condivideva l'opportunità di ricorrere ad uno strumento di *exit* endosocietario, rilevava la necessità di accordare agli investitori protezione rispetto al rischio di un disinvestimento penalizzante, sollecitando il legislatore ad

#### 4.1. Il diritto di recesso nel sistema tedesco

L'*Abfindung* costituisce uno strumento la cui funzione risulta del tutto assimilabile a quella del nostro diritto di recesso. Alla base della fattispecie si suole rintracciare la seguente considerazione: il legislatore tedesco ha inteso attribuire agli azionisti “esterni” la possibilità del disinvestimento in alcune ipotesi espressamente individuate, ove il potere conformativo della maggioranza finirebbe per incidere sugli interessi della minoranza, al punto da comportare per quest’ultima il venir meno “*der gesellschaftsvertraglichen Geschäftsgrundlage*”<sup>(107)</sup>.

In particolare, la modifica sostanziale (“*Wegfall*”) di alcuni presupposti che l’ordinamento assume come fondanti l’adesione al contratto sociale (“*Geschäftsgrundlage*”) apre la strada al riconoscimento in favore degli azionisti esterni (“*außenstehende Aktionäre*”) di un diritto alla liquidazione della partecipazione a condizioni adeguate (“*angemessene Abfindung*”) <sup>(108)</sup>.

Tale diritto è previsto in occasione di alcune operazioni straordinarie<sup>(109)</sup>, dinnanzi a vicende di *squeeze-out*<sup>(110)</sup>, oltre che, nel contesto dei gruppi di società, in caso di stipulazione di contratti di dominazione o storno di utili, ovvero in relazione ad una *Eingliederung*<sup>(111)</sup>. Si tratta di modifiche che interessano i fondamenti stessi della società, ossia il suo oggetto, la sua forma giuridica, la sua “identità” (“*Grundlagen- und Strukturänderung*”<sup>(112)</sup>) e che finiscono per ripercuotersi sulle caratteristiche essenziali della partecipazione, privandola potenzialmente del suo scopo.

---

intervenire per introdurre nel BörsG una fattispecie di offerta di acquisto delle azioni oggetto di *delisting* (v. P. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, cit., p. 104 ss.).

<sup>(107)</sup> Cfr. H. WIEDEMANN, *Das Abfindungsrecht – ein gesellschaftsrechtlicher Interessenausgleich*, in ZGR, 1978, p. 477 ss., spec. p. 484; ID., *Anmerkung zu BGH II ZR 63/77*, in JZ, 1978, p. 612 ss.

<sup>(108)</sup> V. H. SCHINDLER, *Austrittsrecht*, cit., p. 163 ss, anche per un confronto con il significato dell’espressione nel contesto del diritto civile.

<sup>(109)</sup> In particolare, cfr. nel UmwG, § 29, Abs 1 e § 36 per la fusione (*Verschmelzung*), il § 125 per la scissione (*Spaltung*), il § 174, Abs. 1 per il trasferimento di patrimonio (*Vermögensübertragung*), e il § 207 per la trasformazione (*Formwechsel*).

<sup>(110)</sup> Cfr. il § 327a, Abs. 1, S. 1, AktG (delibera di *squeeze-out*) e il § 39a, Abs. 1, WpÜG (*squeeze-out* a margine di un’o.p.a. totalitaria che abbia concentrato nelle mani dell’offerente almeno il 95 per cento delle azioni con diritto di voto).

<sup>(111)</sup> §§ 305 e 320b, AktG.

<sup>(112)</sup> Sul significato dell’espressione cfr. H. GEBLER, *Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten*, in *Festschrift für Walter Stimpel*, Berlin-New York, 1985, p. 771 ss, spec. p. 785; P. MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, cit., p. 160 ss; H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht. Ein Lehrbuch des Unternehmens- und Verbandsrecht*, Band 1: Grundlagen, München, 1980, p. 323 ss.

Il conflitto tra maggioranza e minoranza trova, insomma, composizione nell'attribuzione alla prima di un potere conformativo della partecipazione di minoranza e alla seconda di pretese a carattere puramente indennitario<sup>(113)</sup>. Un approccio ancora una volta sintetizzabile con l'espressione: “*dulde und liquidiere*”.

Si noti che nessuna delle previsioni in materia definisce a chiare lettere *quando* il disinvestimento possa dirsi adeguato. Si tratta, tuttavia, di un elemento ormai parte del sistema e “stilisticamente caratterizzante la disciplina tedesca”<sup>(114)</sup>: la valutazione delle azioni segue infatti, a partire dalla nota sentenza *Feldmühle*<sup>(115)</sup>, il principio costituzionale del pieno indennizzo.

In quest'ottica, tutte le norme del diritto azionario attribuenti alla maggioranza il potere di incidere in misura sostanziale sulla posizione degli azionisti di minoranza vengono ricondotte dalla giurisprudenza costituzionale al secondo comma del § 14 GG ed intese alla stregua di disposizioni conformative della proprietà (“*Inhalts- und Schrankenbestimmungen*”), volte a definire i limiti di compatibilità dei diritti del singolo con l'interesse collettivo alla riorganizzazione d'impresa<sup>(116)</sup>. Questa è la ragione per la quale in tutte le ipotesi in cui la modifica incida

---

<sup>(113)</sup> V. H. SCHINDLER, *Das Austrittsrecht*, cit., p. 164. Si tratta di un'impostazione che affonda le proprie radici nello stesso diritto azionario. È infatti già a quest'ultimo che può ricondursi l'idea secondo cui l'essenza della proprietà azionaria non risiede nel godimento dei diritti corporativi assicurati dalla qualità di socio, bensì nell'integrità del valore della partecipazione e nella possibilità di disporre in ogni momento (v. le considerazioni di P. MÜLBERT, *Aktiengesellschaft*, cit., p. 345, il quale rileva come la legge azionaria tedesca “sucht allein die Vermögensposition des Aktionärs gegen Beeinträchtigungen abzusichern, nicht aber seine Position als Mitglied eines unternehmerisch tätigen Personenverbands”). Il punto è ampiamente illustrato nella letteratura italiana da L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, p. 168, che osserva: “la proprietà azionaria mostra di ricevere dall'ordinamento di appartenenza una considerazione tesa a privilegiare, più che il *godimento* del «bene» interno al gruppo, il diverso momento della *disposizione* della partecipazione (a prescindere - poi - dalla fonte, volontaria o coattiva, del disinvestimento)”.

<sup>(114)</sup> Così M. MAUGERI, H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 78.

<sup>(115)</sup> BVerfGE, 14, p. 284 ss. (sentenza *Feldmühle*).

<sup>(116)</sup> Cfr. BVerfGE 14, p. 279 (sentenza *Feldmühle*); BVerfG, 27 aprile 1999 - 1 BvR 1613/94, in BVerfGE 100, p. 304 (sentenza *DAT/Altana*); BVerfG, in *NJW*, 2001, p. 280 (sentenza *Moto Meter*). Cfr. nella dottrina italiana, F. M. MUCCIARELLI, *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2004, p. 101 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI (già diretto da), P. SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 455; da ultimo, L. DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., p. 168 ss. Sulla distinzione tra i concetti di espropriazione e conformazione, v. ampiamente M. MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1003 ss., che rileva “la fattispecie espropriativa presuppone un atto dello Stato, o di altro soggetto investito di potestà pubbliche, idoneo ad incidere *direttamente* nella sfera del privato o a recidere o svuotare di contenuto diritti e facoltà ad esso pertinenti”.

sull'azionista in qualità di *Eigentümer*, i soci uscenti hanno diritto, ai sensi del § 14, Abs. 1, GG alla piena liquidazione (“*volle Abfindung*”) delle loro azioni.

Al fine di determinare tale valore, assume rilievo centrale il c.d. prezzo limite (“*Grenzpreis*”) e cioè il prezzo al di sotto del quale la liquidazione comporterebbe una perdita economica. Sul punto, la legge azionaria tedesca, diversamente dalla disciplina italiana, non contiene alcun tipo di indicazione in ordine ai criteri da seguire nell'individuazione di tale valore, esigendo unicamente che il metodo prescelto soddisfi lo scopo di accertare in senso obiettivo l'*Unternehmenswert*, ossia il valore di scambio dell'azienda<sup>(117)</sup>. Rispetto ad esso, il valore di mercato individua soltanto *la soglia minima* del rimborso, che non potrà dunque mai scendere al di sotto dei corsi di borsa<sup>(118)</sup>.

Il riferimento al *volle werte* consente di affermare che in questo caso la nozione di “valore effettivo” non corrisponde (necessariamente) a quella di valore di scambio, ma guarda al *valore intrinseco* delle azioni, presupponendo così un certo grado di inefficienza del mercato.

L'adeguatezza dell'indennizzo, se contestata dall'azionista esterno, è oggetto di scrutinio giudiziale nell'ambito di un apposito procedimento (c.d. *Spruchverfahren*), da avviare entro tre mesi dalla data dell'iscrizione della delibera concernente l'operazione nel registro delle imprese. Ciò naturalmente incrementa il grado di protezione assicurato al socio uscente, ma rende più incerti sia i costi che l'esito dell'operazione.

Dalla ricostruzione dei tratti caratteristici dell'istituto può allora comprendersi che la sua applicazione alla fattispecie del *delisting* avrebbe non solo assicurato agli investitori una liquidazione a condizioni non penalizzanti, ma garantito altresì la corresponsione del pieno valore dei titoli e la possibilità di rimettere all'Autorità giudiziale una verifica sull'effettiva congruità di quel valore.

---

mentre le previsioni di diritto societario instaurano e risolvono “un conflitto orizzontale tra gli interessi dei diversi partecipanti all'impresa [...] e non invece quel peculiare conflitto verticale tra Stato e privato [...]”.

<sup>(117)</sup> Cfr. U. RÄNSCH, *Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswissenschaften. Zur Bestimmung der angemessenen Abfindung für ausscheidende Kapitalgesellschaften*, in *AG*, 1984, p. 202 ss, spec. p. 204; C. KREBS, *Freeze-outs transactions*, cit. p. 961 ss.

<sup>(118)</sup> BVerfGE 100, p. 304 (sentenza *DAT/Altana*). Ampiamente, sul rapporto tra indennizzo e valore di scambio del titolo, H. HIRTE, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1998 e 1999*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 634 ss., il quale, a commento della giurisprudenza delle Corti di merito e della Corte Costituzionale, rileva che “se nell'ambito della procedura di indennizzo [...] la somma di denaro conferita a titolo di rimborso dovesse essere inferiore al prezzo di borsa si configurerebbe una violazione dell'Art. 14 GG”; di converso “la mancata considerazione del prezzo di borsa, nel determinare l'ammontare dell'indennizzo [...] configura sempre e comunque la violazione dell'Art. 14 GG”.

#### 4.2. L'applicabilità dei rimedi offerti dalla disciplina generale delle società azionarie: le argomentazioni della giurisprudenza

Le vicende giurisprudenziali legate al tema del *delisting* tratteggiano una parabola evolutiva dai caratteri alquanto singolari. In effetti, se il BGH si spingeva in una prima fase fino a ricostruire in via interpretativa un modello di tutela endo-societario da affiancare a quello contenuto nei regolamenti di mercato (sentenza *Macroton*), la stessa Corte finiva a distanza di qualche tempo per «neutralizzare» la portata del proprio intervento, optando per un ritorno alla disciplina originariamente applicabile (sentenza *Frosta*).

La peculiarità di tale evoluzione sta nelle conseguenze che ne sono derivate in ordine agli strumenti e al grado di tutela offerti alla minoranza azionaria: il sostanziale rafforzamento della loro posizione, assicurato dalla giurisprudenza *Macroton*, lasciava spazio, con la pronuncia *Frosta*, ad una ritrovata centralità dei regolamenti di mercato in materia di *delisting*. E ciò sebbene la c.d. *Fristenlösung* fosse ormai oggetto di ampie critiche, tanto in letteratura, quanto nella prassi.

Nel tentativo di illustrare le ragioni alla base di siffatta «inversione» di direzione, vi è chi ha suggerito l'opportunità di esaminare il ruolo che il legislatore tedesco ha assunto a partire dai primi anni duemila nella modernizzazione del diritto finanziario<sup>(119)</sup>. In particolare, mentre la giurisprudenza *Macroton* si inseriva, come detto, in una fase di sostanziale inattività, le numerose riforme intervenute negli anni successivi inducevano la Corte a ridimensionare il ruolo fino a quel momento assunto, per lasciare aperto il quesito relativo al se e al come di un intervento normativo con riguardo al *delisting*<sup>(120)</sup>.

In quest'ottica, è indispensabile guardare a quelle decisioni, dando evidenza al contesto entro cui si collocavano, per poi indagarne il rapporto con le scelte adottate dal legislatore in sede di riforma.

La sentenza *Macroton* presentava l'indiscusso pregio di polarizzare l'attenzione su un profilo di disciplina fino a quel momento rimasto in secondo piano: il suo contenuto, valutato in dottrina

---

<sup>(119)</sup> P. MAUME, *The parting of the ways: Delisting under German and UK law*, in EBOR, 2015, p. 275 ss.

<sup>(120)</sup> V. ancora P. MAUME, *The parting of the ways*, cit., p. 276: "In contrast to the early 2000s, the reforms of German corporate law and securities regulation are on top of the political agenda. The Federal Supreme Court is not facing an idle legislature anymore and is therefore able to take up its original role as a court. Other recent decisions handed down by the 2nd Senate fit into this overall picture. For example, the Senate rejected the application of an unwritten doctrine on void appointments of members of the supervisory board". Cfr. le considerazioni formulate nella sezione conclusiva di questo scritto al par. 2.

come audace<sup>(121)</sup>, portava alla luce il grave *deficit* di protezione in cui incorrevano gli azionisti intenzionati ad uscire da una società in procinto di abbandonare il mercato regolamentato.

La decisione finiva tuttavia per mostrare da subito i limiti con cui si scontrava l'attività di *rechtsfortbildung* dei giudici: adottare lo strumento dell'*Abfindung* richiedeva infatti di inquadrare il *delisting* nell'ambito di quelle "*Grundlagen- und Strukturänderung*", idonee ad aprire la strada alla liquidazione del "*volle wert*" dei titoli.

A tale fine, il BGH ricorreva ad un'argomentazione fondata sul diritto costituzionale. Sosteneva, in particolare, che l'abbandono del mercato, nel privare gli azionisti dell'agevole liquidabilità dei titoli, avrebbe direttamente inciso sulla sfera della proprietà azionaria. Siffatta conclusione si mostrava coerente con la funzione di *Untergrenze* che il valore di mercato assume nella definizione del *quantum* da liquidare al socio uscente da una società quotata su un mercato regolamentato<sup>(122)</sup>: il fatto che l'esistenza di un luogo di scambio dei titoli acquisti rilievo ai fini della garanzia di un "pieno indennizzo" consentiva, nella prospettiva accolta dalla Corte, di riconoscere alla quotazione il carattere di "*Eigenschaft des Aktieneigentums*"<sup>(123)</sup>.

Conseguenze di questa affermazione erano quelle di affidare ai soci la competenza a decidere sull'operazione<sup>(124)</sup> e di riconoscere agli azionisti dissenzienti il diritto ad ottenere la liquidazione del valore intrinseco dei titoli, mediante deposito, ad opera dell'emittente o dell'azionista di maggioranza, di un'offerta di acquisto, la cui congruità poteva essere oggetto di scrutinio da parte dell'Autorità giudiziaria nell'ambito del c.d. *Spruchverfahren*<sup>(125)</sup>.

---

<sup>(121)</sup> M. LUTTER, *Zur Anfechtung eines Entlastungsbeschlusses*, in JZ, 2003, p. 684: "ebenso mutig wie richtig".

<sup>(122)</sup> BVerfGE 100, p. 305 (sentenza *DAT/Altana*).

<sup>(123)</sup> Attraverso un'operazione di *delisting* "[wird] dem Aktionär [...] der Markt genommen, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktie jederzeit durch Veräußerung zu realisieren. [Während dies jedoch] für den Großaktionär oder für Paketbesitzer, die mit ihrer Beteiligung unternehmerische Interessen [...] verfolgen, ohne Bedeutung [ist, bringt der Wegfall des Marktes] für die Minderheits- oder Kleinaktionäre, deren Anlageinteressen besteht [...] wirtschaftlich gravierende Nachteile mit sich, die auch nicht durch die Einbeziehung der Aktien in den Freihandel ausgeglichen werden können". [Cit. BGHZ 153, p. 55 (sentenza *Macroton*)].

<sup>(124)</sup> Si osservava, infatti, che "der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswerts nicht in den Händen der Geschäftsleitung, sondern der Hauptversammlung liegt" [BGHZ 153, p. 55 (sentenza *Macroton*)]. L'approvazione avrebbe richiesto la maggioranza semplice dei consensi.

<sup>(125)</sup> "Ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre [...] nur dadurch erreicht werden [können], dass ihnen mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär vorgelegt wird, [das] dem Anteilswert entsprechen [muss]" [Cit. BGHZ 153, p. 57 (sentenza *Macroton*)]. A dire il vero, molti erano gli aspetti che la decisione lasciava irrisolti, soprattutto in relazione ai soggetti obbligati a depositare l'offerta,

La decisione veniva accolta con ampio favore dalla letteratura, che plaudiva alla scelta del BGH di rafforzare la posizione della minoranza<sup>(126)</sup>. Oggetto di critica era, tuttavia, il tentativo di fondare sul dettato costituzionale le istanze di protezione. Si osservava, segnatamente, che: *i)* la tutela assicurata dal § 14, Abs. 1, GG concerne le sole ipotesi in cui l'azionista venga *escluso* dalla società o la sua partecipazione subisca una modifica *sostanziale*; *ii)* di contro, il *delisting* riguarda la sola *agevole negoziabilità* dei titoli; *iii)* la negoziabilità delle azioni rileva, in una prospettiva costituzionale, soltanto come *astratta* disponibilità, garantita anche in assenza di quotazione; *iv)* la *concreta* possibilità di liquidare in ogni momento la partecipazione esula pertanto dalla sfera di protezione del § 14 GG.

L'infondatezza dell'argomentazione veniva, del resto, confermata dalla stessa Corte Costituzionale (BVerfG), che nel 2012 sanciva a chiare lettere l'estraneità della quotazione rispetto alla tutela che il § 14 GG assicura alla proprietà azionaria (sentenza *MVS/Lindner*). La Corte attribuiva all'esistenza di un luogo di scambio regolamentato il rilievo di "*wertbildender Faktor*" dei titoli, associando così al suo venir meno un mero incremento del grado di rischio dell'investimento, del tutto irrilevante nel quadro costituzionale<sup>(127)</sup>.

La decisione del BVerfG, pur sposando le critiche già mosse dalla dottrina, finiva per privare di fondamento il modello di tutela elaborato dalla sentenza *Macroton*, aprendo a due possibili scenari: *i)* un "ritorno alle origini", in attesa che fosse il legislatore a pronunciarsi; ovvero *ii)* la ricerca, nel contesto del diritto societario, di riferimenti normativi che assicurassero agli investitori di non perdere le cautele *medio tempore* guadagnate. A dispetto della sua debolezza argomentativa, la pronuncia del BGH aveva infatti condotto alla sovrapposizione *de facto* tra due meccanismi di protezione: l'uno contenuto nei regolamenti di mercato, l'altro ricostruito in via interpretativa attingendo alle categorie del diritto societario. Non occorre spendere molte parole per evidenziare come tale integrazione avesse sostanzialmente incrementato il grado di tutela, anche rispetto alla c.d. *Abfindungslösung*, atteso che in quell'eventualità oggetto di liquidazione non era più il solo valore di scambio del titolo, ma quello intrinseco<sup>(128)</sup>.

---

al significato del riferimento all'azionista di maggioranza, al rapporto tra delibera assembleare e *obbligo* di offerta.

<sup>(126)</sup> Cfr. U. HÜFFER, *sub* § 119, in *Aktiengesetz*, 6. Auflage, München, 2004, Rn. 23 ss.; M. HOFFMANN, *sub* § 119, in G. SPINDLER, E. STILZ (a cura di), *Kommentar zum Aktiengesetz*, 1. Auflage, München, 2007, Rn. 39 ss.

<sup>(127)</sup> BVerfGE 132, p. 99 ss. (sentenza *MVS/Lindner*).

<sup>(128)</sup> Si veda, tuttavia, la ricostruzione di W. BAYER, *BGHZ 153, 47 – Macroton*, in S. KALSS, H. FLEISCHER, H. VOGT (a cura di), *Bahnbrechende Entscheidungen – Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts-Geschichten*, Tübingen, 2015, p. 149, il quale pone in luce la disomogeneità di soluzioni adottate dalle Corti

È allora la dottrina a muoversi da subito alla ricerca di un fondamento alternativo: in alcuni casi mettendo in luce l'equivalenza funzionale tra le fattispecie di *kalt*es e *reguläres delisting*<sup>(129)</sup>, in altri appellandosi alla teoria sulle competenze implicite dell'assemblea<sup>(130)</sup>, in altri ancora suggerendo un'analogia con le previsioni in materia di trasformazione<sup>(131)</sup> ovvero di fusione con conseguente attribuzione in concambio di quote gravate da vincoli di disponibilità. Gli sforzi interpretativi erano motivati soprattutto dalla volontà di mantenere fermo lo strumento dell'*Abfindung*.

È con una certa sorpresa che il BGH, nel pronunciarsi in materia, a distanza di un solo anno dalla statuizione del BVerfG, abbandonava i principi accolti dalla giurisprudenza *Macroton*, per evidenziare come la protezione offerta dal BörsG e dai regolamenti di mercato salvaguardasse già gli investitori in misura adeguata<sup>(132)</sup>. La decisione non si limitava a prendere atto dell'irrelevanza del *delisting* sotto il profilo costituzionale, ma guardava altresì al diritto azionario e al suo rapporto con l'operazione di revoca.

La motivazione si snodava lungo tre direttrici: *i*) per un verso negava la possibilità di ricorrere allo strumento analogico per applicare la medesima disciplina alle fattispecie di *kalt*es e *reguläres Delisting*, escludendo che dalla prima potesse ricavarsi alcun principio generale in forza del quale spetta alla maggioranza compensare la minoranza dalla perdita del mercato delle azioni; *ii*) per un altro rigettava l'argomento secondo cui il *delisting* presenterebbe i caratteri di una vera e propria operazione di trasformazione, attesa la perdita dello *status* di *Börsennotierte Gesellschaft* ad esso conseguente, segnalando piuttosto come il venir meno della quotazione non comporti alcun mutamento strutturale, né della società, né della singola partecipazione; *iii*) per un altro ancora argomentava che la presunta insufficiente protezione accordata agli investitori dai regolamenti di

---

di merito nella fase di recepimento della giurisprudenza *Macroton*. I problemi applicativi più frequenti riguardavano, peraltro, la fattispecie del *downlisting* per la quale il BGH aveva espressamente ritenuto vigenti i principi formulati in relazione al *delisting*, pur non motivando la scelta. Alcuni Tribunali avevano infatti disapplicato gli obblighi di delibera assembleare e di deposita di un'offerta di acquisto delle azioni, evidenziando come la sola migrazione delle negoziazioni su un segmento, quale il c.d. *qualifizierte Freiverkehr*, caratterizzato da sufficienti liquidità e tutele informative, dispensasse dalla necessità di imporre quelle cautele (v. OLG München, 21 maggio 2008 - 31 Wx 62/07, sentenza *Lindner II*, in NZG, 2008, p. 755).

<sup>(129)</sup> Cfr. L. KLÖHN, *Delisting – Zehn Jahre Später*, in NZG, 2012, p. 1041 ss., spec. p. 1046; M. STÖBER, *Die Zukunft der Macroton-Regeln zum Delisting nach den jüngsten Entscheidungen des BVerfG und des BGH*, in BB, 2014, p. 15 ss.

<sup>(130)</sup> U. WACKERBARTH, *Die Begründung der Macroton- Rechtsfortbildung nach dem Delisting-Urteil des BVerfG*, in WM, 2012, p. 2079.

<sup>(131)</sup> T. DRYGALA, M. STAAKE, *Delisting als Strukturmaßnahme. Zugleich Besprechung BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08*, in ZIP, 2013, p. 905 ss. spec. p. 908 ss.

<sup>(132)</sup> BGH, 8 ottobre 2013 (sentenza *Frosta*), in NJW, 2014, p. 146.

mercato non trovava alcuna conferma sul piano empirico, come illustrato dallo studio in materia redatto dal *Deutsches Aktieninstitut*<sup>(133)</sup>.

Malgrado l'evidente formalità di alcuni degli argomenti addotti dalla Corte, la sentenza *Frosta* aveva il pregio di porre fine agli interventi di *rechtsfortbildung* in relazione al “problema” del *delisting*, restituendo al quadro normativo il suo originario grado di coerenza.

Ciò avveniva nello stesso anno in cui la *Financial Conduct Authority* nel Regno Unito provvedeva ad incrementare la protezione fino a quel momento offerta agli investitori, subordinando l'accogliibilità di una richiesta di revoca della quotazione dal segmento *Premium* del *London Stock Exchange*, primo mercato in Europa per capitalizzazione, al c.d. *two-tiered majority requirement*<sup>(134)</sup>. I due sistemi muovevano così, ad una prima lettura, in direzione esattamente opposta: quello tedesco tornava in un certo senso al punto di partenza, vincolando le società emittenti ad attendere soltanto lo spirare di un congruo lasso di tempo prima di poter ritirare i propri titoli dal mercato, quello inglese riformava il quadro normativo vigente al fine di riconoscere alla minoranza un vero e proprio potere di veto sull'operazione.

La divergenza risulta invero ridimensionata qualora, come detto, si consideri il contesto entro cui la sentenza *Frosta* si collocava. Da un lato, il fatto che il sistema delle tutele si basasse su un indirizzo giurisprudenziale, peraltro privo, a partire dal 2012, di un preciso fondamento normativo, aveva comportato una certa disomogeneità ed incertezza in relazione alla disciplina applicabile. E la Germania è senza dubbio un Paese ove l'obiettivo della chiarezza normativa è tenuto in gran conto, specialmente quando si tratta di temi cari agli investitori<sup>(135)</sup>. Dall'altro lato, la rinuncia da parte della Corte a supplire alle presunte lacune del sistema, manteneva alta

---

<sup>(133)</sup>DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, *Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren*, Ottobre 2010, disponibile all'indirizzo: [www.dai.de](http://www.dai.de). Può essere utile tuttavia evidenziare che lo studio aveva ad oggetto le richieste di revoca avanzate tra il 2001 e il 2009, lasso temporale in cui la giurisprudenza *Macroton* trovava applicazione. I risultati sono dunque influenzati dal fatto che, accanto al termine di differimento imposto dai regolamenti di mercato, gli investitori godevano della tutela assicurata dal deposito di un'offerta di acquisto delle azioni (cfr. D. ZETZSCHE, *Going dark*, cit., p. 15).

<sup>(134)</sup> V. *infra*, cap. III, par. 4 ss.

<sup>(135)</sup> Basti, per tutti, pensare al fatto che il *Deutscher Corporate Governance Kodex* non ha soltanto la funzione di diffondere l'adozione di forme di buon governo societario, ma anche di illustrare sinteticamente e semplicemente agli investitori, nazionali e internazionali, i principi di funzionamento delle società quotate. È difatti lo stesso preambolo ad affermare che “The Code aims to make the German Corporate Governance system transparent and understandable. Its purpose is to promote the trust of international and national investors, customers, employees and the general public in the management and supervision of listed German stock corporations”.

l'attenzione della dottrina e stimolava così il legislatore a prendere posizione su un problema ormai divenuto “*das Modethema der (...) Saison*”<sup>(136)</sup>.

## 5. Il modello di tutela nel quadro normativo attuale: il paradigma delle pretese meramente indennitarie dell'investitore-azionista di minoranza

L'eco delle decisioni nelle elaborazioni dottrinali è tale da polarizzare la riflessione intorno alla ricostruzione di due modelli di tutela – l'uno di diritto societario, l'altro di diritto dei mercati finanziari – a seconda che la sparizione di un luogo di scambio delle azioni regolamentato venisse intesa alla stregua di una modifica significativa per l'azionista in qualità di *Gesellschafter* ovvero soltanto di *Kapitalanleger*<sup>(137)</sup>: nel primo caso, si auspicava il recepimento, all'interno dell'AktG, della soluzione elaborata nella sentenza *Macroton*; nel secondo, la modifica del BörsG, al fine di subordinare l'accoglienza di un'istanza di *delisting* al deposito di un'offerta di acquisto degli strumenti oggetto di esclusione, ad un prezzo orientato a quello medio di scambio dei titoli.

L'attuale assetto normativo riflette con tutta evidenza il dibattito giurisprudenziale e dottrinale in materia. È interessante rilevare che le censure del BGH, pur avendo riguardato la sola fattispecie del *reguläres delisting*, hanno “indirizzato” le scelte del legislatore anche in relazione al *kaltel delisting* attestando così la naturale intersezione e la reciproca influenza tra discipline. Del

---

<sup>(136)</sup> Così H. FLEISCHER, *Das neue Recht*, cit., p. 766.

<sup>(137)</sup> La prova forse più evidente di tale polarizzazione è offerta dalle posizioni espresse in dottrina in occasione della discussione prodromica alla recente riforma del § 39, Abs. 2, BörsG. In quella sede infatti alcuni suggerivano di ricorrere ad una *gesellschaftsrechtliche Regulierung* (cfr. H. HIRTE, *Vorschlag zum Delisting in Aktienrechtsnovelle vom 06.03.2015*, disponibile all'indirizzo <http://www.heribert-hirte.de/presse/pressemitteilungen/283-vorschlag-zum-delisting-inaktienrechtsnovelle>; W. BAYER, *Aktionärsschutz*, cit., p. 857), sul presupposto che il *delisting* avrebbe spinto la minoranza a vendere le proprie azioni, conducendo *de facto* ad uno *squeeze-out*. Altri ritenevano, invece, opportuno mantenere una *kapitalmarktrechtliche Regulierung* (cfr. C. H. SEIBT, *Stellungnahme in Thesenform für die Öffentliche Anhörung im Deutscher Bundestag-Finanzausschuss am 7. September 2015 zum (Regierungs-)Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 26. Mai 2015 (BT-Drucks 18/5010) nebst Änderungsanträgen*, disponibile all'indirizzo <https://www.bundestag.de/blob/386948/33e87f205911ce0a8fa5e30e79baa357/10---porf--seibt-data.pdf>; M. HABERSACK, *Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014)*, München, 2015, disponibile all'indirizzo <https://www.bundestag.de/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf>; ID., *Beendigung der Börsenzulassung*, cit., p. 1300 ss.; prima della riforma v. *ex multis* P. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, cit., p. 104 ss.), ponendo l'accento sul fatto che a venir meno fosse la sola concreta negoziabilità del titolo.

resto, la dichiarata *irrelevanz*a sotto il profilo endo-societario dell'operazione di *delisting* non ha impedito al legislatore di attingere, in questo secondo contesto, ad uno strumento tipicamente corporativo, quale l'*Abfindung*, segnalando che l'esistenza di un mercato di scambio regolamentato delle azioni arricchisce la sfera di interessi del *singolo socio-investitore* di un tratto ulteriore: quello dell'agevole liquidabilità del titolo.

#### 5.1. La disciplina sul kaltes delisting: la previsione di un diritto di recesso da perdita della quotazione

L'introduzione al § 29, Abs. 1, S. 1, H. 1, UmwG di un diritto di recesso in relazione alla delibera di fusione che comporti la perdita del mercato di quotazione dei titoli risale al 2007 e si colloca, pertanto, tra la sentenza *Macroton* del BGH e la *MVS/Lindner* del BVerfG<sup>(138)</sup>.

La scelta del legislatore va nel senso di affiancare il *delisting* alle ipotesi, già previste, di fusione con conseguente trasformazione di una o più delle società partecipanti all'operazione ("*Mischverschmelzung*") ovvero attribuzione in concambio di quote gravate da vincoli di disponibilità, quali clausole di prelazione o di gradimento ("*Verfügungsbeschränkungen*").

Si noti che queste due ultime fattispecie presentano tutti i caratteri paradigmatici delle transazioni alle quali il sistema tedesco ricollega un diritto di uscita di natura endosocietaria: esse rientrano tra le c.d. *Grundlagenänderung*, in quanto mutano la conformazione della partecipazione o precludono la libera disponibilità dei titoli. Prova ne è il fatto che un *exit* deve riconoscersi, secondo l'opinione dominante, anche qualora l'operazione finisca col migliorare lo *status quo* degli azionisti<sup>(139)</sup>.

Allo scopo di esaminare il rapporto tra questi elementi e la previsione di una *Abfindungsangebot* per il caso della fusione a cui segua il *delisting* è utile muovere dalle ragioni poste dallo stesso legislatore a fondamento della norma. Nella relazione illustrativa si ritrovano le seguenti considerazioni: "*Bei der Verschmelzung einer börsennotierten AG auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger anderer Rechtsform haben die widersprechenden Aktionäre dieser Gesellschaft das Recht, gegen Barabfindung auszuscheiden. Gleichgestellt werden soll der Fall der Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte AG. Der Verlust der Börsennotierung erschwert zwar nicht rechtlich aber faktisch die Veräußerungsmöglichkeit der Anteile, so dass die Anwendbarkeit des § 29 [UmwG] sachlich gerechtfertigt erscheint*"<sup>(140)</sup>.

Due sono le notazioni che occorre mettere in luce.

---

<sup>(138)</sup> Zweites Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes vom 19.04.2007 (BGBl. I 2007, p. 542).

<sup>(139)</sup> Il riferimento corre all'ipotesi di trasformazione di una società di persone in una società di capitali e conseguente perdita da parte di alcuni soci della responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali.

<sup>(140)</sup> BT-Drucks 16/2919, 12 Ottobre 2006, p. 13.

Da un lato, il fatto che la norma non preveda alcun diritto di recesso per il caso inverso (incorporazione di una non quotata in una quotata) rende scarsamente coerente la tesi che inquadra la fattispecie nel novero delle operazioni di trasformazione, confermando piuttosto come elemento focale sia proprio la perdita della quotazione dei titoli.

Dall'altro, e ad ulteriore conferma di ciò, la scelta non si basa espressamente né sui principi affermati nella sentenza *Macroton*, né sul § 14 GG. Essa discende dall'assimilazione di un'operazione di fusione con trasformazione ad una di *kaltel delisting*, quanto agli effetti sulla *alienabilità* delle azioni: nell'un caso, ad essere compromessa è l'astratta disponibilità<sup>(141)</sup>, nell'altro, solo la concreta possibilità di liquidazione della partecipazione.

Deve allora ritenersi che oggetto della tutela offerta dalla norma non sia il venir meno dello "status" di *börsennotierte Aktiengesellschaft*, di per sé, ma, piuttosto, la *negoziabilità* delle azioni *sul mercato*: la possibilità, cioè, che il socio di una società quotata ha di liquidare prontamente e a condizioni accettabili il proprio investimento<sup>(142)</sup>. In quest'ottica, l'aver acquistato il titolo su un mercato regolamentato diviene un tratto che concorre a qualificare in misura *determinante* la partecipazione all'atto della sua assunzione: l'agevole disponibilità delle azioni arricchisce il rapporto tra investitore e società di un elemento, il cui venir meno segna per il primo la modifica "der gesellschaftsvertraglichen Geschäftsgrundlage"<sup>(143)</sup>.

L'obbligo di acquistare le azioni di un gruppo di soci non dipende, insomma, da un mutamento strutturale della società o della singola partecipazione, ma dalla considerazione di fondo per cui l'esistenza di un mercato liquido e funzionante delle azioni costituisce, nella prospettiva dell'azionista-investitore, il fondamento (perlomeno presunto) dell'adesione al contratto sociale. Ciò permette di individuare un limite di sacrificio che egli è tenuto a sopportare e che segna

---

<sup>(141)</sup> È proprio questa la ragione per la quale, ai sensi del § 250 UmwG, l'*Abfindung* non è previsto in relazione all'operazione di trasformazione di una AG in una società in accomandita per azioni ("KGaA") e viceversa (cfr. Begr. RegE, UmwBerG 1994, BT-Drucks 12/6699, p. 159).

<sup>(142)</sup> La dottrina è infatti concorde nel ritenere che alla minoranza non spetti un diritto di recesso nell'ipotesi in cui alla fusione segua un mero *downgrading* degli strumenti.

<sup>(143)</sup> Vale la pena di rilevare che la scelta del legislatore di formulare al § 39, Abs. 2, BörsG, una disciplina di diritto dei mercati finanziari in relazione alla richiesta di esclusione fa sì che l'*Abfindungspflicht* di cui al § 29, Abs. 1, S. 1, H. 2, UmwG, non possa più intendersi, come parte della dottrina aveva suggerito subito dopo la sua introduzione, alla stregua di principio generale in materia di *delisting* suscettibile di applicazione analogica anche al di fuori dell'UmwG. La sua portata è oggi circoscritta alle sole operazioni disciplinate dall'UmwG che possano condurre ad un *delisting*, ma per le quali non sia già previsto un *exit* [cfr. R. MARSCH-BARNER, *sub § 29 UmwG*, in H. KALLMEYER *et al* (a cura di), *Umwandlungsgesetz*, 6° ed., Köln, 2017, pp. 398-399].

altresì il confine oltre cui la maggioranza non può spingersi nell'assumere la scelta, del tutto legittima, di abbandonare il mercato di quotazione.

5.2. *La disciplina in materia di migrazione delle negoziazioni e delisting “puro”: la valenza specifica della qualità di “mercato regolamentato” della trading venue e l'introduzione di una fattispecie di o.p.a. volta al delisting*

La riformulazione del § 39 BörsG risale invece al 2015 e si colloca dunque a margine della sentenza *Frosta*. Potrebbe dirsi che è proprio l'aumento del numero di *delisting* innescato da questa decisione a spingere il legislatore ad intervenire per prendere nuovamente posizione sul tema<sup>(144)</sup>. La scelta del BGH di mutare orientamento, per riportare la fattispecie del *reguläres delisting* alla dimensione del mercato finanziario, fonda l'opzione del legislatore di mantenere la disciplina saldamente ancorata al BörsG<sup>(145)</sup>. A cambiare, tuttavia, è il contenuto degli *Absätze* 2-6 del § 39, che oggi definiscono *expressis verbis* a quali condizioni la revoca della quotazione su richiesta della società emittente possa ritenersi compatibile con gli interessi degli investitori<sup>(146)</sup>.

Il diritto ad un disinvestimento “adeguato” viene così alternativamente declinato: *i*) nella migrazione delle negoziazioni su un diverso mercato *regolamentato* europeo, che assicuri agli investitori, in caso di *delisting*, tutele equivalenti a quelle previste nell'ordinamento tedesco; *ii*) nel deposito di un'offerta di acquisto delle azioni alle condizioni previste agli *Absätze* 2-6.

Quanto alla prima eventualità, non può mancarsi di osservare che la graduazione della pretesa indennitaria riconosciuta alla minoranza continua a dipendere dal fatto che il mercato di destinazione sia regolamentato, ai sensi del diritto europeo<sup>(147)</sup>. Ciò segnala che l'estensione anche

---

<sup>(144)</sup> Cfr. BT-Drs. 18/6220, p. 83: “Im Nachgang zu der „Frosta“-Entscheidung ist die Zahl der Emittenten, die einen Widerruf der Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt beantragt und den Rückzug vollzogen haben, stark angestiegen”.

<sup>(145)</sup> Il punto è espressamente chiarito dalla relazione illustrativa alla neo-introdotta disciplina, ove si precisa che “es sich beim Delisting – ebenso wie beim Listing – um einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang und nicht um eine gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme handelt” (Beschlussempfehlung des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, p. 84).

<sup>(146)</sup> Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015, BGBl. I, p. 2019 ss. V. § 39, Abs. 2, S. 2, BörsG, che nel disporre: “Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf *nur zulässig, wenn* [...]” (corsivo aggiunto), e nell'individuare poi le condizioni richieste a tale fine, esclude che la revoca possa essere accordata al di fuori di quelle circostanze.

<sup>(147)</sup> V. § 39, Abs. 2, S. 3, N. 2: “Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind a) an

ai sistemi multilaterali delle norme in materia di abuso di mercato e *insider trading* non si è per il momento accompagnata ad alcun affievolimento delle cautele, là dove l'esclusione sia funzionale ad un mero *downlisting*<sup>(148)</sup>. La disciplina mantiene così la bipartizione, già accolta dai regolamenti delle Borse, tra trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato regolamento europeo e *delisting*, riconducendo a quest'ultima categoria *tutte* le richieste di esclusione diverse da quelle rientranti nella prima.

Del tutto peculiare è poi l'ulteriore espressa condizione legata alla previsione sul mercato di destinazione di una disciplina in materia di *delisting* che assicuri agli investitori perlomeno un diritto alla liquidazione della partecipazione a condizioni non penalizzanti. E ciò al fine di scongiurare il rischio che il trasferimento possa divenire strumento per aggirare i limiti posti dalla normativa tedesca all'abbandono del mercato regolamentato.

Quanto alla seconda eventualità, la norma precisa: *i)* che l'offerta deve essere destinata “[*auf den*] *Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des [Delisting-] Antrags sind*”<sup>(149)</sup>; *ii)* che la stessa non può essere sottoposta a condizioni; *iii)* che il suo ammontare, ai sensi del § 31 WpÜG non può essere inferiore al valore medio di mercato delle azioni nei sei mesi precedenti alla pubblicazione della richiesta di *delisting*; *iv)* che, qualora in quei sei mesi la società abbia violato la previsione dell'art. 17 Reg. UE n. 596/2014, in materia di *insider trading* o non abbia rispettato il divieto di manipolazione di mercato ex art. 15 Reg. UE 596/2014, e le infrazioni abbiano inciso sui corsi azionari alterandoli, ai destinatari dell'offerta deve essere corrisposta la differenza tra il valore di mercato delle azioni e quello intrinseco, determinato sulla base di una valutazione dell'emittente; *iv)* che quella stessa differenza deve essere altresì corrisposta nell'ipotesi in cui il mercato non sia più liquido<sup>(150)</sup>; *v)* che, qualora i requisiti relativi all'ammontare dell'offerta non siano stati rispettati, la revoca produce comunque i propri effetti.

---

einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten”.

<sup>(148)</sup> V. sul punto, BT-Drs. 18/6220, p. 83: “Der Rückzug eines Emittenten aus dem regulierten Markt kann im Falle eines vollständigen Börsenrückzugs den Verlust der Handelbarkeit des betroffenen Wertpapiers, im Falle eines Wechsels in den (qualifizierten) Freiverkehr (sog. Downlisting) zumindest eine Beeinträchtigung der Veräußerungschancen bedeuten”.

<sup>(149)</sup> § 39, Abs. 2, S. 3, Nr 1, BörsG.

<sup>(150)</sup> § 39, Abs. 3, S. 4, BörsG, ai sensi del quale: “Sind für die Wertpapiere des Emittenten, auf die sich das Angebot bezieht, während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder § 35 Absatz 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und weichen mehrere nacheinander festgestellte

Non pare corretto in questo contesto parlare di *offerta obbligatoria*, dal momento che il deposito della stessa assume più propriamente le forme di una *condicio sine qua non* per l'accogliabilità della richiesta di revoca da parte della società di gestione. L'interesse protetto è però sostanzialmente paragonabile a quello sotteso alla *Pflichtangebot* di cui al § 35, WpÜG<sup>(151)</sup>: si tratta di strumenti funzionali ad assicurare all'investitore la possibilità di uscire dalla società, prevenendo il rischio di un deterioramento del valore dei titoli, in conseguenza di un mutamento significativo dell'iniziativa di investimento. Nell'un caso evento rilevante è quello del trasferimento (o consolidamento) del controllo; nell'altro il venir meno delle condizioni di liquidità e trasparenza informativa assicurate dal mercato regolamentato<sup>(152)</sup>.

L'impostazione non appena descritta è ulteriormente confermata dal riferimento contenuto nella norma al valore medio di scambio delle azioni nel semestre antecedente al deposito dell'offerta, quale criterio per la determinazione di un prezzo di acquisto "adeguato". Si tratta del *Mindestpreis* posto dal § 31 WpÜG, in relazione alle offerte obbligatorie, pur depurato del richiamo all'eventualità di acquisti effettuati sul mercato dall'offerente o da suoi concertisti ad un prezzo superiore. Ciò suggerisce che l'interesse tutelato dallo strumento vada ricercato proprio nell'elemento della *quotazione del titolo*: l'investitore acquista la partecipazione poiché sa di poter contare, in qualunque momento, sulla liquidabilità delle azioni *a condizioni accettabili*; liquidabilità che però richiede l'esistenza di un mercato regolarmente funzionante. Lo strumento dell'offerta subentra allora, a fronte della richiesta di esclusione della società di emittente, per garantire agli investitori una via di uscita, restituendo ciò che viene loro sottratto: l'azione quale "bene" negoziabile su un mercato regolamentato<sup>(153)</sup>.

Ecco spiegati il riferimento del § 39 al mero *valore di scambio* del titolo e gli ulteriori "correttivi" previsti all'Abs. 3 per l'ipotesi in cui siano *medio tempore* intervenuti eventi idonei ad alterare

---

Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab, so ist der Bieter zur Zahlung einer Gegenleistung verpflichtet, die dem anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelten Wert des Unternehmens entspricht".

<sup>(151)</sup> Sulla *ratio* del § 35 WpÜG, v. SCHLITT, M., *sub § 35 WpÜG*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4° ed., München, 2017, Rn. 5-7

<sup>(152)</sup> Cfr. C. VON BERG, *Der Marktrückzug*, cit., p. 424 ss.

<sup>(153)</sup> V. BT-Drs. 18/6220, p. 84, ove si legge: "Die Orientierung der Höhe der Abfindung am einfach festzustellenden Börsenkurs sowie an Vorerwerben im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung ermöglicht im Regelfall ein transparentes und rechtssicheres Verfahren, das auch für die betroffenen Emittenten handhabbar ist und keine übermäßigen bürokratischen Hürden aufbaut. Gleichzeitig ist eine prinzipielle Berechnung der Abfindung auf Grundlage des Börsenkurses vor dem Hintergrund sachgerecht, dass durch ein Delisting lediglich die leichtere Handelbarkeit der Aktie beeinträchtigt wird, die Mitgliedschaft des Aktionäres als solche aber nicht berührt wird".

l'attendibilità dei corsi azionari. In particolare, la violazione da parte dell'offerente delle disposizioni in materia di *insider trading* e abuso di mercato fa scattare l'obbligo di corrispondere agli oblati la differenza tra il valore di mercato e quello intrinseco dei titoli. Il criterio resta quello del *Unternehmenswert* anche qualora la liquidità diminuisca al punto da non consentire più di fare affidamento sul mercato per la determinazione del valore dei titoli. In entrambi i casi i fatti considerati rilevano in quanto capaci di incidere sul *valore di scambio* delle azioni, privandolo del suo carattere di criterio significativo.

Il fatto che la quotazione trovi tutela in relazione al profilo della concreta negoziabilità del titolo è confermato dal carattere puramente *gestorio* dell'operazione: la competenza a decidere è infatti rimessa all'organo amministrativo<sup>(154)</sup>.

### 5.3. Il disinvestimento tra Delisting-Angebot e Abfindung: la diversa declinazione delle pretese indennitarie

Se questi sono i principi alla base dell'*exit*, le scelte operate dal legislatore tedesco in ordine alla natura dei rimedi selezionati costituiscono forse l'aspetto più interessante dell'analisi, se impiegate come un angolo visuale privilegiato dal quale valutare come le peculiarità dogmatiche di ciascun sistema incidano sulla concreta articolazione della tutela e sull'effettiva realizzazione degli scopi ad essa sottesi.

Può da subito precisarsi che la scelta del legislatore di ricorrere al § 29 UmwG ad un meccanismo di *exit* endosocietario in relazione alla fattispecie del *delisting* ha sollevato non pochi dubbi interpretativi. D'altra parte, se fino alla sentenza *MVS/Lindner* si discuteva della potenziale riconducibilità della quotazione al paradigma del § 14 GG<sup>(155)</sup>, dopo quel momento era evidente che tale associazione aveva perso ogni fondamento. Questo problema non si poneva nelle altre ipotesi di *kaltes delisting*, atteso che in quei casi erano già le conseguenze dell'operazione *di per se* considerata a giustificare la previsione di un *exit* del tutto coerente con il sistema del disinvestimento di natura endosocietaria<sup>(156)</sup>.

La copertura costituzionale offerta dal § 14 GG alle disposizioni in materia di valutazione delle azioni costituisce – lo si è visto – un elemento concettuale caratterizzante la disciplina tedesca. La sua rilevanza emerge con chiarezza, qualora si consideri che è proprio tale profilo a condurre alla

---

<sup>(154)</sup> V. W. GROß, *sub* § 39 BörsG, cit., Rn. 23a, che rileva come si tratti di una decisione avente natura gestionale e, pertanto, sindacabile soltanto alla luce della c.d. *business judgement rule*.

<sup>(155)</sup> V. H. HELLWIG, M. BORMANN, *Die Abfindungsregeln beim Going Private, Der Gesetzgeber ist gefordert!*, in ZGR, 2002, p. 781 ss.

<sup>(156)</sup> Il riferimento corre, in particolare, alle operazioni di fusione con trasformazione, trasformazione, *squeeze-out* e trasferimento del patrimonio.

distinzione tra liquidazione del valore intrinseco (“*Abfindung zum wahren Wert*”) e liquidazione del valore di mercato (“*Abfindung zum Börsenkurs*”) delle azioni, a seconda che l’operazione che dà diritto all’uscita vada o meno a interessare la c.d. *Eigentumsgarantie*. L’*exit* previsto dalle norme del diritto societario si lascia tradizionalmente inquadrare nel primo ambito, mentre appartiene al secondo quello assicurato dal WpÜG in relazione al mutamento del controllo.

Di queste distinzioni non vi è traccia negli altri sistemi: la tutela costituzionale della proprietà privata non ha difatti trovato alcuno spazio nel dibattito relativo ai criteri di valutazione delle azioni del socio uscente. Come avremo modo di osservare, le regole in materia di valutazione condividono in tutti gli ordinamenti la finalità di assicurare che il disinvestimento avvenga a condizioni *equae*; le differenze, anche concettuali, risiedono piuttosto nel concreto significato da riconoscersi all’attributo della congruità e nella conseguente selezione dei criteri a cui fare riferimento nel determinare il *quantum* della liquidazione.

Proprio l’assenza di una copertura costituzionale, giustifica l’affermazione, ricorrente nella letteratura tedesca, secondo cui l’*exit* di cui al § 29, Abs. 1, UmwG in tema di fusione e conseguente *delisting* delle azioni, costituirebbe un corpo estraneo (“*Fremdkörper*”) rispetto al sistema dell’*Abfindung* di diritto societario<sup>(157)</sup>. Le difficoltà di inquadramento sono foriere di conseguenze soprattutto sul versante del calcolo del valore spettante al socio uscente. Come già osservato, a differenza del § 39, Abs. 2, BörsG ove l’adeguatezza del prezzo è espressamente ancorata al criterio del valore medio di scambio delle azioni nei sei mesi precedenti alla pubblicazione della richiesta di *delisting*, il § 29 UmwG non definisce a chiare lettere quando il disinvestimento possa dirsi adeguato. Tale elemento ha lasciato spazio in letteratura a due possibili letture: da un lato, vi è chi ritiene che il criterio debba essere quello del “*volle wert*”<sup>(158)</sup>; dall’altro, chi sostiene, invece, che il valore da liquidare sia quello medio di scambio delle azioni nei sei mesi precedenti all’avviso di convocazione<sup>(159)</sup>.

Va posto in luce che la prima lettura, senz’altro più coerente con la facoltà riconosciuta all’azionista di contestare l’adeguatezza dell’indennizzo nell’ambito del c.d. *Spruchverfahren*<sup>(160)</sup>, si accompagna all’ulteriore considerazione per cui il legislatore avrebbe così inteso “spezzare” quel

---

<sup>(157)</sup> Cfr. S. SIMON, M. BURG, *Zum Anwendungsbereich des § 29 I 1 UmwG beim “kalten Delisting”*, in *Der Konzern*, 2009, p. 214 ss., spec. 219.

<sup>(158)</sup> Così, tra gli altri, M. LÜTTER, *Zur Anfechtung*, cit., p. 686; K. HOPT, *sub § 39*, in A. BAUMBACH, K. HOPT, (a cura di), *HGB*, München, 2016, Rn. 3.

<sup>(159)</sup> M. HABERSACK, “*Macroton*” – *was bleibt?*, in *ZHR*, 2012, 166, p. 467.

<sup>(160)</sup> V. § 34 UmwG.

tradizionale legame tra pieno indennizzo e proprietà azionaria, introducendo nel sistema un'ipotesi di “*Abfindung zum vollen Wert*” priva di copertura sul versante costituzionale<sup>(161)</sup>.

Al di là del rilievo sistematico della previsione, il criterio del valore intrinseco ha alcuni pregi evidenti: *i)* tutela la minoranza rispetto al rischio che una sottovalutazione delle azioni da parte del mercato possa consentire all'azionista di controllo di concludere la transazione “a sconto”, privilegiando l'obiettivo dell'accuratezza nella definizione del valore dell'impresa; *ii)* allinea tale fattispecie alle altre ipotesi di *kaltas Delisting*; *iii)* supera, in un certo senso, la formalità dell'argomento secondo cui il venir meno della quotazione non sarebbe equiparabile ad uno *squeeze-out*, in quanto lascerebbe aperta agli investitori la strada della permanenza in società, assimilando così i criteri di valutazione nei due casi.

Non occorre, al contempo, spendere molte parole per evidenziare come il riferimento al valore di mercato consegua, dal canto suo, gli obiettivi della certezza e speditezza nella valutazione delle azioni, oltre che della deflazione del contenzioso.

Un secondo profilo di disciplina su cui merita soffermarsi è quello dei destinatari della tutela. Ai sensi del § 39, Abs. 2, BörsG l'offerta deve essere rivolta a *tutti* gli strumenti oggetto della richiesta di *delisting*, che diano accesso, anche solo potenzialmente, al capitale (“*[auf den] Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des [Delisting-] Antrags sind*”)<sup>(162)</sup>. L'*exit* regolato al § 29, Abs. 1, UmwG non assume il medesimo carattere “oggettivo”, poiché interessa unicamente gli *azionisti*<sup>(163)</sup> che si siano *opposti* alla trascrizione della delibera. Lo stesso principio vale naturalmente per tutte le fattispecie di *kaltas Delisting* basate sull'adozione di una delibera alla quale si leghi un diritto di uscita del socio: la natura endosocietaria del disinvestimento giustifica il rilievo attribuito alla qualità di azionista ed alla condivisione o meno da parte della minoranza delle modifiche decise dalla maggioranza. In ciò, l'*Abfindung* si avvicina al nostro diritto di recesso, distaccandosi invece dalle forme di acquisto residuale contemplate dal diritto francese, per le quali – lo vedremo – il dato del dissenso rispetto alla politica della maggioranza non assume alcun ruolo.

La natura del rimedio selezionato è densa di implicazioni anche sui versanti del controllo sulla congruità del prezzo e del rapporto tra *exit* e *delisting*.

---

<sup>(161)</sup> V. ampiamente C. VON BERG, *Der Marktriückzug*, cit., p. 431 ss.

<sup>(162)</sup> Ai sensi del § 2, Abs. 2, WpÜG: “Wertpapiere sind, auch wenn für sie keine Urkunden ausgestellt sind, 1. Aktien, mit diesen vergleichbare Wertpapiere und Zertifikate, die Aktien vertreten, 2. andere Wertpapiere, die den Erwerb von Aktien, mit diesen vergleichbaren Wertpapieren oder Zertifikaten, die Aktien vertreten, zum Gegenstand haben”.

<sup>(163)</sup> Cfr. OLG Düsseldorf, 6 dicembre 2000, in *DB*, 2001, p. 189.

Quanto al primo, la verifica in relazione al documento d'offerta *ex* § 39, Abs. 2, BörsG spetta all'Autorità di vigilanza, mentre l'eventuale successiva verifica giudiziale sulla correttezza del processo valutativo si attua per il tramite di un regolare procedimento innanzi al Tribunale ordinario. Come già osservato, nel caso dell'*Abfindung*, il sindacato sulla misura dell'indennizzo corrisposto al socio uscente si attua, invece, per il tramite del c.d. *Spruchverfahren*, un procedimento di volontaria giurisdizione, la cui disciplina è contenuta in una legge speciale ("*SpruchG*"). Tale verifica, attivabile dal socio entro tre mesi dalla data dell'iscrizione della delibera nel registro delle imprese, segue, nel caso della fusione, quella operata dall'esperto indipendente nominato dal Tribunale ("*Verschmelzungsprüfer*") ai sensi del § 30 UmwG.

Si noti, infine, che, mentre l'adesione all'offerta prevista al § 39, Abs. 2, BörsG non presuppone necessariamente che ad essa segua *effettivamente* il *delisting* delle azioni, quella legata all'*Abfindung* può intervenire soltanto dopo che la delibera di fusione sia stata adottata ed iscritta nel registro delle imprese, *ex* § 31 UmwG<sup>(164)</sup>.

Le segnalate diversità di assetto disciplinare non paiono tali da porre in discussione l'equipollenza tra *Abfindung* e *Delisting-Angebot* quali *tecniche di tutela*. È infatti ben vero che il "bene" protetto è il medesimo nell'uno e nell'altro caso: entrambi gli strumenti consentono all'azionista esterno di uscire dalla società a condizioni non penalizzanti, prevenendo il rischio di un deterioramento del valore del titolo, in conseguenza di un mutamento fondamentale della sua iniziativa di investimento. Essi condividono, inoltre, la funzione conservativa: a differenza dell'offerta obbligatoria *ex* § 35 WpÜG non costituiscono un'opportunità di arricchimento per il socio uscente, ma si esauriscono in un atto di disinvestimento in senso stretto.

Affinità si riscontrano altresì sul piano dei soggetti su cui ricade il peso economico dell'*exit*, fattore, questo, rilevante *ex parte creditoris*: l'acquisto delle azioni può infatti avvenire, in entrambi i casi, ad opera della società, del socio di controllo ovvero di un terzo.

Tuttavia, rispetto ai singoli profili applicativi già messi in luce si colgono differenze non marginali, che riflettono, in un certo senso, il contesto di emersione dei due strumenti. Il raffronto tra *Abfindung* e *Delisting-Angebot* mostra, infatti, la maggior propensione del primo a tutelare il recedente, attraverso l'obiettivo dell'accuratezza nella valutazione del valore intrinseco dell'azienda, anche in sede di scrutinio giudiziale, e la marcata efficienza del secondo, là dove esso ancora al valore di scambio il *quantum* della liquidazione ed assicura protezione a tutti i titolari di strumenti coinvolti dall'operazione. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di centrale rilevanza:

---

<sup>(164)</sup> Sottolinea il punto, U. WACKERBATH, *Das neue Delisting-Angebot nach 39 BörsG oder: Hat der Gesetzgeber hier wirklich gut nachgedacht?*, in *WM*, 2016, p. 385.

la natura “societaria” del primo ne circoscrive l’applicabilità ai soli emittenti di diritto tedesco, qualunque ne sia il mercato di quotazione; al contrario, l’appartenenza del secondo al diritto dei mercati fa sì che esso interessi *tutte* le società quotate su mercati regolamentati nazionali, a prescindere dalla loro nazionalità.

## **6. Riflessioni conclusive: lo scambio tra quotazione su un mercato regolamentato e disinvestimento a prezzo amministrato**

Lo studio dell’esperienza tedesca ha lasciato emergere due profili di centrale rilevanza.

Il primo si lega alla natura degli interessi coinvolti da un’operazione di *delisting*. Sul punto, si è avuto modo di segnalare come le norme in materia ambiscano, fin dalla loro introduzione, a definire un punto di equilibrio tra *due* contrapposti interessi: quello dell’emittente alla de-quotazione e quello degli investitori-azionisti *attuali* a continuare a godere dei benefici connessi all’esistenza di un luogo di scambio regolamentato dei titoli. Le norme presidiano, in altre parole, l’interesse *oggettivo* dell’impresa a svincolarsi dai costi e dagli oneri derivanti dalla quotazione e la fiducia riposta dagli investitori nella futura liquidabilità degli strumenti *già acquistati* alle condizioni offerte dal carattere regolamentato della *trading venue*. Il che segnala la non appartenenza dell’evento *delisting*, ove indotto da un’iniziativa dell’emittente, all’area della aleatorietà sopportata dall’investitore con l’acquisto del titolo<sup>(165)</sup>.

Quanto al primo interesse, la de-quotazione non rappresenta una misura “premiata”, appropriabile soltanto da un determinato investitore al ricorrere di precise circostanze, ma è intesa alla stregua di iniziativa volta al perseguimento dell’interesse sociale. La sua tutelabilità, inoltre, non dipende dalla circostanza che a farsene interprete sia una percentuale qualificata del capitale, ma unicamente alla sua effettiva rispondenza all’interesse sociale. L’operazione acquista nel contesto corporativo natura meramente *gestoria*: spetta agli amministratori operare siffatta valutazione, anche alla luce delle condizioni di liquidità del mercato e, con esse, del sacrificio così imposto a quella parte dell’azionariato che vedrebbe “recedere” il proprio interesse a conservare i benefici assicurati dalla quotazione.

---

<sup>(165)</sup> Con il termine “aleatorietà” intendiamo riferirci a quell’indirizzo dottrinale che traccia una linea di confine fra quelle variazioni nell’*an* e nel *quantum* della prestazione sopportate dai contraenti in virtù della natura del negozio e quelle idonee, al contrario, a rompere il rapporto di sinallagmaticità del contratto (sul punto, v. T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1958, I, p. 444 ss.; nonché L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l’alea normale*, Padova, 2000, p. 129 ss.).

Il passaggio si lega a stretto filo con un secondo profilo di rilievo, ossia: la scelta dell'ordinamento di riquilibrare il contrapposto interesse degli investitori in termini puramente indennitari.

Si è detto che l'esistenza di un luogo di scambio dei titoli, soggetto ad una disciplina speciale, non rappresenta un valore tutelato *ex se*, ma, piuttosto, nella sua qualità di presupposto fondante l'investimento azionario. Nell'ottica di mercato, i vincoli apposti alle operazioni di *delisting* salvaguardano la fiducia riposta da chi gli strumenti li ha già acquistati nella futura possibilità di disporre alle condizioni offerte dall'esistenza di una *trading venue*, per lo più regolamentata. Nell'ottica associativa, la quotazione rileva nella sua veste di caratterizzazione funzionale ad arricchire la sfera di interessi del *singolo azionista-investitore* di un tratto ulteriore: quello dell'agevole liquidabilità del titolo.

Il che conferma, per un verso, che la previsione di cautele è del tutto slegata dal fatto che l'acquisto da parte della società dello *status* di *Börsennotierte AG* conduca al riconoscimento, in favore di tutti gli azionisti, di un più ampio catalogo di diritti corporativi; per un altro, che la quotazione conferma lo stesso rapporto tra società e investitore, al punto da determinare per quest'ultimo il venir meno "*der gesellschaftsvertraglichen Geschäftsgrundlage*", in caso di *delisting* su iniziativa della prima.

Non a caso il "dirottamento" della disciplina in materia di *reguläres delisting* nel BörsG, operato nell'intento di svalutare i riflessi in chiave organizzativa della transazione, ha mostrato tutta la propria fragilità, là dove animato dal tentativo di disegnare una partizione sistematica tra "mercato" e "corporazione"<sup>(166)</sup>. L'inefficacia di un mero termine di preavviso a salvaguardare gli investitori dallo scenario di una liquidazione penalizzante induceva gli interpreti ad *integrare* la disciplina di mercato guardando alle norme di diritto societario in materia di *Abfindung*. E la sensazione è che sia stato proprio il contenuto di queste ultime ad innescare una "circolazione di valori" all'interno del sistema, tale per cui l'adeguatezza del disinvestimento abbia assunto nel tempo il significato unitario di "liquidazione a condizioni non penalizzanti".

La disciplina giunge oggi a confrontare direttamente l'*exit* di natura endo-societaria con quello elaborato *ad hoc* dalla disciplina di mercato. Si è tuttavia avuto modo di verificare come il diverso

---

<sup>(166)</sup> Del resto, la dottrina aveva già da tempo messo in luce che nessun ostacolo logico impedisce al diritto societario di salvaguardare gli interessi degli azionisti come *Anleger*: le sue regole possono avere un contenuto di "mercato" e proteggere così i titolari di azioni in qualità di investitori. Si vedano, per tutti, le considerazioni di K. HOPT, *Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht*, in ZHR, 1977, p. 389 ss.

contesto di emersione dei due istituti si rifletta per certi versi sulla concreta articolazione delle tutele, oltre che sul perimetro applicativo delle previsioni.

La riqualificazione degli interessi degli investitori in termini puramente monetari esalta l'importanza delle informazioni, atteso che è tramite di esse che può essere condotto un esame sulle ragioni a fondamento della richiesta e sulla congruità del prezzo offerto.

Tali esigenze sono tanto più avvertite là dove il *quantum* della liquidazione assuma a parametro di riferimento il valore medio di scambio del titolo nel semestre antecedente alla richiesta di esclusione. La libertà per l'emittente di individuare il momento a sé più favorevole per ritirare i titoli apre al rischio che la richiesta cada in corrispondenza di una fase di sottovalutazione degli stessi e che proprio tale circostanza possa indurre il gruppo di controllo a percorrere la strada del *delisting* e non quella della *squeeze-out*, richiedendosi in quest'ultima eventualità non solo la corresponsione del valore intrinseco delle azioni, ma anche una verifica della sua accuratezza da parte di un esperto indipendente.

Il rapporto tra le due transazioni mostra punti di contatto, ma anche di divergenza. Quanto ai primi, è indubbio che, là dove il *going private* sia avviato dal gruppo di controllo, e non da un terzo esterno, il prezzo offerto tende a rispecchiare il valore minimo funzionale a giungere alla soglia che consenta di procedere all'esclusione. Ne deriva che la scelta del momento più opportuno per avviare la procedura è nelle mani della maggioranza, che è libera di individuarlo in forza di un calcolo opportunistico. Stesse considerazioni valgono per il *delisting*, atteso il riferimento del § 39, Abs. 2, BörsG al valore di scambio del titolo. Si noti, tuttavia, che mentre lo *squeeze-out*, nell'accordare all'iniziatore un potere di riscatto delle azioni, interessa la sfera delle proprietà azionaria, il *delisting* non coinvolge tale profilo. Il che comporta minori garanzie sia sul piano dei presupposti che abilitano l'emittente ad ottenere il provvedimento di revoca, sia su quello del prezzo corrisposto, attesa l'assenza di qualsivoglia controllo di adeguatezza da parte di un esperto esterno.

Al di fuori delle ipotesi di abuso della disciplina, peraltro non semplici da individuare, è tuttavia netta la scelta del sistema verso la promozione delle istanze di certezza e celerità nella definizione delle pretese indennitarie in caso di *delisting*, anche a scapito dell'accuratezza della valutazione. E ciò secondo un modello che vede nella mera richiesta di esclusione dalle negoziazioni la via funzionale ad assolvere a tre obiettivi: *i)* disciplinare il *delisting* di emittenti esteri; *ii)* assicurare a tutti gli emittenti uno strumento di reazione ad un mercato delle azioni non più funzionante<sup>(167)</sup>;

---

<sup>(167)</sup> Conferme in questo senso provengono anche dagli studi empirici in materia, ove si pone in luce come il fenomeno riguardi solitamente società caratterizzate dalla presenza di un azionista di controllo e di

iii) consentire il trasferimento delle negoziazioni su una diversa *trading venue*, anche priva della qualifica di “mercato regolamentato”.

Con riguardo a quest’ultima eventualità, si è detto della tendenza verso la graduazione della disciplina, là dove all’esclusione degli strumenti non segua il definitivo venir meno di un mercato delle azioni. È, tuttavia, significativo che la profonda revisione delle norme sulle *trading venues* operata dal legislatore europeo e l’aumento di liquidità sui sistemi multilaterali di negoziazione non si sia per il momento tradotto in un affievolimento delle cautele assicurate alla minoranza nell’eventualità di un mero *downlisting*. La disciplina riconosce ancora oggi rilievo unicamente ai trasferimenti verso mercati dotati della qualifica di “regolamentato” alla luce del diritto europeo, rinviando tutti gli altri alle norme in materia di *delisting*. E ciò sebbene la giurisprudenza e la dottrina abbiano già da tempo messo in luce l’opportunità di valorizzare gli sviluppi che hanno interessato i sistemi multilaterali nell’ultimo ventennio<sup>(168)</sup>: basti pensare all’applicazione anche a questi segmenti delle norme in materia di abuso di mercato.

Si tratta di riflessioni che si accompagnano a considerazioni di più ampia portata relative all’estensione alle società quotate su questi segmenti della disciplina in materia di o.p.a. obbligatoria e perfino della qualifica di *Börsennotierte AG*. Sul punto, è indubbio che la diversa natura giuridica dei due mercati e la formale separazione tra BörsG e WpHG risulti sempre meno coerente con la direzione assunta dal diritto dei mercati finanziari a livello europeo.

---

un mercato dei titoli non più funzionante (cfr. L. R. KRÄMER, S. THEIB, *Delisting nach der Macroton-Entscheidung des BGH*, in *AG*, 2003, p. 225 ss; J. RUBEL, E. KUNZ, *Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses beim “Delisting” aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs – Eine Untersuchung am Beispiel des Entry Standard*, in *AG*, 2011, p. 399 ss.).

<sup>(168)</sup> OLG München, sentenza *Lindner II*, in *NZG*, 2008, p. 755.

## CAPITOLO SECONDO

### IL SISTEMA FRANCESE

SOMMARIO: 1. La privatizzazione del mercato ed i suoi riflessi sulla natura dell'atto di revoca; 2. Una prima ricognizione della disciplina in materia di *delisting*: le divergenze rispetto al modello tedesco; 2.1. L'operazione nella prospettiva dell'emittente: i canali della *Offre publique de retrait* e della *Offre de retrait obligatoire*. L'intima connessione tra *delisting* e *going private*; 2.1.1. Il rilievo delle modifiche apportate dalla *Loi Pacte...*; 2.1.2. (segue)... e le ragioni che hanno animato la riforma; 2.2. La disciplina in materia di *Radiation sur demande de l'Emittent*: la residualità della fattispecie nel contesto francese; 2.3. Le operazioni di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato (anche privo della qualifica di regolamentato): l'attenzione riservata al profilo della graduazione della disciplina; 3. I limiti all'abbandono del mercato. Lo strumento protettivo dell'o.p.r.: fattispecie e disciplina; A) La *demand de retrait*; B) Le restanti applicazioni dell'o.p.r.; 3.1. Una prima ricostruzione della tutela offerta dall'o.p.r.; 3.2. Fondamento dogmatico e "funzioni" dell'o.p.r.; 3.2.1. Le finalità perseguite dalla disciplina: collegamento con gli istituti dell'*Abfindung* e del diritto di recesso; 4. Riflessioni conclusive: l'individuazione di una soglia di "rilevanza" dell'interesse alla quotazione. Ancora sulle divergenze rispetto al modello tedesco

#### 1. La privatizzazione del mercato ed i suoi riflessi sulla natura dell'atto di revoca

L'ordinamento francese ha rappresentato a lungo per l'Italia un modello di riferimento con riguardo a larghissima parte della disciplina sulla Borsa. I due sistemi condividevano, infatti, il carattere pubblicistico dell'organizzazione ed il conseguente accentramento in capo a pubbliche Autorità dei poteri funzionali ad assicurare il corretto funzionamento del mercato, *in primis* quelli relativi ai procedimenti di ammissione e revoca dei titoli (d)alla quotazione<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> La Borsa di Parigi nacque nel 1724 proprio al fine di assicurare un monopolio statale sulle negoziazioni. A partire da quel momento, e fino alla Loi n° 96-597 del 2 luglio 1996, nonostante le profonde modifiche apportate al sistema per evidenti esigenze di modernizzazione, le borse francesi hanno mantenuto il carattere di pubbliche istituzioni. Esse nascevano, infatti, "par arrêté du ministre de l'économie et des finances", ed il loro ordinato funzionamento era rimesso all'attività di organi pubblici centrali. Anche in questo contesto, pertanto, la regolamentazione del mercato dei valori mobiliari era tradizionalmente materia rientrante nella sfera di applicazione del diritto amministrativo e fortemente permeata nei suoi contenuti da esigenze di tutela del pubblico interesse. Alla *Commission des opérations de bourse* ("COB"), istituita nel 1967 in luogo del precedente *Comité des bourses de valeurs*, era attribuita una funzione generale di sorveglianza sul corretto funzionamento del mercato, oltre che competenze in materia regolamentare. Essa era, in particolare, investita di un certo numero di specifiche prerogative, tra le quali rientrava quella di decidere sulle istanze di ammissione dei titoli alla quotazione e sulla loro revoca. Accanto alla COB vi era poi la *Chambre syndicale des agents de change*, rappresentativa della categoria degli

Il recepimento della normativa europea in materia di servizi di investimento e mercati degli strumenti finanziari ha pertanto comportato, anche in questo sistema, una vera e propria rifondazione delle regole di funzionamento e degli assetti istituzionali delle sedi di negoziazione. Alla luce del suo nuovo carattere imprenditoriale, l'attività di organizzazione e gestione di un mercato regolamentato è oggi prerogativa delle *entreprises de marché*<sup>(2)</sup> e l'ammissione alla quotazione si configura come contratto (la c.d. *convention de cotation*) risultante dalla proposta-accettazione delle condizioni alle quali la società di gestione offre i propri servizi<sup>(3)</sup>.

Coerentemente con quanto osservato, le competenze in materia di sospensione e revoca degli strumenti finanziari dalla quotazione, al pari di quelle in punto di ammissione, sono gradualmente migrate dalla *Commission des Opérations de Bourse* ("COB"), in qualità di organo pubblico deputato

---

agenti di cambio, numero chiuso e ristretto di pubblici ufficiali a cui era stato riservato il diritto esclusivo di effettuare le negoziazioni sui titoli ammessi alla quotazione. Anch'essa era un organo unico a livello nazionale, con sede a Parigi, con funzioni consultive rispetto a tutte le questioni concernenti il corretto funzionamento della Borsa. Per un quadro completo dell'organizzazione delle borse valori e della sua evoluzione nel tempo v. G. RIPERT, *Traité élémentaire de droit commercial*, vol. II, Paris, nelle sue successive edizioni, l'ultima delle quali risalente al 1996. Mentre il carattere pubblicistico dell'organizzazione è venuto meno nel tempo, il sistema borsistico francese mantiene ancora oggi la sua struttura accentrata. La Borsa di Parigi, pur non essendo né la più antica, né l'unica mai esistita nel Paese, ha sempre rivestito un indiscusso ruolo primario. La ragione non è solo rappresentata dal fatto che mancassero presso le borse di provincia organi locali minori propriamente detti, ma anche dall'affermarsi, con il D. 30 octobre 1961, del principio della quotazione unica su tutto il territorio nazionale e la conseguente impossibilità di quotare presso le borse di provincia i titoli già negoziati presso quella di Parigi.

<sup>(2)</sup> Anche in questo sistema, in virtù di quanto disposto dalla MiFID II, l'autorizzazione è concessa al "sistema" di negoziazione, che opera in conformità a quanto previsto dalla disciplina di riferimento. Il modello francese resta, tuttavia, ancorato all'impostazione più tradizionale in base alla quale la società di gestione, dotata di personalità giuridica, è anche il soggetto all'interno del quale si incardina il mercato.

<sup>(3)</sup> La perfetta riconducibilità al paradigma contrattuale delle previsioni dettate dal regolamento di mercato sconta le difficoltà di inquadramento sorte anche nel nostro ordinamento. Pur essendo minoritaria la tesi in favore della loro qualificazione in termini di vere e proprie norme di diritto pubblico (così T. BONNEAU, *Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires – De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché*, in *RTDC*, 1997, p. 257 ss; T. BONNEAU, F. DRUMMOND, *Droit des Marchés Financiers*, Paris, 2010, p. 560), non si manca di osservare che il controllo e la necessaria approvazione delle stesse da parte dell'AMF le allontanerebbe dalla logica meramente contrattuale, per attribuire loro il carattere di regolamentazione privata, emanata nell'esercizio di una facoltà riconosciuta dalla legge (J. J. DAIGRE, *Les nouvelles règles de marché*, in *RD bancaire et fin.*, 2001, p. 213 ss.). È, invece, pacifica la natura contrattuale del regolamento di un MTF, considerato che questo, diversamente da quanto previsto per i mercati regolamentati, è unicamente esaminato dall'AMF, alla quale non è riconosciuto un potere di approvazione formale, ma soltanto la facoltà di opporsi alla sua applicazione, qualora esso risulti contrastante con la disciplina di riferimento (v. art. L. 424-2, Code mon. fin. e artt. 521-6 e ss. RG AMF).

alla sorveglianza sul corretto funzionamento del mercato, ai “*gestionnaires de plate-forme de négociation*”<sup>(4)</sup>.

L’art. L. 420-10 del *Code Monétaire et financier* (“Cod. mon. fin.”), nel sancire tale regola di competenza, riproduce fedelmente il contenuto dell’art. 52, MiFID II, anche sotto il profilo dei limitati poteri attribuiti alla *Autorité des marchés financiers* (“AMF”)<sup>(5)</sup>; la scelta è espressione della rinuncia da parte del legislatore francese alla facoltà, accordata dall’art. 69, comma 2, della Direttiva, di riconoscere all’Autorità di vigilanza poteri più pervasivi rispetto al grado minimo individuato dalla lett. n) della previsione<sup>(6)</sup>.

Il modello attuale si distacca non solo da quello tradizionale di stampo pubblicistico, ma anche dalla distribuzione di competenze originariamente prevista dall’art. 42 della Loi n° 96-597. La norma da ultimo richiamata conferiva, infatti, alla società di gestione il potere di disporre la revoca degli strumenti finanziari, ma riservava altresì alla COB un diritto di opposizione<sup>(7)</sup>; a ciò si aggiunga che tra le materie attribuite alla competenza regolamentare della società di gestione figurava quella delle condizioni di sospensione dei titoli, mentre non era previsto alcun riferimento ai presupposti di revoca<sup>(8)</sup>. Una lettura combinata dei due elementi non chiariva pertanto, a dispetto della lettera della norma, se la revoca fosse o meno un atto del gestore e, in caso affermativo, quale latitudine avessero i suoi poteri<sup>(9)</sup>.

Ogni dubbio veniva tuttavia fugato, all’atto del recepimento della MiFID I, con l’abolizione del diritto di opposizione dell’AMF e l’attribuzione in via *esclusiva* alla società di gestione della competenza a revocare gli strumenti dalla quotazione<sup>(10)</sup>.

All’Autorità di vigilanza residuano tutt’oggi soltanto il potere di richiedere l’esclusione di strumenti non più conformi al regolamento e di prescriberla quando questi abbiano già formato

---

<sup>(4)</sup> Cfr. Art. L. 420-1, Code mon. fin.

<sup>(5)</sup> Per un quadro sulle competenze regolamentari, di controllo e sanzionatorie oggi spettanti all’AMF v. T. BONNEAU, *Droit Financier*, Paris, 2017, pp. 94-140.

<sup>(6)</sup> In particolare, cfr. Art. L. 420-1, comma 1, par. 3 e 5 e comma 2, Code mon. fin.

<sup>(7)</sup> Cfr. art. 42.-II.3, Loi n° 96-597: “La radiation d’un instrument financier est décidée par l’entreprise du marché, sous réserve du droit d’opposition de la Commission des opérations de bourse”.

<sup>(8)</sup> Cfr. Art. 42.-I, Loi n° 96-597.

<sup>(9)</sup> A. PENSE, H.-J. PUTTFARKEN, *Französisches Börsen- und Kapitalmarktrecht*, in K. J. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform*, cit., p. 1047.

<sup>(10)</sup> Cfr. Art. L. 421-15 Cod. mon. fin (vecchia formulazione): “La radiation d’un instrument financier peut être décidée par l’entreprise de marché (...)”.

oggetto di tale decisione su un'altra piattaforma, nazionale o europea, al ricorrere delle condizioni enunciate all'Art. L. 420-10 Code mon. fin. e direttamente discendenti dal diritto europeo<sup>(11)</sup>.

All'esito dello sviluppo illustrato emerge la trasformazione che l'operazione di revoca, sotto il profilo dell'organizzazione del mercato, ha subito nel tempo. Essa ha perduto il carattere di provvedimento emanato nell'esercizio di pubblici poteri, per divenire “*une opération technique, du ressort de la seule gestion commerciale du marché*”<sup>(12)</sup>. Si tratta della medesima linea evolutiva che ha interessato l'ordinamento italiano e che si accompagna, come accennato, non certo ad un disconoscimento del rilievo pubblico sotteso alla nostra materia ma ad una sua «iniezione» sul versante delle condizioni apposte alla libertà delle società emittenti di liberarsi della quotazione.

## **2. Una prima ricognizione della disciplina in materia di *delisting*: le divergenze rispetto al modello tedesco**

Spostando l'attenzione sul dato positivo, vi sono tre elementi che balzano agli occhi dell'interprete, soprattutto se posti a confronto con il modello tedesco.

*i)* Lo spazio riservato dalla disciplina francese al nostro tema lascia intendere che al *delisting* è espressamente dedicata una sola previsione: il già menzionato art. L. 420-10, Code mon. fin.

La norma si colloca tra le disposizioni comuni a *tutte* le piattaforme di negoziazione ed il suo contenuto ricalca pedissequamente il dettato dell'art. 52, MiFID II. Essa abilita il gestore di una piattaforma a disporre l'esclusione degli strumenti che cessino di rispettare le regole del mercato, a meno che tale esclusione non rischi di causare un danno significativo agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato, occupandosi poi di illustrare gli effetti della deliberazione sulle eventuali negoziazioni attive su altre piattaforme o sugli strumenti finanziari derivati e di prescrivere specifici obblighi di comunicazione nei confronti dell'Autorità di vigilanza<sup>(13)</sup>.

---

<sup>(11)</sup> Cfr. Art. L. 420-10, comma 1, par. 3 e 5 e comma 2 Code mon. fin. e art. 52, comma 2, par. 2, 4 e 6, MiFID II.

<sup>(12)</sup> Rapport JEGOU, A. N. n° 2692, p. 182.

<sup>(13)</sup> Il dettato dell'art. L.420-10, I, Code mon. fin. ricalca quello dell'art. 52(1), MiFID II: “Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation peut suspendre, pour une durée déterminée, ou radier de la négociation un instrument financier, lorsque cet instrument ou les conditions de sa négociation n'obéissent plus aux règles de la plate-forme, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné de la plate-forme”.

Nel solco dell'ampliamento del novero delle *trading venues* operato dalla MiFID e dell'assoggettamento delle piattaforme a regole costitutive e di trasparenza sempre più analoghe, il legislatore francese racchiude oggi al di sotto di regole comuni alcuni dei profili di disciplina legati all'organizzazione e alla gestione in senso tecnico del mercato, annoverando tra questi anche l'esclusione degli strumenti dalle negoziazioni.

Ciò non esclude che la nozione di *marché réglementé* mantenga una valenza specifica, derivante dal più ampio assetto della disciplina societaria e del mercato dei capitali. Si assiste, tuttavia, ad una graduale estensione ai sistemi multilaterali di alcune normative, tradizionalmente riservate ai mercati regolamentati. In quest'ottica, l'art. L. 433-3, II, Code mon. fin., prevede che la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria si applichi, qualora venga superata la soglia dei cinque decimi del capitale o dei diritti di voto, anche alle società le cui azioni siano ammesse su di un mercato per la negoziazione di strumenti finanziari che non costituisce un mercato regolamentato. Previsione analoga è dettata dall'art. L. 433-4, IV, Code mon. fin., per le norme di cui ai commi I(1°), II e III in materia di *Offre publique de retrait* e *Offre publique de retrait obligatoire*. Il tutto sul presupposto che non sussiste (più) alcuna diversità ontologica tra i due mercati tale da escludere che certe esigenze di protezione dell'azionariato di minoranza non possano presentarsi anche su di un sistema multilaterale.

Il *trend* non è privo di rilevanza per la nostra materia, atteso che, come vedremo, si accompagna ad una progressiva riduzione dei vincoli apposti alle operazioni di *migrazione* delle negoziazioni da un mercato regolamentato ad uno privo di tale qualifica. In quest'ottica, un ulteriore riferimento deve, allora, correre all'art. L. 421-14, V, Code mon. fin., ai sensi del quale il trasferimento delle negoziazioni di strumenti finanziari da un mercato regolamentato ad un sistema multilaterale soggetto alle norme in materia di o.p.a. obbligatoria avviene in forza di un procedimento *simplificato*, fondato sulla previsione di obblighi informativi e sull'adozione di una delibera assembleare<sup>(14)</sup>.

---

<sup>(14)</sup> Ai sensi della menzionata previsione: “Lorsque l'émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé envisage de demander l'admission aux négociations de ses instruments financiers sur un système multilatéral de négociation soumis aux dispositions du II de l'article L. 433-3, il en informe le public dans les conditions fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers dans un délai au moins égal à deux mois avant la date envisagée de l'admission aux négociations des instruments financiers sur le système multilatéral de négociation concerné. Une résolution de l'assemblée générale statue sur toute demande d'admission aux négociations des instruments financiers sur le système multilatéral de négociation concerné. Cette admission ne peut intervenir avant l'expiration d'un délai de deux mois à compter de la date de la réunion de l'assemblée générale. Les alinéas

Il sistema francese è quello che mostra la maggior attenzione per la previsione di norme volte a riqualificare gli sviluppi intervenuti nella disciplina sulla struttura delle *trading venues* in una maggior *graduazione* dei vincoli apposti alla libertà per le società emittenti di abbandonare il mercato regolamentato. Pur non essendo l'unico ad aver esteso ai sistemi multilaterali di negoziazione lo strumento dell'o.p.a. obbligatoria, si distingue per aver valorizzato quei mutamenti anche sotto il profilo del *delisting*. D'altro canto, la ricchezza e articolazione delle previsioni dedicate al tema della migrazione delle negoziazioni si riflette sulla sostanziale riconduzione dell'abbandono *tout court* del mercato all'alveo delle operazioni di esclusione della minoranza.

ii) L'art. L. 420-10 Code mon. fin., se confrontato con il § 39 BörsG non sancisce *expressis verbis* la facoltà per l'emittente di chiedere l'esclusione dei propri strumenti. La previsione si limita, in effetti, a considerare l'eventualità in cui gli strumenti oggetto di *delisting* non rispondano più ai requisiti prescritti dal regolamento, annoverando così al proprio interno sia le fattispecie di revoca per esigenze di tutela del mercato, sia quelle indotte da operazioni straordinarie o di consolidamento. L'art. L. 421-14, V, Code mon. fin, dal canto proprio, guarda unicamente alle istanze di esclusione funzionali al *downlisting*.

È dalla lettura del regolamento di mercato ("*Euronext Paris Rule Book IP*") che si ricavano indicazioni in materia di trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato regolamentato e *delisting* su richiesta della società emittente. Se con riguardo al primo profilo, il modello ricalca quello previsto nell'ordinamento tedesco, in merito al secondo, la norma segnala, già ad una prima lettura, che la richiesta di esclusione *tout court* degli strumenti è intesa quale via di uscita del tutto *residuale*, accessibile unicamente ad una parte qualificata dell'azionariato e subordinata sia alla sussistenza di condizioni di illiquidità del mercato sia al riconoscimento agli investitori di pretese indennitarie.

La scelta risulta coerente, per un verso, con la previsione di un'articolata disciplina in materia di migrazione delle negoziazioni su un diverso mercato (anche non regolamentato), per un altro, con la facoltà riconosciuta al gruppo di controllo dall'art. L. 433-4, I, 1°, Code mon. fin. di lanciare un'o.p.a. volta al *delisting* delle azioni, a condizione che la partecipazione detenuta sia almeno pari al 90 per cento del capitale o dei diritti di voto (c.d. *Offre Publique de retrait*).

---

précédents sont applicables aux sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à un milliard d'euros." In tema, v. *infra*, par. 2.3. di questo capitolo.

Già da queste prime indicazioni emerge come la soluzione adottata dal sistema francese non risulti perfettamente sovrapponibile a quella vigente in Germania: la quotazione è infatti intesa quale elemento disponibile *soltanto* se una parte qualificata del capitale sociale e dei diritti di voto (almeno pari al 90 per cento e, dunque, non una semplice maggioranza) assuma un'iniziativa in tal senso. D'altra parte, al verificarsi di quella condizione appare chiaro che ai soci esterni non spetti nulla di più di un mero indennizzo.

*iii)* Vi è, infine, un terzo elemento meritevole di attenzione. Il diritto societario presenta un rilievo del tutto marginale nella definizione della disciplina in discorso. Le sue norme assumono senz'altro peso là dove l'abbandono del mercato si accompagna ad operazioni straordinarie o sul capitale, specialmente sul versante dei meccanismi di formazione della volontà dell'ente, ma è il diritto dei mercati ad aver sviluppato nel tempo istituti volti a tutelare l'elemento della quotazione degli strumenti. Ciò si lega - lo vedremo - all'assenza nel contesto delle società di capitali di strumenti assimilabili all'*Abfindungsrecht* di diritto tedesco o al nostro diritto di recesso e al conseguente emergere di un'articolata disciplina dell'o.p.a. residuale, per molti versi sostitutiva o suppletiva di un *exit* di natura corporativa. Del resto, la vicenda del *delisting*, anche se riguardata nella prospettiva della maggioranza azionaria, risulta tradizionalmente incentrata sul medesimo istituto, nato, potrebbe dirsi, con una doppia anima: da un lato, consentire agli emittenti di uscire dal mercato di quotazione e, dall'altro, soddisfare l'esigenza del socio minoritario di vendere a condizioni adeguate là dove il mercato, a fronte della concentrazione del capitale nelle mani di un unico soggetto, non lo assicura più.

*2.1. L'operazione nella prospettiva dell'emittente: i canali della Offre publique de retrait e della Offre publique de retrait obligatoire. L'intima connessione tra delisting e going private*

Si è già accennato al fatto che la *Offre publique de retrait* ("o.p.r.") e, a partire dal 1993, la *Offre publique de retrait obligatoire* ("r.o.") rappresentano, nel sistema francese, le vie naturali di abbandono del mercato regolamentato.

La centralità rivestita dalle due procedure spiega il perché le recentissime modifiche introdotte dalla *Loi Pacte*<sup>(15)</sup>, e volte, perlomeno programmaticamente, a semplificare il percorso di uscita

---

<sup>(15)</sup> Art. 75, Loi n°2019-486 del 22 maggio 2019 (*Loi Pacte*).

degli emittenti dal mercato di quotazione, abbiano riguardato proprio le soglie di capitale e dei diritti di voto funzionali alla loro messa in atto<sup>(16)</sup>.

La procedura di o.p.r., ai sensi dell'art. L. 433-4, I, 1°, Code mon. fin. consente all'azionista, o ai più azionisti concertisti, che detenga(no) almeno il 90 per cento del capitale o dei diritti di voto di una società francese le cui azioni siano negoziate su un mercato regolamentato europeo, di dare avvio ad un'offerta pubblica avente ad oggetto i titoli residuali. La medesima procedura può attivarsi anche su richiesta della minoranza (c.d. *demand de retrait*), alla quale si riconosce così, al raggiungimento della medesima soglia, la facoltà di *imporre* alla maggioranza l'acquisto dei titoli residuali<sup>(17)</sup>.

La finalità in entrambi i casi è l'abbandono del mercato di quotazione; tuttavia, qualora l'iniziativa provenga dalla minoranza, lo strumento acquista carattere protettivo e va ad aggiungersi alle ulteriori fattispecie di o.p.r. previste in relazione a mutamenti statutari deliberati

---

<sup>(16)</sup> L'incidenza della *Loi Pacte* sul diritto societario e finanziario francese è ben più ampia del profilo non appena individuato. La sua latitudine copre una varietà di elementi di rilievo essenziale per il funzionamento e la *governance* delle società. Basti pensare che ad essere interessate dalla riforma sono le previsioni legate alla stessa nozione di interesse sociale, alla composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società per azioni, al finanziamento della società e alla revisione dei conti. Per un quadro completo delle innovazioni da ultimo apportate, v. il *dossier Loi PACTE et droit des sociétés*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2019, n° 06, p. 33 ss.; A. COURET, B. DONDERO, *Loi Pacte et droit des affaires*, Levallois-Perret, 2019. Più in dettaglio, sulla scelta di ridurre le soglie funzionali a lanciare un'o.p.r. e una r.o., cfr. H. LE NABASQUE, *L'abaissement du seuil du retrait obligatoire et de l'OPR à 90 %*, pubblicato all'interno di quel *dossier* a p. 78 ss.; A. PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la Loi Pacte*, in *Rev. soc.*, 2019, p. 623 ss.; C. HAVET, G. PASTORELLI, *L'abaissement du seuil du retrait obligatoire: une réforme opportune?*, in *Rev. Droit & Affaires*, n° 15, 2018, p. 19 ss.

<sup>(17)</sup> Ai sensi della menzionata previsione: "Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers fixe les conditions applicables aux procédures d'offre et de demande de retrait dans les cas suivants: 1° Lorsque le ou les actionnaires majoritaires d'une société dont le siège social est établi en France et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen détiennent de concert, au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, au moins 90 % du capital ou des droits de vote" (corsivo aggiunto). L'attuale formulazione della norma circoscrive lo spazio riservato alla disciplina regolamentare dell'AMF alla sola definizione delle condizioni applicabili, provvedendo a fissare *direttamente* la soglia funzionale al lancio dell'offerta. Al contrario, la versione previgente si limitava a richiedere che il gruppo di maggioranza detenesse una "fraction déterminée des droits de vote", rimettendo poi alla fonte secondaria l'individuazione della soglia. La scelta, pur innalzando il grado di rigidità della disciplina, risponde all'esigenza di assicurare il rispetto del principio di legalità, alla luce degli effetti espropriativi della procedura, là dove all'o.p.r. segue il lancio di una r.o. (v. sul punto, A. PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait*, cit., p. 623 ss.).

dalla maggioranza ed incidenti sulla possibilità di vendere i titoli a condizioni accettabili. Su questo secondo profilo avremo modo di tornare ampiamente nel prosieguo della trattazione<sup>(18)</sup>.

Come già anticipato, la peculiarità dell'o.p.r. risiede proprio nel fatto di essere uno strumento dalla "natura ambivalente"<sup>(19)</sup>: per un verso, funzionale a ritirare la società dal mercato per non sottostare più ai vincoli e ai costi imposti dalla relativa disciplina<sup>(20)</sup>; per un altro, idoneo a proteggere gli investitori dalla perdita di liquidità dei titoli<sup>(21)</sup>. Una tale ambivalenza si rinviene, pur con accenti non perfettamente aderenti, anche nel sistema italiano, mentre resta estranea a quello inglese, ove lo strumento è volto piuttosto a riequilibrare le posizioni tra maggioranza e minoranza a margine di un'offerta di acquisto totalitaria che abbia riscosso ampio successo.

Sebbene il lancio di un'o.p.r. da parte del gruppo di controllo assicuri *di per sé* il risultato del *delisting*, la mera *possibilità* per i soci minoritari di vendere le proprie azioni potrebbe non condurre ad un contestuale consolidamento delle partecipazioni. Ciò spiega l'attrattiva della procedura di *squeeze-out*, introdotta nel sistema francese dalla Loi n° 93-1444 e riformata da ultimo proprio dalla *Loi Pacte*.

La trasposizione dell'art. 15 della Direttiva o.p.a., in materia di diritto di acquisto, non si è da subito accompagnata ad una perfetta integrazione con la procedura già in vigore nel sistema<sup>(22)</sup>. Fino al giugno scorso, in effetti, il *Règlement général* promulgato dall'AMF ("RG AMF") conteneva, al capitolo VII del Titolo III, due sezioni distinte: l'una dedicata all'esercizio del diritto di acquisto alla chiusura di una precedente o.p.r. ("*Retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait*"), l'altra relativa, invece, all'esercizio del medesimo diritto ai sensi della Direttiva o.p.a. e, pertanto, a seguito di ogni offerta riguardante la totalità dei titoli ("*Retrait obligatoire à l'issue de toute offre publique*")<sup>(23)</sup>. Siffatta dualità è oggi venuta meno, atteso che al summenzionato Titolo III la

---

<sup>(18)</sup> Art. L. 433-4, I, 2° e 3°, Code mon. fin. V. *infra* par. 3 di questo capitolo.

<sup>(19)</sup> Il virgolettato in R. WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in G. COLOMBO, G. B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, Torino, 1993, p. 439. Il punto è messo in luce anche da M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 111*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, vol. 1, p. 460.

<sup>(20)</sup> La disciplina consente all'offerente di lanciare un'offerta di acquisto avente ad oggetto *tutti* i titoli che diano anche solo potenzialmente accesso al capitale e quelli conferenti i diritti di voto, oltre che i certificati di investimento, se quotati, che non siano già nelle sue mani (v. art. 263-4, RG AMF).

<sup>(21)</sup> La *demand de retrait* può essere depositata soltanto dagli azionisti titolari delle azioni conferenti i diritti di voto non detenuti dal gruppo di controllo (v. art. 236-1, I, RG AMF), ovvero dai titolari dei certificati di investimento residuali, se quotati (v. art. 236-2, I, RG AMF).

<sup>(22)</sup> V. sul punto le osservazioni di C. VAN DER ELST, L. VAN DEN STEEN, *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, in ECFR, 2009, p. 396.

<sup>(23)</sup> V. ancora, C. VAN DER ELST, L. VAN DEN STEEN, *Balancing the Interests*, cit., p. 395 ss.

procedura oggetto di disciplina è *unica*. Si tratta di un passaggio di gran rilievo per il sistema francese, che spezza così definitivamente il tradizionale legame tra o.p.r. e r.o.<sup>(24)</sup>.

Fino al 2006, la finalità dello *squeeze-out*, poteva realizzarsi *soltanto* a condizione che l'offerente avesse: *i*) raggiunto la soglia minima di capitale o diritti di voto richiesta per l'o.p.r.; *ii*) lanciato un'o.p.r., secondo le modalità già viste; e *iii*) dichiarato, nel documento d'offerta, di riservarsi la facoltà di procedere, automaticamente ovvero entro dieci giorni dalla chiusura, all'acquisto coattivo dei titoli residui. L'o.p.r. rappresentava, insomma, un passaggio intermedio indispensabile per poter giungere all'esaurimento del flottante e, con esso, al *delisting*.

Il legame tra o.p.r. e r.o. è oggi, al contrario, meramente eventuale, ed anzi, solo una minima percentuale del numero complessivo di *delisting* segue il lancio di un'o.p.r. da parte di un soggetto che soddisfi già le condizioni imposte dall'art. 237-1, RG AMF<sup>(25)</sup>.

Ai sensi dell'art. L. 433-4, II, Code mon. fin., alla chiusura di qualsiasi offerta pubblica, ed entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, i titoli non ceduti sono trasferiti alla maggioranza che ne abbia fatto richiesta, a condizione che non rappresentino più del 10 per cento del capitale e dei diritti di voto esercitabili in assemblea e dietro corresponsione alla minoranza di una *indemnisation*<sup>(26)</sup>. Già da queste prime indicazioni si ricava che l'acquisto può seguire *direttamente* una qualunque offerta pubblica, a condizione che la soglia del 90 per cento del capitale e dei diritti di voto sia stata raggiunta.

---

<sup>(24)</sup> Sottolinea il punto, A. PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait*, cit., p. 623 ss., che rileva altresì: "Sur le fond, le périmètre d'application du retrait obligatoire demeure inchangé, puisque la loi nouvelle vise toute « offre publique », sans distinction, et qu'une OPR est incontestablement une offre publique".

<sup>(25)</sup> AMF, *Voluntary delistings from the Paris markets*, Economic and Financial Newsletter, 2006. Il *delisting* è infatti solitamente preceduto da un incremento della percentuale di capitale detenuta dall'azionista di controllo, sia mediante offerta pubblica di acquisto, sovente nella forma semplificata, sia mediante acquisti effettuati sul mercato.

<sup>(26)</sup> Si noti che l'abbassamento della soglia dal 95 al 90 per cento imposto dalla *Loi Pacte* ha condotto il legislatore a modificare la formulazione dell'art. L. 433-4, II, Code mon. fin., anche nel senso di prevedere che la concentrazione non può più alternativamente attenersi al capitale o ai diritti di voto, ma deve riguardare entrambi gli elementi, come richiesto dalla Direttiva o.p.a. Si tratta di una novità solo apparente per l'ordinamento francese, se si considera che già in relazione alla disciplina previgente il *Conseil des marchés financiers* aveva interpretato restrittivamente la formula "pas plus de 5% du capital ou de droits de vote", disponendo che l'effetto espropriativo poteva realizzarsi soltanto a condizione che gli azionisti di minoranza non detenessero più del 5 per cento né del capitale, né dei diritti di voto, al fine di evitare che l'eventuale maggioranza del voto riconosciuta all'azionista di maggioranza potesse consentire di aggirare la *ratio* sottesa a quelle cautele (v. *Revue mensuelle du CMF*, 2000, n° 37, p. 17).

Il rapporto tra le due procedure risulta ancor più chiaro guardando alle previsioni di dettaglio contenute nel RG AMF. L'art. 237-1, I, RG AMF ribadisce infatti che “à l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, l'initiateur de cette offre publique peut se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote moyennant indemnisation de ces derniers”. Il riferimento a “toute offre publique” deve intendersi proprio nel senso di equiparare, ai fini dell'esercizio del diritto di acquisto, l'offerta residuale ad ogni altra offerta, obbligatoria o facoltativa, in forma ordinaria o semplificata<sup>(27)</sup>.

Il fatto che all'offerta consegua l'obbligo di vendita dei titoli per la minoranza assicura al socio di maggioranza che l'abbandono del mercato non sconti la presenza di percentuali ridottissime di capitale in mano a terzi. Tale elemento non è, tuttavia, privo di conseguenze sul piano dei costi e delle cautele procedurali.

Qualora il canale prescelto sia quello di una mera o.p.r., il RG AMF subordina il giudizio di conformità del documento d'offerta soltanto all'assenza di *condition minimale* e alla previsione di un prezzo minimo “acceptable”<sup>(28)</sup>. In quest'ottica, è ritenuto *congruo* un corrispettivo *quantomeno* idoneo ad assicurare alla minoranza il disinvestimento a condizioni accettabili.

Più complesso risulta invece il procedimento, là dove si tratti di una procedura di r.o., attesi gli effetti *espropriativi* che il sistema francese vi ricollega. L'annuncio da parte dell'offerente dell'intenzione di procedere allo *squeeze-out* si riflette tanto sulla natura dell'offerta, che deve essere d'acquisto o perlomeno contenere un'opzione in denaro, quanto sulle garanzie di adeguatezza della valutazione dei titoli<sup>(29)</sup>. All'iniziatore è infatti richiesto di fornire all'AMF una stima obiettiva del valore di scambio dell'azienda, che tenga conto “selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales et des perspectives d'activité”, la cui correttezza è oggetto di esame da parte di un esperto indipendente. L'*indemnisation* da versare alla minoranza equivale di regola al prezzo corrisposto nel corso dell'offerta, salvo che non siano *medio tempore* intervenuti eventi idonei ad alterare il valore dei titoli. Unica eccezione è disposta per l'ipotesi in cui lo *squeeze-out* segua il lancio di un'o.p.a. totalitaria finalizzata ad acquistare il controllo della società *target*: in questo caso, è infatti assicurata all'offerente la possibilità di acquistare i titoli residui alle medesime condizioni dell'offerta, considerato l'elevatissimo grado di adesione alla stessa da parte degli azionisti.

---

<sup>(27)</sup> H. LE NABASQUE, *L'abaissement du seuil*, cit., p. 78.

<sup>(28)</sup> Art. 236-7 RG AMF. Sul punto v. *infra*, capitolo II, par. 3.1.

<sup>(29)</sup> V. Art. 237-3 RG AMF.

Ebbene, è proprio la centralità delle procedure non appena illustrate a far sì che in Francia il *delisting* sia tradizionalmente inteso quale naturale conseguenza di un'operazione di mercato volta ad azzerare il flottante mediante estromissione della minoranza azionaria ovvero a ridurlo in misura tale da sollecitare l'emissione di un provvedimento di revoca. Del tutto infrequenti sono i casi di *delisting* per dissoluzione dell'ente all'esito di un'operazione di fusione o su richiesta della stessa società emittente<sup>(30)</sup>.

#### 2.1.1. Il rilievo delle modifiche apportate dalla *Loi Pacte*...

Si è detto che dei profili di disciplina non appena illustrati oggetto di riforma da parte della *Loi Pacte* è stato quello relativo alla soglia di capitale e dei diritti di voto funzionale ad avviare le due procedure: il legislatore è infatti intervenuto al fine di abbassarla dal 95 al 90 per cento. E ciò ad un fine ben preciso: semplificare le operazioni di uscita dal mercato regolamentato ed incentivare così la quotazione degli emittenti<sup>(31)</sup>.

Si tratta di un'innovazione di indubbio rilievo per il sistema francese, adottata non senza rivolgere speciale attenzione alle scelte operate negli altri ordinamenti europei, ove la frazione di capitale e/o diritti di voto richiesta per lo *squeeze-out* si attesta, salve poche eccezioni, al 90 per cento. Il timore che un disallineamento rispetto a quell'impostazione potesse indurre gli emittenti a decidere “*de transférer le lieu de leur cotation dans des pays permettant un retrait obligatoire (suivi d'une radiation de la cote) dans des conditions moins strictes*”<sup>(32)</sup> ha spinto il legislatore verso il definitivo abbandono della soglia previgente.

Per comprendere al meglio la portata di tale modifica occorre anzitutto considerare che la procedura di r.o. è l'unica che consenta alla maggioranza azionaria di giungere ad uno *squeeze-out*. L'ordinamento francese non conosce un istituto assimilabile alla delibera di *squeeze-out* di diritto tedesco o agli *schemes of arrangement* di diritto anglosassone, né consente alla maggioranza, in occasione di operazioni di ristrutturazione d'impresa, di escludere la minoranza residua in virtù della corresponsione, in cambio delle sue azioni, di denaro o strumenti finanziari diversi dalle azioni. Siffatta impostazione si lega, più in generale, all'assenza nel diritto delle società di capitali

---

<sup>(30)</sup> Cfr. A. PIETRANCOSTA, “*Going private transactions*” in France, in RTDF, 2013, 1, pp. 76-78.

<sup>(31)</sup> Si tratta di un problema attuale considerato il numero ridotto di nuove quotazioni registrate negli ultimi anni. Si consideri che nel 2017 solo 12 nuove società hanno fatto il proprio ingresso sul mercato regolamentato gestito da *Euronext Paris*, mentre il numero si è fermato a 8 su *Euronext Growth*.

<sup>(32)</sup> Exposé des motifs du projet de loi.

di strumenti tesi a riqualificare la posizione corporativa della minoranza in termini puramente monetari. Sul punto avremo modo di tornare ampiamente.

Ciò che qui interessa rilevare è che, al di là della copertura assicurata dalla Carta Costituzionale alla partecipazione sociale quale “bene” oggetto di proprietà, invero comune a tutti gli ordinamenti europei<sup>(33)</sup>, in Francia è già il diritto azionario a riconoscere nella *conservazione* delle prerogative di azionista il cuore della proprietà azionaria: il diritto a rimanere socio rientra tra i c.d. *droits propres*<sup>(34)</sup>, ed è pertanto incomprimibile dalla maggioranza senza il consenso dell’interessato, eccezion fatta per le ipotesi di insanabile disaccordo tra i soci ovvero di rischio di estinzione della società<sup>(35)</sup>. La sensazione è che “*le droit fondamental de rester actionnaire*” costituisca ancora oggi un limite invalicabile per la maggioranza, la cui vigenza esclude che, al di fuori delle circostanze richiamate, alla minoranza possano essere riservate prerogative meramente

---

<sup>(33)</sup> In proposito, è sufficiente richiamare la pronuncia della *Cour de Cassation* del 1997 in occasione del c.d. *Affair Sogenal*, ove si dibatteva della compatibilità con il principio della tutela costituzionale della proprietà azionaria della procedura di r.o. (v. sulla vicenda, A. VIANDIER, *Retrait obligatoire: à propos de l'affaire "SOGENAL"*, in *RJDA*, 1995, p. 646 ss.). Anche in quel contesto, la Corte respingeva sia l’argomento dell’illegittimità costituzionale, sia quello della rottura ad opera della previsione del c.d. *pacte social* tra azionisti e società (V. Cass. comm., 29 aprile 1997, in *Rev. soc.*, 1998, p. 337 ss.). La decisione poneva in luce come siffatto potere di riscatto promuovesse l’*utilité publique*, pur non beneficiando direttamente la collettività. L’idea di fondo è, infatti, che l’esclusione della minoranza, nel semplificare la gestione e la direzione dell’impresa, serva anche l’*intérêt général*. Cfr. Cass. comm., 29 aprile 1997, cit., p. 341: “répond à l’utilité publique quand bien même la collectivité dans son ensemble ne servirait ou ne profiterait pas par elle-même du bien transféré [...]”.

<sup>(34)</sup> La teoria dei diritti propri, elaborata in Francia nel XIX secolo, ha senza dubbio perso la sua originaria portata, alla luce dell’ampio sviluppo a cui sono andate incontro le competenze attribuite all’assemblea straordinaria. Del resto, si discute oggi ampiamente di quali diritti possano annoverarsi ancora all’interno di quella categoria. Sul punto, M. GERMAIN nel 1999 faceva già rilevare come “Certes la loi du 24 juillet 1966 prévoit l’interdiction d’augmenter les engagements des actionnaires ou des associés de société à responsabilité limitée et l’interdiction de principe du changement de nationalité des sociétés par actions. Mais au-delà, l’hésitation est grande : le droit de vote, le droit aux bénéfices, le droit à la cession des titres, le droit de demander la nullité sont-ils des droits propres ? En revanche, le droit de rester dans la société et donc de n’être pas exclu est assez généralement considéré comme un droit propre de l’associé” (citazione tratta da *La renonciation aux droits propres des associés : illustrations*, in *Mélanges François Terré*, 1999, Paris, p. 401 ss.). Di recente, sulla portata della categoria nel diritto societario francese, v. A. COURET, *L’état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2016, n° 07-08, p. 433 ss., ove si rileva come anche il diritto a rimanere socio sia sempre più posto in discussione dalle modifiche apportate al sistema (“Droit de vote, droit à la cession, droit de rester dans la société, tous ces droits ont été singulièrement fragilisés”).

<sup>(35)</sup> A. VIANDIER, *Le retrait obligatoire*, in *RJDA*, 1994, p. 783.

indennitarie<sup>(36)</sup>. Inoltre, e per converso, alla minoranza non è riconosciuto un potere di negoziazione del proprio dissenso nelle forme di un diritto alla liquidazione della partecipazione a prezzo amministrato.

Se si pongono a confronto questi principi con le norme in materia di o.p.r. e r.o. emergono con chiarezza due elementi di divergenza.

Il primo, e forse più evidente, è che nel contesto delle società quotate il sistema riconosce (da tempo) ad una maggioranza qualificata un potere ablativo della partecipazione di minoranza. E ciò non solo quale misura “premiale”, appropriabile dall’investitore che abbia raggiunto la soglia in forza di determinate circostanze, ma anche quale potere esercitabile da quella parte di azionariato che si trovi *già* nelle condizioni di lanciare un’o.p.r. Ciò non esclude che lo *squeeze-out* debba in ogni caso intervenire all’esito di un’o.p.a. totalitaria, ma non è espressamente richiesto che la soglia del 90 per cento sia stata raggiunta dall’offerente con quella modalità. Il fatto che la partecipazione degli azionisti esterni si sia ridotta ad una frazione *residuale* lascia infatti presumere che gli interessi ad essa riconducibili abbiano natura puramente finanziaria e possano pertanto essere convertiti in pretese indennitarie, senza che a tale fine rilevino le *modalità* di concentrazione del capitale e dei diritti di voto.

Le stesse considerazioni valgono per l’o.p.r.: l’iniziativa può essere adottata dal socio di maggioranza o dai più azionisti che detengano di concerto il 90 per cento del capitale o dei diritti di voto. Il che induce a leggere nel possesso di una partecipazione almeno pari a quella indicata un elemento non ancorato a circostanze che riguardano la persona dell’offerente, ma sintomatico dell’esistenza di un oggettivo interesse dell’impresa a liberarsi dai vincoli e dai costi imposti dalla quotazione.

Il secondo elemento di divergenza rispetto ai principi sopra richiamati riguarda il trattamento riservato ai soci esterni al sodalizio da cui proviene l’offerta residuale. Il raggiungimento della soglia non consente *di per sé* il *delisting* delle azioni, ma è richiesto che ai soci residuali sia offerto l’acquisto dei titoli a condizioni adeguate. Ecco che allora si rinvengono in questo contesto forme di acquisto obbligatorio delle azioni non previste dal diritto societario, che segnano un punto di equilibrio nei rapporti tra maggioranza e minoranza del tutto assimilabile a quello disegnato nell’ordinamento tedesco dal § 39, Abs. 2, BörsG. Con la sola, ma rilevante, differenza che la riqualficazione in termini indennitari dell’investimento azionario è possibile solo là dove non coinvolga una frazione di capitale superiore al 10 per cento.

---

<sup>(36)</sup> È d’obbligo, tuttavia, ribadire che anche questo principio si mostra sempre più fragile, come attestato da alcune importanti decisioni giurisprudenziali recenti. V. *infra*, cap. II, par. 3.2., nota 90.

### 2.1.2. (segue)... e le ragioni che hanno animato la riforma

Fino al maggio scorso, all'iniziatore di una o.p.r. era richiesta la detenzione di almeno il 95 per cento dei diritti di voto<sup>(37)</sup>, mentre, ai fini di una r.o. che seguisse un'o.p.a. totalitaria, la soglia era fissata al 95 per cento del capitale o dei diritti di voto<sup>(38)</sup>. Non occorre spendere molte parole per evidenziare come una percentuale sì elevata sollevasse l'interrogativo in merito all'idoneità della disciplina ad assicurare agli emittenti un'effettiva via di uscita dal mercato regolamentato.

I timori si legavano soprattutto ai rischi di *abusi* da parte di minoranze intenzionate a speculare sul prezzo offerto o, più in generale, ad ostacolare la buona riuscita dell'operazione. In effetti, condotte di carattere ostruzionistico, quali l'aumento della frazione di capitale detenuta in pendenza dell'offerta o l'ostinato rifiuto di aderirvi, avevano incrementato i costi di transazione, fino ad impedire il *delisting* di alcuni emittenti<sup>(39)</sup>. Le difficoltà nel raggiungimento della soglia del 95 per cento erano ulteriormente attestate dal progressivo sviluppo nella prassi di rimedi alternativi, volti a diminuire il rischio di insuccesso delle offerte<sup>(40)</sup>.

D'altra parte, il ricorso al canale alternativo delle operazioni di ristrutturazione d'impresa - pur assicurando, di per sé, il risultato dell'esclusione dalla quotazione<sup>(41)</sup> - richiede anzitutto che

---

<sup>(37)</sup> V. art. 236-3 RG AMF (versione vigente fino al 4 giugno 2019).

<sup>(38)</sup> V. art. 237-14 RG AMF (versione vigente fino al 4 giugno 2019).

<sup>(39)</sup> Sul punto, v. ampiamente A. PIETRANCOSTA, "Going private transactions", cit., pp. 80-86 e, in particolare, pp. 83-84. Cfr. altresì O. ASSANT, B. KANOVITCH, *Simplifying French public-to-private deals*, in *IFLR*, 2005, p. 25 ss.

<sup>(40)</sup> Cfr. H. SEGAIN, *Public to private transactions in France: Overview and Prospects*, in *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 537 ove si legge "Since it is difficult to predict whether the 95% threshold will be reached, and so whether delisting will be successful and tax consolidation possible, offerors have been led to consider a number of alternatives for diminishing the risk of falling short, or for remedying the situation if it transpires". L'importanza di tale soglia si apprezzava anche in materia di consolidato fiscale, atteso che è solo al raggiungimento della suddetta frazione di capitale o diritti di voto che l'ente acquirente può giovare di tale regime (sul punto, v. ID., *Public to private transactions*, cit., p. 537: "in part because of the tax inefficiencies, financing banks will, in the event the 95% is not reached, often require additional capital contributions from the investors, which will drag down their anticipated rate of return on the deal").

<sup>(41)</sup> S. ROY, *Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation*, in *Bull. Joly Bourse*, 2016, p. 175. Vi sono, per vero, alcuni casi recenti di emittenti che hanno deliberato una fusione dopo aver tentato, senza riuscirvi, di escludere la minoranza. Tra questi merita segnalare che, nel 2007, *Allianz* lanciava un'o.p.a. totalitaria sui titoli della società *Assurances Générales de France* annunciando nel documento di offerta che, alla scadenza del termine per le adesioni, avrebbe alternativamente proceduto con uno *squeeze-out* ovvero, in assenza delle condizioni, con un'operazione di fusione e revoca della quotazione (sulla vicenda v. D. MARTIN, E. MASSET, *Quelques enseignements tirés de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur les actions des Assurances Générales de France (AGF)*, *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, in

l'iniziatore disponga della maggioranza richiesta ai fini della deliberazione e trova, in ogni caso, un limite nel suo fondamento economico: l'operazione non può, infatti, essere attuata allo scopo precipuo di eludere i limiti posti dalla disciplina di mercato al *delisting*<sup>(42)</sup>.

La forza motrice delle modifiche apportate al modello francese è dunque rappresentata dal rischio (più o meno reale) di un *abuso* del regime normativo previgente. E ciò sotto due aspetti: da un lato, quello di un esercizio ricattatorio da parte della minoranza del potere di bloccare un'operazione di *delisting*, impedendo all'offerente di raggiungere la soglia del 95 per cento<sup>(43)</sup>; dall'altro, quello di un'elusione da parte della maggioranza della disciplina in materia di r.o., mediante ricorso all'«espediente» della domanda di esclusione degli strumenti dalle negoziazioni<sup>(44)</sup>. Il tutto sul duplice presupposto che sia nel miglior interesse dell'emittente unire all'abbandono della quotazione il consolidamento delle partecipazioni e che la perdita della quotazione equivalga, nella prospettiva della minoranza, alla perdita delle azioni.

In linea con le osservazioni fin qui formulate, l'intento di assicurare alle società la *reversibilità* del percorso di quotazione ha condotto ad un'attenuazione delle complessità procedurali evidenziate, pur preservando i principi fondanti la nostra materia, ossia: la necessaria concentrazione del capitale o dei diritti di voto per una frazione qualificata nelle mani di un azionista (o di un

---

RTDF, 3, 2007). Similmente, nel 2006, la fusione tra le società *Arcelor* e *Mittal* conduceva alla revoca della quotazione a seguito di un tentativo infruttuoso di ricorso al canale dello *squeeze-out* (M. CHAUVOT, *Mittal Steel n'arrive pas à déloger les actionnaires minoritaires d'Arcelor*, in *Les Echos*, 21/11/2006).

<sup>(42)</sup>L'AMF ha più volte ribadito l'importanza di tale principio, come si legge nella decisione sulla fusione tra le società *Icade* e *Silic*: «Considérant que la fusion à laquelle il a été procédé ne constitue pas, contrairement à ce que soutient la société SMAvie BTP un détournement de la réglementation boursière ; qu'en effet, le fait que cette opération intervienne dans la suite d'une offre publique d'échange (OPE) initiée par Icade qui était facultative et à laquelle la société SMAvie BTP n'a pas donné suite, ne constitue pas, faute d'éléments démontrant une fraude ou une intention maligne, ou encore un détournement de la réglementation boursière pour contraindre celle-ci à devenir actionnaire de la société Icade et la priver de son investissement dans la société Silic (...)».

<sup>(43)</sup> Il punto è chiaramente espresso da H. LE NABASQUE, *L'abaissement du seuil*, cit., p. 79, che rileva: «Encore que l'exposé des motifs ne le dise pas clairement, il s'agit également de conjurer une pratique qui consistait pour certains fonds d'investissement dits « activistes » à prendre une participation purement opportuniste et relativement modique dans des sociétés « sous offre publique » (comme on l'a observé pour les sociétés Camaïeu, Buffalo Grill, APRR, Norbert Dentressangle ou Radiall, par exemple) en vue d'atteindre le seuil de 5 % pour empêcher, d'abord, le retrait obligatoire et monnayer ensuite à de meilleures conditions le prix de leur sortie».

<sup>(44)</sup> V. A. GAUDEMET, *Le projet de loi PACTE et le droit des offres publiques*, in *Bull. Joly Bourse*, n°01, 2019. p. 39 ss. Sul rapporto tra le due operazioni, nel contesto precedente alla *Loi Pacte*, v. S. TORCK, *Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article p. 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris*, in *Bull. Joly Bourse*, 2017, p. 269.

gruppo) di controllo e la corresponsione ai soci residuali di un prezzo adeguato nelle forme di un'offerta di acquisto delle azioni<sup>45</sup>.

## 2.2. *La disciplina in materia di Radiation sur demande de l'Emittent: la residualità della fattispecie nel contesto francese*

Una conferma della solidità di quei principi deriva dalle vicende che hanno interessato negli ultimi anni la fattispecie del *delisting* su richiesta della società emittente (c.d. *Radiation sur demande de l'Emittent*). La previsione, scolpita dal Regolamento di mercato, ha fatto il proprio ingresso nel sistema nel 2015 ed è stata da ultimo modificata, al fine di coordinarne il contenuto con le innovazioni apportate dalla *Loi Pacte*.

Il “problema” della disciplina applicabile ad una richiesta di esclusione pura e semplice degli strumenti si è posto in Francia in tempi recenti. E ciò per una ragione molto semplice: la tradizionale vigenza nel sistema dell'istituto dell'*appel public all'épargne*<sup>(46)</sup>.

Fino al 2009, il solo *delisting* dal mercato regolamentato non consentiva agli emittenti di liberarsi degli obblighi e dei costi sorti con la quotazione: sebbene l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato seguisse un'offerta al pubblico di strumenti finanziari (c.d. *appel public à l'épargne*)<sup>(47)</sup>, l'operazione contraria non assicurava la perdita automatica dello *status* di *emetteur*

---

<sup>(45)</sup> Nell'individuare una soglia di concentrazione unica il legislatore ha ritenuto di non accogliere la proposta, formulata dalla dottrina [v. D. BOMPOINT, A. PIETRANCOSTA, *Le projet de loi de régulation bancaire et financière: dernière réforme des offres publique (en date...)*, in *RTDF*, 2010, 2, p. 7 ss.] e poi sviluppata da un gruppo di lavoro costituito in seno al *Haut comité juridique de la place financière de Paris* (v. *Réforme du retrait obligatoire de la cote*, Rapport, 26 marzo 2018), di introdurre una duplice soglia a seconda che la r.o. seguisse un'offerta lanciata da un azionista con una partecipazione inferiore al 50 per cento o meno. Nel primo caso, la r.o. avrebbe potuto essere avviata già in corrispondenza di un grado di concentrazione pari al 90 per cento, nel secondo, la soglia sarebbe rimasta al 95, sì da scongiurare comportamenti opportunistici del socio di maggioranza. La riforma ha così inteso evitare possibili complicazioni di natura applicativa, optando per un regime chiaro e unitario.

<sup>(46)</sup> L'istituto ha rappresentato forse il primo segno tangibile della c.d. “financiarisation du droit de sociétés”. Cfr. C. HANNOUN, *Le droit des sociétés à l'épreuve de la modernité*, in *Mélanges Oppetit*, 2009, Paris, p. 309 ss.; J. -J. DAIGRE, *De la financiarisation du droit des sociétés*, in *Journal des sociétés*, 2015, p. 3 ss.

<sup>(47)</sup> La versione vigente fino al 2009 dell'Art. L. 411-1 Code mon. fin. conteneva infatti la seguente definizione di *appel public à l'épargne*: “L'appel public à l'épargne est constitué par l'une des opérations suivantes: 1. L'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé; 2. L'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement”. L'istituto veniva introdotto nel sistema francese dalla Loi n° 66-537 del 24 luglio 1966 sulle società commerciali, il cui art. 72 recitava « Sont réputées faire publiquement appel à l'épargne les sociétés dont les

*faisant appel public à l'épargne*. A tale fine la società, oltre ad ottenere il *delisting* dei titoli, doveva cumulativamente soddisfare i requisiti allora dettati dall'Art. 215-1 RG AMF. Questi si appuntavano: *i)* sul grado di diffusione delle azioni e, in particolare, sulla dispersione delle stesse tra non più di 100 azionisti; e *ii)* sulla circostanza che le azioni non fossero state oggetto nell'anno precedente di un'offerta al pubblico ovvero che le stesse, nel medesimo arco temporale, fossero state oggetto di un'o.p.r. seguita da una r.o.<sup>(48)</sup>.

In un sistema così strutturato, la mera esclusione degli strumenti dal mercato regolamentato non avrebbe apportato alcun beneficio alla società, se non associata ad una contestuale riduzione del numero di azionisti al di sotto della soglia indicata. L'emittente, infatti, *nonostante* l'abbandono del mercato regolamentato, avrebbe mantenuto lo *status* di *emetteur faisant appel public à l'épargne*, incorrendo nei penetranti obblighi di trasparenza informativa ad esso corrispondenti<sup>(49)</sup>.

La disciplina determinava, in altre parole, un'asimmetria tra la fase di ingresso e quella di uscita dal mercato: la prima era possibile allorché il flottante avesse raggiunto la soglia minima del 25 per cento, o perfino una inferiore, in presenza di autorizzazione dell'AMF; la seconda, invece, comportava il ripristino dello *status* normativo antecedente all'ammissione soltanto a condizione che il flottante fosse sceso ben al di sotto della soglia funzionale all'ingresso<sup>(50)</sup>.

---

titres sont inscrits à la cote officielle d'une bourse de valeurs, à dater de cette inscription, ou qui, pour le placement des titres quels qu'ils soient, ont recours, soit à des banques, établissement financiers ou agents de change, soit à des procédés de publicité quelconque ».

<sup>(48)</sup> In particolare: «Les émetteurs qui ont acquis le status d'émetteur faisant appel public à l'épargne peuvent quitter ce statut s'ils remplissent les conditions suivantes: 1. Les instruments financiers mentionnés à l'article 211-1 du Code monétaire et financier ne sont pas ou ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé; 2. Les instruments financiers mentionnés au 1. qui ont fait l'objet d'une opération par appel public à l'épargne sont répartis entre moins de 100 personnes; 3. Les instruments financiers mentionnés au 1. n'ont pas fait l'objet d'une opération par appel public à l'épargne dans l'année qui précède ou ont fait l'objet d'une offre publique de retrait suivie d'une retrait obligatoire».

<sup>(49)</sup> Cfr. Art. L. 412-1 Code mon. fin. e artt. 221-1 e ss. RG AMF (formulazione vigente fino al 2009).

<sup>(50)</sup> Il sistema presentava alcune evidenti analogie con la distinzione tra *Registration* e *Listing* di diritto statunitense. Si noti infatti che negli Stati Uniti, affinché un titolo possa essere negoziato su un mercato regolamentato (*National security Exchange*), è necessario che, secondo quanto previsto dai §§ 12(a) e 12(b) del *Securities and Exchange Act* (SEA) vi sia stata una sua precedente registrazione presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC). La registrazione è altresì richiesta qualora la società abbia un patrimonio superiore a dieci milioni di dollari ed almeno una categoria di azioni composta da più di cinquecento *shareholder of records*. Questo secondo parametro, di natura meramente quantitativa, prescinde dalla effettiva esistenza di negoziazioni sui titoli, ma finisce per trovare prevalente applicazione a quelle società le cui azioni sono negoziate sui mercati *over the counter* (OTC). Una volta raggiunta tale soglia, l'obbligo di *mantenere* la registrazione permane *i)* fino a quando la società non chieda ed ottenga il *delisting* da tutti i mercati ufficiali su cui è quotata e, *comunque, ii)* fino a quando il numero di azionisti di ciascuna categoria

Si spiega così agevolmente la ragione per cui, sin dalla sua introduzione, la procedura di r.o. sia stata riguardata dalla dottrina francese come la *voie ideale* di abbandono del mercato<sup>(51)</sup>.

Ciò trovava, del resto, conferma nella previsione dell'Art. 3-3-3, contenuta nel *Règlement général* emanato dal *Conseil des Bourses de Valeurs* (CBV), predecessore del *Conseil des marchés financiers* ed organo competente, fino al 1996, a pronunciarsi in punto di esclusione degli strumenti<sup>(52)</sup>. Nella formulazione risalente al 1994, la norma subordinava l'accoglimento di una richiesta di esclusione “pura e semplice” degli strumenti alla sussistenza di alcuni presupposti, tra i quali rientravano la misura del flottante residuo, inferiore al 5 per cento, e/o il volume giornaliero medio di transazioni, al di sotto di 250 azioni<sup>(53)</sup>. Il rapporto intercorrente tra le discipline in materia di r.o.

---

non scenda al di sotto di trecento ovvero *iii*) pur essendovi categorie con un numero di azionisti compreso tra trecento e cinquecento, il valore del patrimoniale sociale non scenda al di sotto dei dieci milioni di dollari. Proprio a partire da questi indici, sono qualificate come *public* tutte quelle società i cui titoli sono oggetto di registrazione e che per questo sono tenute al rispetto dei doveri di comunicazione al pubblico loro imposti dalla disciplina federale. La distinzione tra *registration* - con conseguente passaggio allo *status* di *public company* - e *listing* si riverbera anche sul fronte dell'abbandono da parte della società emittente del mercato di quotazione e/o del sistema degli obblighi di comunicazioni al pubblico nel suo complesso. L'operazione di mero *delisting* comporta sì l'uscita da un mercato regolamentato, ma non assicura all'emittente la liberazione dagli obblighi di *disclosure* connessi allo *status* di *public company*: a tale fine è infatti indispensabile ottenere dalla SEC la *deregistration*. Ed il criterio suppletivo contenuto nel § 12(g)(4) SEA fa sì che elemento imprescindibile per cessare di rientrare nella categoria delle *reporting company* sia proprio la diminuzione del grado di diffusione dei titoli. In questo quadro, le operazioni c.d. di *going private* consentono agli azionisti di controllo o al *management* della società di assicurarsi un duplice risultato: che i titoli non siano più negoziati su alcun mercato, né ufficiale, né OTC, e che cessino di applicarsi gli obblighi di *disclosure* federali. Le tecniche disponibili, regolate dal diritto societario, sono definite di *freeze-out* proprio perché accomunate dall'effetto di *escludere* dalla società gli azionisti di minoranza mediante corresponsione, in cambio delle loro azioni, di denaro o di strumenti finanziari diversi dalle azioni (per una sintetica ricognizione delle tecniche di *freeze-out* esistenti v. R. C. CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, pp. 500-504). A differenza del sistema francese, tuttavia, quello statunitense si distingue per la varietà di operazioni regolate dal diritto societario e funzionali alla estromissione della minoranza (per un confronto tra le condizioni che consentono l'estromissione della minoranza negli Stati Uniti e in Europa cfr. M. VENTORUZZO, *Freeze-outs: comparative analysis and transcontinental reform proposals*, in *Va. J. Int. L.*, 2010, 50, p. 841 ss.; da ultimo, sul medesimo tema, T. VOS, “*Baby, it's cold outside ...*” – *A comparative and Economic Analysis of Freeze-outs of Minority Shareholders*, in *ECFR*, 2018, p. 148 ss.).

<sup>(51)</sup> Attese le elevate percentuali di capitale richieste al fine di giungere all'esclusione del flottante, il sistema contemplava una procedura semplificata di offerta pubblica di acquisto, destinata a quegli azionisti che detenessero già una frazione quantomeno pari ai due terzi del capitale ed intenzionati a procedere alla “*fermeture*” della società, proprio al fine di liberarsi dei vincoli imposti dallo statuto delle società facenti pubblico appello al risparmio (v. P. BÉZARD, *Les offres publiques d'achat*, Masson, 1982, p. 124).

<sup>(52)</sup> Artt. 6 e 7, Loi 88-70 del 22 gennaio 1988, abrogata dalla Loi n° 96-109 del 14 febbraio 1996.

<sup>(53)</sup> I criteri avevano valenza meramente indicativa ed erano funzionali ad indirizzare la decisione del CBV (così, H. VAUPLANE, J. BORNET, *Droit de la Bourse*, Parigi, 1994, p. 360).

e *Radiation sur la demande de l'Emetteur* emergeva così con chiarezza: l'abbandono del mercato regolamentato doveva avvenire nel rispetto delle tutele informative e patrimoniali assicurate alla minoranza dalla prima procedura; al di fuori di quel canale tipico, la domanda di esclusione poteva trovare accoglimento in via del tutto *eccezionale*, qualora la liquidità sul mercato fosse diminuita al punto da garantire che la misura non avrebbe significativamente leso gli interessi degli investitori.

Con l'*Ordonnance* n° 209-80 del gennaio 2009, nel tentativo di adeguare il diritto finanziario francese alla disciplina europea, veniva abolita la distinzione tra società facenti o meno appello pubblico al risparmio e conferito rilievo al solo elemento della *quotazione* delle azioni<sup>(54)</sup>. Il regime attualmente in vigore, a differenza di quello precedente, conosce unicamente la nozione di *offre au public*, contenuta all'Art. L. 411-1, Code mon. fin.<sup>(55)</sup>, e la mantiene distinta e autonoma rispetto a quella di *admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé*<sup>(56)</sup>.

Nel quadro normativo riformato, il *delisting* assume una rilevanza del tutto nuova, divenendo esso stesso condizione necessaria e sufficiente per liberarsi dai vincoli e dai costi sorti con l'ingresso sul mercato. L'attenzione, in altre parole, si sposta dalla residua consistenza del flottante all'esistenza o meno di una sede di negoziazione delle azioni e alle sue caratteristiche.

Tale passaggio non scalfisce tuttavia l'impostazione previgente: il *delisting* è ancora oggi operazione accessibile soltanto a quella parte dell'azionariato che soddisfa le condizioni imposte dall'ordinamento per il lancio di un'o.p.r. o di una r.o. L'eventualità di una richiesta di de-quotazione pura e semplice avanzata dall'emittente è, per vero, contemplata nel Regolamento di mercato, ma è oggi *unicamente* funzionale ad offrire una via di uscita alle società di diritto estero la

---

<sup>(54)</sup> Official gazette, 23 Gennaio 2009, p. 1431; Cfr. in dottrina, T. BONNEAU, *Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière*, in *JCP E Affaires* n° 7, 12 febbraio 2009, 1165, n° 6 ; B. BREHIER, H. BOUCHETA, *La réforme de l'appel public à l'épargne*, in *JCP E Affaires* n° 8, 19 febbraio 2009, p. 1191 ss.; H. HOVASSE, *L'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et le droit des sociétés*, *Droit des sociétés*, marzo 2009, p. 30 ss.; C. CLERC, *La réforme de l'appel public à l'épargne*, in *RTDR*, 2008, 3, p. 20.

<sup>(55)</sup> Ai sensi dell'Art. L 411-1 Code mon. fin.: "L'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes : 1. Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ; 2. Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers".

<sup>(56)</sup> V. ampiamente sulla disciplina applicabile alle società emittenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les Sociétés commerciales*, Parigi, 2017, p. 915 ss.

cui disciplina nazionale non consenta di procedere ad uno *squeeze-out* in corrispondenza delle soglie previste dalle norme francesi<sup>(57)</sup>.

Dal combinato disposto degli artt. L. 420-10 Code mon. fin., e P. 1.4.2. delle *Règles de négociation Euronext* si ricava, infatti, che “*un Emetteur dont 90% du capital et 90% des droits de vote sont détenus par le ou les actionnaires majoritaires agissant de concert peut demander la radiation de ses Titres de capital dans les conditions suivantes: a) par la mise en oeuvre d’une procédure de retrait obligatoire; ou à défaut b) lorsque le droit applicable ne permet pas le retrait obligatoire, par la mise en oeuvre d’une offre publique (« l’offre liée à la radiation ») sous réserve: (i) de démontrer que sur les 12 derniers mois (calendaires) précédant sa demande de radiation le montant total négocié sur les Titres de capital de l’Emetteur représente moins de 0,5% de la capitalisation boursière de l’Emetteur [...]»*”<sup>(58)</sup>.

Le scelte operate dal sistema confermano così la centralità che in Francia riveste la disciplina in materia di offerta residuale e, con essa, la titolarità da parte dell’iniziatore di un’operazione di *delisting* di una percentuale qualificata del capitale sociale. È altresì evidente come tale presupposto si leghi alla sostanziale sovrapposizione, nella prospettiva della società emittente, tra *delisting* e *squeeze-out*: l’interesse ad abbandonare il mercato di quotazione si accompagna a quello al consolidamento delle partecipazioni, eccezion fatta per l’ipotesi in cui l’uscita sia funzionale ad una mera migrazione delle negoziazioni.

La detenzione da parte dell’offerente di una frazione (del capitale o dei diritti di voto) pari ad almeno il 90 per cento segna il punto di equilibrio del sistema, la soglia il cui appropriamento

---

<sup>(57)</sup> V. A PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l’offre publique de retrait*, cit., p. 633 ss., che rileva: “La radiation sans retrait obligatoire voit en conséquence son champ restreint aux émetteurs étrangers dont « le droit [...] ne permet pas le retrait obligatoire », en cas d’illiquidité avérée du titre”.

<sup>(58)</sup> A tali presupposti se ne aggiungono alcuni ulteriori: la domanda di *delisting* può essere presentata solo trascorsi tre mesi dalla chiusura di un’o.p.a. precedente, al fine di impedire alla maggioranza, che non sia riuscita nell’intento di raggiungere la soglia di capitale e di diritti di voto richiesta per lo *squeeze-out*, di ottenere l’esclusione dei titoli al di fuori della procedura di mercato. L’offerente deve inoltre impegnarsi a: *i)* acquistare allo stesso prezzo dell’offerta le azioni di coloro che non vi abbiano aderito e che ne facciano richiesta nei tre mesi successivi alla sua chiusura; *ii)* comunicare nell’anno successivo alla messa in atto dell’operazione ogni superamento al di sopra e al di sotto della soglia di capitale e/o diritti di voto prevista dal diritto nazionale applicabile per lo *squeeze-out*. Può essere utile rimarcare che l’entrata in vigore della *Loi Pacte* ha sottratto alla norma parte del suo significato originario, dato dalla necessità di restituire agli emittenti la garanzia di una via di uscita dal mercato slegata dal raggiungimento della faticosa soglia del 95 per cento (sul punto, v. la formulazione dell’art. P. 1.4.2. previgente e le considerazioni in dottrina di M. LAPRADE, *Radiation: état des lieux après 20 ans de réforme boursières*, in *Bull. Joly Bourse*, 2012, p. 571, il quale osservava “[...] il restera néanmoins pour l’entreprise de marché à clarifier les conditions dans lesquelles ce “retrait de cote” est possible, surtout si elle prend conscience que c’est la solution pour relancer les introduction en bourse”).

sancisce la prevalenza dell'interesse alla de-quotazione. Appare altresì da subito chiaro che, al verificarsi di quella condizione, un diverso e contrapposto interesse è destinato a recedere, ossia: quello degli investitori alla negoziazione del titolo. Su questo secondo profilo avremo modo di tornare ampiamente.

Ciò che qui interessa rilevare è che, sebbene il modello tenda in un certo senso a rispecchiare l'*id quod plerumque accidit*<sup>(59)</sup>, la sua maggior rigidità rispetto a quello adottato nel sistema tedesco deriva dall'indisponibilità *tout court* della quotazione, là dove il capitale non abbia raggiunto un grado di concentrazione tale da far presumere che l'abbandono del mercato rifletta un *oggettivo* interesse dell'impresa. E ciò sul presupposto che, al di fuori di quelle circostanze, l'uscita dal mercato altro non sia se non uno strumento di aggiramento dei limiti e delle cautele apposti dal sistema all'esclusione della minoranza azionaria.

Il punto merita alcune precisazioni ulteriori. Si è detto che l'adozione di un modello di tutela puramente indennitaria apre all'eventualità che la richiesta di esclusione consenta al gruppo di controllo di eludere i maggiori vincoli e costi previsti in materia di *squeeze-out*. Il fatto di circoscrivere l'operatività del meccanismo indennitario all'avvenuta riduzione della frazione di capitale o diritti di voto al di sotto del 10 per cento assicura *di per sé* che l'operazione non presenti finalità elusive, pur sancendo l'*assoluta* prevalenza dell'interesse degli investitori su quello della maggioranza, fino a quando la faticosa soglia non sia stata superata.

La maggior rigidità del modello francese trova, tuttavia, due contrappesi.

Il primo riguarda le operazioni di ristrutturazione d'impresa, e in particolare la fusione, che restano di per sé accessibili anche agli emittenti che non soddisfino i presupposti richiesti per il *delisting*, a condizione che non siano attuate allo scopo precipuo di eludere quei limiti. A tale fine, risulta centrale la funzione esercitata dall'esperto indipendente, chiamato a pronunciarsi sulla congruità del rapporto di cambio e sul trattamento riservato agli azionisti esterni, non diversamente da quanto previsto in materia di r.o.

Il secondo consiste nel fatto di destinare siffatto principio di indisponibilità alle sole fattispecie di abbandono del mercato alle quali non segua una migrazione delle negoziazioni. La tendenza del sistema a ricondurre il *delisting* all'alveo delle operazioni di consolidamento si accompagna, infatti, alla speciale attenzione dedicata al profilo del trasferimento della quotazione e all'opportunità di assicurare una *graduazione* dei vincoli e dei costi, là dove finalità dell'iniziatore

---

<sup>(59)</sup> Anche in Germania, ove la disciplina in materia di *delisting* su richiesta dell'emittente è meno rigida, il fenomeno riguarda solitamente società caratterizzate dalla presenza di un azionista di controllo e di un mercato dei titoli non più funzionante (v. *supra*, cap. I, par. 6, nota 167).

non sia quella di liberarsi del mercato *tout-court*, ma di selezionarne uno che, per condizioni o qualità, si riveli maggiormente idoneo a soddisfare le esigenze di finanziamento dell'impresa. Al riguardo, è chiara la più spiccata flessibilità del modello francese rispetto a quello tedesco: mentre il secondo si limita ad attribuire rilevanza alle migrazioni che abbiano quale destinazione un diverso mercato regolamentato europeo, il primo guarda altresì ai trasferimenti verso *trading venues* prive di tale qualifica.

2.3. *Le operazioni di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato (anche privo della qualifica di regolamentato): l'attenzione riservata al profilo della graduazione della disciplina*

Accanto agli interventi volti ad incentivare la quotazione delle PMI, il legislatore francese ha introdotto nel 2009 una procedura di trasferimento semplificata destinata agli emittenti intenzionati ad abbandonare il mercato regolamento al fine di spostare le negoziazioni su “Euronext Growth” (“Alternext”, fino al giugno del 2017), piattaforma MTF gestita da Euronext SA e specificamente designata per rispondere alle esigenze delle PMI dell'area euro alla ricerca di un accesso semplificato al mercato azionario<sup>(60)</sup>.

Si tratta di una scelta di indubbio rilievo, che mostra di valorizzare l'interesse degli emittenti di piccole o medie dimensioni a liberarsi dei vincoli e dei costi legati alla permanenza sul mercato regolamentato, per approdare alla quotazione su una diversa *trading venue*, pur sempre capace di assicurare un grado di tutela dell'investimento apprezzabile<sup>(61)</sup>. E ciò sebbene il trasferimento comporti la disapplicazione di larga parte delle norme destinate alla *société cotée*.

In proposito, l'Art. L. 421-14, V, Code mon. fin. consente alle società, la cui capitalizzazione borsistica non superi un miliardo di euro, di concludere l'operazione di *downlisting*, senza dover “passare” dalla procedura di *squeeze-out*, a condizione che: *i*) il sistema multilaterale di approdo sia soggetto alla disciplina in materia di o.p.a. successiva totalitaria *ex art. L. 433-3, II, Code mon. fin.*; *ii*) agli azionisti sia assicurata, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento e, nuovamente, con la sua effettiva messa in atto, la diffusione di informazioni concernenti le

---

<sup>(60)</sup> MARINI, in *Rapport Sénat Nr. 442 (2008-2009)*, del 27.5.2009, p. 45. Sull'introduzione della previsione cfr. L. BENSaid, *Nouveau Dispositif permettant le transfert vers Alternext des titres cotés sur Euronext*, in *Bull. Joly Bourse*, 2009, p. 533; E. BLARY-CLEMENT, J. C. DUHAMEL, *Transfert d'Euronext vers Alternext: la transparence au cœur du débat*, in *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 348; AMF, *Transfert vers Alternext d'une société cotée sur Euronext*, in *RD bancaire et fin.*, 2010, alerte 27.

<sup>(61)</sup> Tale previsione non trova, difatti, applicazione alle ipotesi di trasferimento di un emittente dal mercato regolamentato alla piattaforma “Euronext access” (“Marché libre”, fino al giugno del 2017), che risultano invece qualificate alla stregua di un *delisting*.

ragioni e le conseguenze dell'operazione, con particolare riguardo ai profili della trasparenza e della gestione dell'investimento; *iii*) l'assemblea abbia manifestato il proprio consenso a maggioranza semplice; *iv*) dalla data della deliberazione siano decorsi almeno due mesi<sup>(62)</sup>.

A ciò si aggiunge un ulteriore elemento, del tutto peculiare nel panorama comparatistico: è, infatti, previsto che per un periodo transitorio di tre anni dal trasferimento continuino a trovare applicazione tutte le norme in materia di o.p.a. obbligatoria, comprese quelle relative alle procedure di *sell-out* e *squeeze-out*<sup>(63)</sup>. La ragione sottesa è chiara: evitare che la procedura in esame possa tramutarsi in uno strumento di aggiramento dei limiti e delle cautele posti dalla legge in rapporto alle operazioni di acquisto del controllo e abbandono della quotazione<sup>(64)</sup>.

I contemperamenti non appena illustrati operano, così, tanto nella fase prodromica al trasferimento, mediante la previsione di obblighi informativi e di un voto degli azionisti sulla proposta, pur se a maggioranza semplice, quanto in quella successiva, stante la perdurante applicazione delle norme richiamate<sup>(65)</sup>.

Il Code mon. fin. non contiene alcuna previsione assimilabile al nostro art. 133 t.u.f. o al § 39, Abs. 2, S. 1, BörsG. In altri termini, il dato normativo sembrerebbe “alleggerire” i vincoli, qualora la decisione di dequotarsi sia legata all'ammissione su un MTF *organisé*, e non quando essa sia invece funzionale all'ammissione su un altro mercato regolamentato.

La lacuna segnalata è solo apparente, là dove si consideri che soccorre, anche in questa ipotesi, l'esistenza di una speciale procedura introdotta nel 1990 dalla COB e recepita successivamente dal Regolamento Euronext Paris. L'art. P. 1.4.4. prevede, infatti, che “*l'émetteur qui demande la radiation de ses titres de capital alors qu'il prévoit de rester admis aux négociations sur un autre marché réglementé ou un marché d'un pays tiers présentant des caractéristiques équivalentes doit suivre une procédure de retrait ordonné, définie par instruction et qui implique notamment de proposer préalablement aux actionnaires existants la vente de leurs titres sur le marché le plus liquide avec une prise en charge des coûts associés*”<sup>(66)</sup>. Unica eccezione a tale principio consiste nell'eventualità in cui l'emittente mantenga (o ottenga) l'ammissione ad un altro

---

<sup>(62)</sup> V. art. 223-36 RG AMF.

<sup>(63)</sup> Art. L. 433-5 Code mon. fin., rubricato “Dispositions applicables aux sociétés dont les instruments financiers ont cessé d'être négociés sur un marché réglementé”.

<sup>(64)</sup> Cfr. ancora MARINI, *Rapport Sénat*, cit., p. 43 che annovera tra le finalità della previsione proprio la “prévention des prises de contrôle rampantes”.

<sup>(65)</sup> Questo secondo profilo ha perso, tuttavia, il proprio rilievo originario considerata l'estensione in via generale agli MTF *organisé* di tutte le previsioni in materia di o.p.a. obbligatoria applicabili sul mercato regolamentato, decisa dal legislatore francese nell'ottobre del 2010.

<sup>(66)</sup> La previsione è integrata dall'Instruction NYSE-Euronext n° 2008-039, del 10 Aprile 2008.

mercato regolamentato gestito da Euronext, a condizione che il sistema di compensazione e regolamento dei titoli sia il medesimo.

Il trasferimento verso un mercato che presenti caratteristiche *equivalenti* a quello regolamentato francese<sup>(67)</sup> è dunque subordinato unicamente alla garanzia per gli azionisti, intenzionati a liberarsi dei titoli, che il disinvestimento non avverrà a condizioni di mercato sfavorevoli e con costi di transazione più elevati<sup>(68)</sup>.

Si tratta di un meccanismo funzionalmente equiparabile a quello contemplato in Germania, ove il § 39, Abs. 2, S. 1, BörsG trova sovente integrazione nella previsione da parte dei regolamenti di mercato di un *termine di differimento* di tre mesi tra l'annuncio dell'operazione di trasferimento ed il prodursi dei relativi effetti<sup>(69)</sup>. Agli investitori è così assicurata l'opzione del disinvestimento sul mercato prescelto al momento dell'acquisto delle azioni e a costi di transazione invariati.

Si noti, tuttavia, che rispetto al modello tedesco, quello francese non circoscrive la rilevanza del trasferimento al fatto che il mercato di destinazione sia regolamentato ai sensi del diritto europeo, ma apre altresì all'eventualità che si tratti di un paese terzo, la cui disciplina assicuri agli investitori un grado di tutela equivalente a quello offerto dal diritto francese.

Ecco che, allora, emerge con tutta evidenza la centralità che nel sistema giocano gli elementi dell'esistenza o meno di *negoziazioni* sui titoli e di un grado qualificato di tutela dell'investimento sulla *trading venue*.

Là dove l'operazione si accompagna ad un definitivo abbandono del mercato è chiaro il favore dell'ordinamento verso l'eliminazione delle partecipazioni residuali, incentivando alternativamente la maggioranza ad acquistare o la minoranza a vendere. Si tratta di una tendenza comune con il sistema tedesco, ma che trova in Francia un peso specifico ancor più evidente, alla luce delle recenti modifiche apportate dalla *Loi Pacte* e dell'articolata disciplina in materia di *demand de retrait*, sconosciuta in Germania.

Qualora l'esclusione sia, invece, meramente funzionale ad una migrazione delle negoziazioni il punto di equilibrio si sposta in favore dell'emittente. Il carattere regolamentato della *trading venue* di approdo esonera dalla necessità di assicurare cautele di rilievo, al di fuori della copertura

---

<sup>(67)</sup> La valutazione di equivalenza delle tutele è rimessa alla società di gestione, la quale baserà la propria analisi anche sulle informazioni fornite dalla società emittente con la richiesta di esclusione.

<sup>(68)</sup> Per definizione “this type of delisting does not constitute a rejection of the market, but forms a separate category insofar as the company continues to be listed at least on its main market” (cit. AMF, *Voluntary delistings from the Paris markets*, Economic and Financial Newsletter, Estate 2006).

<sup>(69)</sup> Cfr. § 46, Abs. 1, S. 2, Nr. 1 e Abs. 3, S. 2 e 3 regolamento della Borsa di Francoforte (*Frankfurter Wertpapierbörse*). Se il mercato di destinazione è un altro mercato regolamentato tedesco il termine di differimento si riduce a tre giorni.

dell'eventuale differenza scontata dagli investitori in termini di costi di transazione. Se la piattaforma prescelta, pur essendo priva della qualifica di “mercato regolamentato”, è soggetta alle norme in materia di o.p.a. obbligatoria, all'emittente continua ad essere assicurato un rilevante grado di semplificazione degli oneri altrimenti applicabili.

Giunti a questo stadio dell'indagine, è d'obbligo individuare e qualificare la natura degli interessi che si contrappongono a quello dell'emittente in sede di de-quotazione. Si è detto che anche in questo contesto le norme segnano con ogni evidenza un bilanciamento tra esigenze confliggenti e che la quotazione diviene elemento disponibile soltanto a condizione che una percentuale qualificata del capitale o dei diritti di voto, superiore perfino ad una super-maggioranza, si faccia portatrice dell'interesse dell'impresa a liberarsi dei vincoli connessi all'esistenza di un luogo di scambio dei titoli. Resta, tuttavia, ancora da chiarire quale sia il “bene” tutelato mediante l'apposizione di limiti sì stringenti.

A tale fine, è opportuno guardare ancora una volta allo strumento dell'offerta residuale, pur mutando la prospettiva, per indagarne la *ratio* nell'ottica della minoranza azionaria.

### **3. I limiti all'abbandono del mercato. Lo strumento protettivo dell'o.p.r.: fattispecie e disciplina**

L'istituto dell'o.p.r. viene introdotto nell'ordinamento francese dalla Loi n° 89-531 del 2 agosto 1989 e presenta, fin dal suo ingresso nel sistema, “natura ambivalente”. Nella prospettiva della maggioranza azionaria - lo si è visto - garantisce una via di uscita dal mercato regolamentato. Nella prospettiva della minoranza presenta un indiscusso carattere *protettivo*, attestato dal fatto che, mentre l'adesione all'offerta è sempre opzionale per il socio “esterno”, il lancio della stessa può essere *imposto* alla maggioranza.

La disciplina, contenuta all'Art. L. 433-4, I, Code mon. fin. individua tre distinte ipotesi applicative: *i*) il raggiungimento da parte dell'azionista di maggioranza (o di più azionisti agenti in concerto tra loro) di una frazione determinata di capitale o diritti di voto; *ii*) la trasformazione di una *société anonyme* in una *société en commandite par actions*; *iii*) la sottoposizione all'assemblea straordinaria da parte dell'azionista di controllo di proposte contenenti “*modifications significatives des dispositions statutaires, notamment relatives à la forme de la société, aux conditions de cession et de transmission des titres de capital ainsi qu'aux droits qui y sont attachés, ou décident le principe de la fusion de cette société avec la société qui la contrôle ou avec une autre société contrôlée par celle-ci, de la cession ou de l'apport à une autre*

*société de la totalité ou du principal des actifs, de la réorientation de l'activité sociale ou de la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération de titres de capital*<sup>70</sup>.

La previsione concerne unicamente società francesi quotate su un mercato regolamentato (nazionale o europeo) e, ai sensi dell'Art. L. 433-5 Code mon. fin., società le cui azioni siano state oggetto di un *downlisting* su *Euronext Growth* effettuato in forza della procedura semplificata prevista all'Art. L. 421-14, V, Code mon. fin.

Le previsioni dettate agli artt. 236-1 – 236-7 RG AMF integrano il disposto dell'Art. L. 433-4, I, Code mon. fin.

#### *A) La demand de retrait*

Con riguardo al primo contesto, l'art. 236-1 RG AMF, in presenza dei medesimi presupposti che assicurerebbero alla maggioranza il potere di lanciare un'offerta volta al *delisting* delle azioni, riconosce a ciascuno degli azionisti titolari delle azioni conferenti diritti di voto e non detenute dalla maggioranza, il diritto di pretendere da quest'ultima l'acquisto dei propri titoli ad un prezzo adeguato<sup>70</sup>. La norma chiarisce che la mera concentrazione del capitale o dei diritti di voto non configura, di per sé, l'obbligo per la maggioranza di dare avvio all'offerta, ma che è necessaria la formulazione all'AMF di una richiesta in tal senso da parte di almeno uno degli azionisti "residuali". In questo caso, *"l'AMF se prononce sur la demande qui lui est présentée au vu notamment des conditions prévalant sur le marché des titres concernés et des éléments d'information apportés par le demandeur. Si elle déclare la demande recevable, l'AMF la notifie à l'actionnaire ou aux actionnaires majoritaires alors tenus de déposer, dans un délai fixé par l'AMF, un projet d'offre publique de retrait libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme"*.

La facoltà riconosciuta al socio di minoranza di *imporre* alla maggioranza il lancio di un'offerta, qualora lo reputi più vantaggioso rispetto a mantenere la propria partecipazione o liquidarla sul mercato, è così subordinata al previo accoglimento della richiesta da parte dell'AMF.

L'intervento mediatore dell'AMF svolge tradizionalmente una duplice funzione: da un lato, assicura che l'obbligo di lanciare l'offerta scatti soltanto quando il mercato dei titoli sia divenuto *illiquido*; dall'altro, evita che lo strumento dell'o.p.r. si trasformi in una *"session de rattrapage"*<sup>71</sup> per quegli azionisti che avessero rifiutato di aderire ad un'offerta di acquisto chiusasi poco prima.

---

<sup>70</sup> Al raggiungimento della soglia, è tuttavia molto più frequente l'eventualità in cui sia la maggioranza a lanciare l'offerta (cfr. Lamy, *Sociétés commerciales*, cit., p. 2178).

<sup>71</sup> Così A. VIANDIER, *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV*, 2° ed, Paris, 1993, p. 365.

I due profili, non espressamente sanciti dal Regolamento, sono stati messi in luce rispettivamente dalla *Cour de cassation* e dalla *Cour de Paris* in ragione del riferimento contenuto nella norma alle “*conditions prévalant sur le marché*”<sup>(72)</sup> e della necessità di tenere in considerazione le particolare situazione dell’azionista che avanza la richiesta<sup>(73)</sup>. Ciò segnala che *ratio* dell’istituto è quella di consentire agli azionisti “residuali” di liquidare *agevolmente* la propria partecipazione, qualora questo non sia più possibile attraverso la vendita sul mercato<sup>(74)</sup>.

Il recepimento della Direttiva o.p.a. ha posto naturalmente il problema del coordinamento di tali principi con la previsione di cui all’art. 16 in materia di *sell-out*. In effetti, la familiarità dell’ordinamento francese con l’istituto dell’o.p.r. ha fatto sì che all’atto della trasposizione del diritto europeo non si giungesse alla definizione di un contesto normativo perfettamente coerente con le procedure di *squeeze-out* e *sell-out*, così come disciplinate dal legislatore europeo. La stessa Autorità di vigilanza nel suo rapporto annuale del 2007 faceva rilevare come in Francia non fosse previsto alcun obbligo esattamente assimilabile a quello imposto dall’art. 16 della Direttiva<sup>(75)</sup>. Si ritiene, pertanto, che le previsioni relative alla *demand de retrait* debbano interpretarsi altresì nel senso di assicurare alla minoranza la possibilità di esigere dall’offerente l’acquisto dei titoli ad un giusto prezzo, in presenza delle condizioni che legittimerebbero il primo ad esercitare il diritto di acquisto<sup>(76)</sup>. Lo strumento può allora oggi trasformarsi in una vera e propria riapertura dell’offerta precedentemente lanciata, là dove questa presenti le caratteristiche indicate all’art. 15 della Direttiva e maturino i presupposti illustrati all’art. 16.

#### B) *Le restanti applicazioni dell’o.p.r.*

L’istituto dell’o.p.r. conosce due ulteriori contesti applicativi, regolati agli artt. 236-5 e 236-6 RG AMF.

---

<sup>(72)</sup> Cass. com., 6 maggio 1996, *Société financière Circe*, in *Bull. civ. IV*, p. 107 e in *Rev. soc.*, 1996, p. 803 con nota di P. LE CANNU.

<sup>(73)</sup> Cour de Paris, 7 aprile 1998, in *RJDA*, 1998, n° 868.

<sup>(74)</sup> V. ancora Cass. comm. 6 maggio 1996: “ce texte a pour finalité de permettre à l’actionnaire minoritaire dont le titre a perdu sa liquidité sur un marché rendu étroit par le poids relatif des majoritaires, de sortir de la société dans des conditions normales de cours e de délai”.

<sup>(75)</sup> AMF, *Rapport Annuel 2007*, nota 90: “Cette procédure de rachat obligatoire (sell out), prévue par la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 sur les OPA, n’a pas d’équivalent strict en droit français”.

<sup>(76)</sup> J. SIMON, *France*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover bids*, cit., p. 258.

Si tratta, in entrambi i casi, di modifiche sostanziali dell'originario assetto negoziale deliberate dalla maggioranza, relativamente alle quali si riconosce agli azionisti "residuali" un *exit* a condizioni adeguate.

L'art. 236-5 riconduce all'operazione di trasformazione di una *société anonyme* in una *société en commandite par actions* un mutamento *in peius* sia dei poteri riconosciuti agli azionisti in relazione alla gestione, sia delle tutele assicurate dal regime delle offerte pubbliche di acquisto. L'avvio dell'offerta si lega così all'adozione *tout court* della delibera e grava su "*la ou les persone qui contrôlaient la société avant sa transformation ou le ou les associés commandités*".

Più complessa è l'interpretazione dell'art. 236-6, atteso l'ampio catalogo di operazioni suscettibili di esservi ricomprese. La norma fa, infatti, riferimento alle "*modifications significatives des dispositions statutaires*", offrendo poi un elenco meramente esemplificativo di modifiche ritenute tali, tra le quali figurano: la trasformazione, il mutamento delle condizioni di cessione e trasferimento dei titoli azionari, la riduzione del termine di durata della società, la variazione dei diritti patrimoniali o amministrativi spettanti agli azionisti<sup>(77)</sup>. A queste l'art. 236-6, I, 2° aggiunge, richiamandola *espressamente*, la fusione infragruppo.

In tutti questi casi non è la modifica statutaria, di per sé, ad essere significativa, ma la portata dei suoi effetti in rapporto alla "*perception qu'a le marché de l'entreprise considérée*" ed alla "*décision d'investissement d'une actionnaire*"<sup>(78)</sup>. La necessità di procedere a tale valutazione spiega perché in questa ipotesi, diversamente da quanto previsto per la fattispecie di trasformazione di una *société anonyme* in una società in accomandita per azioni, l'obbligo di depositare un'offerta di acquisto non sorge in via automatica al momento della sottoposizione del progetto all'assemblea, ma è subordinato alla valutazione dell'AMF in ordine alle conseguenze dell'operazione "*au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou des détenteurs de droits de vote*"<sup>(79)</sup>.

Anche in questa ipotesi valgono le considerazioni già formulate con riguardo alla persona dell'offerente, fatta eccezione naturalmente per il riferimento, operato dall'art. 236-5, ai futuri soci

---

<sup>(77)</sup> Cfr. Art. 236-6, I, 1° RG AMF.

<sup>(78)</sup> V. A. VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 5° ed, Levallois, 2014, p. 458, che richiama il Rapporto annuale della COB del 1989, ove si legge "toute modification importante du pacte social peut affecter la clause du contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société".

<sup>(79)</sup> L'art. 236-6, RG AMF obbliga infatti gli azionisti di controllo ad informare l'AMF dell'intenzione di sottoporre all'assemblea straordinaria un progetto rientrante tra quelli menzionati nella previsione così da consentirle una valutazione circa l'opportunità di avviare una procedura di offerta residuale.

accomandatari. Si noti che, sebbene il dato normativo non lo preveda espressamente, è opinione prevalente in dottrina che l'offerta possa essere lanciata anche da un terzo<sup>(80)</sup>.

Sul giudizio spettante all'AMF, va rilevato come tra i principali criteri di apprezzamento vi sia quello dell'incidenza delle modifiche sulla *liquidità* dei titoli azionari: l'o.p.r. subentra qualora l'operazione sia idonea a ripercuotersi in senso negativo sul corretto funzionamento del mercato delle azioni. È in quest'ottica che si assiste all'inclusione tra le *modifications significatives* delle delibere di fusione, scissione o mera dissoluzione dell'ente che comportino altresì la revoca della quotazione e la successiva sparizione di un mercato regolamentato dei titoli<sup>(81)</sup>.

Sebbene il riferimento alla liquidità non costituisca il criterio esclusivo di valutazione, appare chiaro come l'ampia varietà di indici valutati dall'AMF siano a tesi a verificare gli effetti (anche solo potenziali) dell'evento di volta in volta considerato sullo spessore e sul corretto funzionamento del mercato dei titoli<sup>(82)</sup>.

La natura "finanziaria" dell'istituto trova ulteriore conferma in alcuni suoi elementi di peculiarità, che balzano subito all'attenzione, soprattutto se confrontati con le previsioni in materia di diritto di recesso e *Abfindungsrecht*.

### 3.1. Una prima ricostruzione della tutela offerta dall'o.p.r.

La procedura di o.p.r. si avvicina, in larga parte, a quella dell'*Offre publique simplifiée*, disciplinata agli artt. 233-1 – 233-5 RG AMF: per un verso, infatti, non le si applicano le norme in materia di offerte concorrenti e di rilanci; per un altro, la sua durata è fissata in almeno dieci giorni di negoziazione<sup>(83)</sup> ed il suo svolgimento segue, sotto il profilo informativo, le previsioni contenute alla sezione "*Règles générale et dispositions comune*" (artt. 231-13 – 231-35 RG AMF).

---

<sup>(80)</sup> A. VIANDIER, *OPA, OPE*, 5° ed., cit., p. 480, che rileva: "Obligatoire, spontanée ou consentie, l'offre publique de retrait peut-elle être lancée par un tiers? La question n'est pas réglée par le textes. Mais, et c'est la solution qui a notre préférence, on est tenté de s'inspirer de l'esprit de cette procédure: dès lors que le but recherché est de permettre une sortie des actionnaires, qu'importe l'identité de celui qui procède au rachat".

<sup>(81)</sup> Cfr. i casi AGE Développement, SBF, Avis n° 94-665, 3 marzo 1994; Aérospatiale Matra, CMF, déc. n° 200C0181, 3 febbraio 2000. – V. n° 2396; CGIP, CMF, déc. n° 202C0350, 27 marzo 2002.

<sup>(82)</sup> Per una rassegna dei criteri abitualmente considerati dall'AMF v. A. VIANDIER, *OPA, OPE*, 5° ed., cit., pp. 464-465.

<sup>(83)</sup> V. in particolare, l'art. 236-7 RG AMF, ai sensi del quale "L'offre publique de retrait est réalisée par achats, dans les conditions et selon les modalités fixées lors de l'ouverture de l'offre, pendant une période de dix jours de négociation au moins ou, si les circonstances et les modalités de l'opération le justifient, par

Quanto ai destinatari, può affermarsi in prima battuta che le o.p.r. sono in ogni caso indirizzate agli azionisti di minoranza. Tuttavia, se nell'ipotesi di offerta su richiesta del socio "residuale", la definizione di minoranza si lega all'elemento della titolarità delle azioni conferenti i diritti di voto non ricompresi nel 90 per cento detenuto dalla maggioranza<sup>(84)</sup>, negli altri casi deve leggersi in relazione ai "promotori" della delibera che legittima l'*exil*<sup>(85)</sup>. È proprio su questo terreno che si rinviene un primo elemento distintivo del modello di tutela in esame: l'offerta interessa *tutti* gli azionisti che non rivestano una posizione di controllo ai sensi dell'Art. L. 233-3 Code comm. e dunque, teoricamente, anche gli assenti, astenuti e coloro che votino in favore della delibera.

Altrettanto interessanti sono le modalità di quantificazione della liquidazione spettante al socio "residuale": il prezzo è, infatti, determinato dall'offerente, con il limite della sua conformità agli interessi degli investitori. Sul punto, non può mancarsi di notare l'assenza di ogni espresso riferimento al valore medio di mercato dei titoli o alla *Unternehmensbewertung*: la norma richiede piuttosto il deposito di un documento d'offerta che "*ne comportant aucune condition minimale et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme*"<sup>(86)</sup>.

Il giudizio di conformità, in relazione al prezzo, consiste nell'assicurare che l'offerta non leda gli interessi degli azionisti "residuali", ossia: nel garantire che si tratti di un *prix acceptable*. In quest'ottica, la liquidazione non deve necessariamente offrire una compensazione economica "piena" per il pregiudizio inferto agli interessi patrimoniali della minoranza, come invece avviene in relazione all'*Abfindungsrecht*, ma deve contenere un *prix minimal* che, per poter essere valutato conforme, non deve contrastare con "*les intérêts des porteurs minoritaires*"<sup>(87)</sup>.

---

centralisation des ordres de vente ou d'échange auprès de l'entreprise de marché ou, sous son contrôle, par le prestataire présentateur".

<sup>(84)</sup> V. Art. 236-1 RG AMF.

<sup>(85)</sup> L'art. 236-6 RG AMF pone, infatti, l'obbligo di depositare l'offerta in capo a "la ou les personnes physiques ou morales qui contrôlent une société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce". Oggetto dell'offerta sono tutti i titoli che diano, anche solo potenzialmente, accesso al capitale.

<sup>(86)</sup> Sebbene il progetto d'offerta debba essere dichiarato conforme dall'AMF, la legge non prevede particolari requisiti in tal senso, se non, nell'ipotesi di offerta depositata ai sensi degli artt. 236-5 (trasformazione di una società per azioni in una società in accomandita per azioni) e 236-6 (modificazioni statutarie o finanziarie significative), che la stessa non può essere condizionata al previo raggiungimento di una data soglia di adesione.

<sup>(87)</sup> V. Appel Paris, 18 aprile 1991, in *Rev. soc.*, 1991, p. 765 ss. con nota di CARREAU, MARTIN, ove la Corte afferma che "en cas d'offre publique de retrait, il appartient au Conseil des bourses de valeurs de veiller à ce que le prix en numéraire proposé par l'actionnaire majoritaire pour l'achat des titres restant dans le public ne lèse pas les intérêts des porteurs minoritaires".

Sebbene il RG AMF non contenga più alcun espresso riferimento al metodo c.d. *multicritère* per la fissazione del prezzo<sup>(88)</sup>, si ritiene che il documento d'offerta debba giustificare il *quantum* della liquidazione “*en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres*”<sup>(89)</sup>. Tale parametro ambisce ad assicurare ai destinatari dell'offerta che il disinvestimento avvenga a condizioni *accettabili*, ossia: che il prezzo proposto corrisponda ad una “*indemnité juste et équitable des actionnaires minoritaires, résultant de l'évaluation pertinente de la société par application de critères connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples [...] dès lors qu'ils sont de nature à conduire à une estimation équitable et légitime de l'entreprise*”<sup>(90)</sup>.

A tale fine, risulta ancora una volta centrale il ruolo dell'AMF, alla quale, pur non essendo più espressamente rimessa una valutazione di congruità del prezzo, spetta di giudicare la conformità del documento d'offerta alle previsioni applicabili. Si tratta, invero, di un passaggio fondamentale al fine di scongiurare l'eventualità che un prezzo troppo basso finisca per tramutare indebitamente lo strumento da protettivo a lesivo degli interessi della minoranza. Quest'ultima, in assenza di una linea comune di condotta, si vedrebbe costretta ad accettare l'offerta, pur non concordando sulla congruità del prezzo, nel timore che l'adesione di terzi possa condurre alla sparizione di un mercato dei titoli.

Rispetto ai casi di recesso e *Abfindungsrecht*, la disciplina va ben oltre fattispecie tassativamente individuate, per ricomprendere in potenza una vasta gamma di operazioni. Tale connotazione si bilancia con il riconoscimento in capo all'AMF di un'essenziale funzione di “filtro” circa l'opportunità di dare avvio ad un'o.p.r., in forza della quale la protezione della minoranza viene ancorata ad una valutazione “caso per caso”, salva l'ipotesi disciplinata all'art. 236-5 RG AMF.

Si noti, infine, che il contemperamento degli interessi del socio che intende recedere con quelli della società, degli altri soci e dei creditori della società non opera sul piano dell'*an* del disinvestimento, stante l'ampio catalogo di operazioni che ne legittimano l'esercizio, ma su quello del *quomodo*: l'onere finanziario connesso all'obbligo di acquistare i titoli della minoranza è infatti posto unicamente e direttamente in capo alla maggioranza.

Le segnalate peculiarità dell'istituto inducono l'interprete ad interrogarsi circa il suo fondamento dogmatico ed il suo significato complessivo.

---

<sup>(88)</sup> V. art. 231-23 RG AMF (formulazione vigente fino al 2006). V. ampiamente sul metodo multicriterio e sul suo significato attuale, A. VIANDIER, *OPA, OPE*, 5° ed., cit., p. 498 ss.

<sup>(89)</sup> Art. 2, 2°, a), instruction n° 2006-07 del 25 luglio 2006 relativa alle offerte pubbliche di acquisto.

<sup>(90)</sup> CA Paris, 19 dicembre 2000, *Armand c/ SA Neptune*, in *JCP E*, 2001, p. 417, con nota di A. VIANDIER. Il riferimento alla *indemnité* non deve trarre in inganno, in quanto il corrispettivo versato è pacificamente qualificato come *prezzo*, perfino nell'ipotesi di *squeeze-out*.

In quest'ottica, giova muovere da due considerazioni preliminari. Dalla disciplina non appena illustrata emerge che, sul piano delle conseguenze normative, il venir meno di un mercato regolamentato dei titoli è ricondotto ad una più ampia linea ispiratrice, ossia quella delle modifiche sostanziali “*du contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société*”<sup>(91)</sup>.

A ciò si lega un secondo rilievo, centrale ai fini della nostra indagine: fatta eccezione per le società quotate su mercati regolamentati non è di regola riconosciuto al socio di minoranza un diritto alla monetizzazione della propria partecipazione, a fronte di alterazioni fondamentali dell'assetto negoziale originario volute dalla maggioranza. In particolare, pur essendo contemplato nel contesto delle *sociétés à capital variable* e *sociétés civiles* un *droit de retrait de l'associé*<sup>(92)</sup>, al diritto delle *sociétés commerciales* manca uno strumento protettivo della medesima natura. Partiremo proprio da questo profilo per individuare il punto di emersione e le “funzioni” dell'o.p.r.

### 3.2. Fondamento dogmatico e “funzioni” dell'o.p.r.

Il diritto francese delle società di capitali non conosce l'istituto del recesso, stante la categoricità dell'opinione dominante nel negare, pur con motivazioni differenti, l'opportunità e la necessità di una disciplina in tal senso<sup>(93)</sup>. Sebbene si riconosca alla maggioranza la facoltà di mutare, anche

---

<sup>(91)</sup> COB, *Rapport annuel 1988*, p. 89.

<sup>(92)</sup> V. C. LEBEL, *Le droit de retrait de l'associé*, in V. ZALEWSKI-SICARD (a cura di) *Mélanges en l'honneur du Professeur Raymond Le Guidec*, Paris, 2014, p. 747 ss. In queste due ipotesi, l'art. 1869 del Code Civil dispone infatti che un socio “peut se retirer totalement ou partiellement de la société, dans les conditions prévues par les statuts ou, à défaut, après autorisation donnée par une décision unanime des autres associés. Ce retrait peut également être autorisé pour justes motifs par une décision de justice”.

<sup>(93)</sup> Il quesito circa l'opportunità di affiancare, o sostituire, al puro controllo di legittimità delle decisioni, un diritto di *exit* in favore della minoranza dissenziente è stato, invero, ampiamente discusso nel sistema francese, tanto nella fase antecedente alla riforma del 1966, quanto in quella successiva. Punto di partenza dell'analisi erano sovente le indagini di diritto comparato, volte ad approfondire gli istituti dell'*appraisal right* negli Stati Uniti e del nostro diritto di recesso (v. M. MEYSSAN, *Les droits des actionnaires et des autres porteurs de titres dans les sociétés anonyme*, Paris, 1962, p. 118 ss.). La posizione prevalente si è sempre, tuttavia, mantenuta contraria alla sua introduzione, a partire da tre argomentazioni principali: *i*) l'intangibilità del capitale sociale e la tutela dei creditori (v. I. SAUGET, *Le droit de retrait de l'associé*, Paris X, 1991, p. 291 ss.); *ii*) la vigenza di un principio maggioritario e la libera accettazione da parte del singolo socio di un preciso meccanismo di formazione della volontà dell'ente (v. D. SCHMIDT, *Les droits de la minorité*, Paris, 1970, Rn. 179, il quale evidenzia come “Le pouvoir majoritaire ne sera qu'un jeu de mots, si, à la suite de telle résolution, la minorité du capital décide de quitter la société: la déconsidération générale du droit de retraite l'a surabondamment démontré”); *iii*) le difficoltà poste dal tentativo di inserimento nel paradigma francese di tutela delle minoranze di un strumento di protezione a carattere individuale (per una qualificazione del *droit de retrait* come diritto individuale, v. J. GASTAUD, *Personnalité morale et droit subjectif*, Paris, 1977, Rn. 160). Si tratta di argomentazioni ancora oggi saldamente radicate nel sistema, come

significativamente, l'assetto negoziale originario, non è assicurato alla minoranza dissenziente il corrispondente diritto di liberarsi, ad un prezzo amministrato, dei titoli detenuti<sup>(94)</sup>. Il recesso, in effetti, mal si concilierebbe con un paradigma di protezione delle minoranze di natura collettiva<sup>(95)</sup>: riconoscere siffatto diritto significherebbe far subire alla società le conseguenze di una decisione unilaterale e di carattere puramente egoistico del socio dissenziente.

---

attestato dallo studio pubblicato dal *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris* (HCJP) nel marzo del 2018 [Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) concernant le droit de retrait des minoritaires de sociétés non-cotées, disponibile all'indirizzo: [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport\\_15\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport_15_f.pdf)], che giunge a circoscrivere l'opportunità di introdurre un diritto di tale natura alle seguenti condizioni: "La mise en œuvre du droit de retrait serait soumise à la condition qu'une décision judiciaire constate (i) un abus de majorité ou (ii) une mésentente paralysant le fonctionnement de la société ou (iii) une mésentente grave entre les actionnaires résultant d'une faute de l'actionnaire majoritaire ou dont il est à l'origine". Si tratta, tuttavia, di una proposta poi non recepita nella *Loi Pacte*. Così come, del resto, non avevano trovato seguito le proposte formulate nel 1996 e nel 2003, che vedevano nell'introduzione nelle società di capitali chiuse di un *droit de retrait*, modellato sulla scorta di quello vigente per le società quotate, uno strumento di stimolo all'investimento di capitale nelle PMI.

<sup>(94)</sup> Come anticipato, un *droit de retrait* di fonte legale è riconosciuto unicamente nel contesto delle società a capitale variabile e delle società civili. La particolare struttura nella prima e la diversa graduazione dell'elemento dell'*intuitus personae* rispetto alle società commerciali nella seconda giustificano la scelta derogatoria dell'ordinamento.

<sup>(95)</sup> I limiti al potere degli azionisti di controllo di deliberare modifiche significative dell'originario assetto negoziale sono, piuttosto, da rinvenirsi: *i*) nel c.d. "principe d'intangibilité du but social", sancito dall'art. 1832, I, Code civil, che, nel definire il contratto sociale, vincola i soci ad effettuare il conferimento allo scopo "de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter"; *ii*) nell'espressa imposizione, tanto nelle SA quanto nelle SARL, dell'obbligo di deliberare all'unanimità il compimento di operazioni di aumento a pagamento del capitale sociale mediante incremento del valore nominale delle azioni (Art. L. 225-130, 2, Code comm.), di trasformazione in una società in nome collettivo [Art. L. 225-245, 1, Code comm.] e di modifica convenzionale della "nationalité" della società [Artt. L. 223-30, I e 225-121(V) Code comm.], eventualità, quest'ultima, del tutto ininfluyente nella prassi, stante la vigenza nel diritto internazionale privato francese della teoria della sede reale; *iii*) nella facoltà riconosciuta a ciascun azionista di fare istanza al Tribunale per la nomina di un *administrateur provisoire* in presenza di circostanze tali da rendere impossibile il funzionamento regolare della società e compromettere così gravemente l'interesse sociale; *iv*) nelle ipotesi di nullità delle delibere assembleari previste agli artt. L. 235-1, II e L. 225-121, 1 Code comm.

Ulteriori limiti, pur non espressamente sanciti dalla legge, sono stati elaborati dalla giurisprudenza e dalla dottrina francesi, a partire da due capisaldi.

Il primo concerne la tradizionale distinzione tra *droits propres* e *droits sociaux*, ossia la partizione tra diritti individuali degli azionisti, qualificati alla stregua di posizioni giuridiche intangibili da parte della maggioranza, e diritti sociali, inerenti alla partecipazione e funzionali al perseguimento dell'interesse sociale. In altre parole, mentre i *droits sociaux* presentano carattere collettivo, i *droit propres* formano il contraccambio del conferimento, la ragione in virtù della quale l'azionista accetta di sottoporsi al potere di della maggioranza; questi possono pertanto essere compresi unicamente con il consenso dell'interessato

L'opinione riferita non ha tuttavia impedito che nel contesto del diritto dei mercati finanziari, meno influenzato da elaborazioni di stampo fortemente dogmatico, si esplorassero vie alternative. È in particolare la COB, a partire dagli anni settanta del secolo scorso, ad espandere in via di prassi il perimetro applicativo dell'obbligo di offerta di acquisto oltre i confini del trasferimento del controllo, al fine di assicurare protezione alla minoranza in occasione di modifiche significative della struttura o, più in generale, del funzionamento dell'ente volute dalla maggioranza.

Ciò accadeva in due fasi: la Commissione si limitava dapprima ad estendere l'obbligo d'offerta alle ipotesi di cambio del controllo realizzate attraverso operazioni di ristrutturazione interna, e dunque al di fuori del canale tipico dell'acquisto di pacchetti azionari, per poi ampliare il raggio del proprio intervento, andando a ricomprendervi una varietà di transazioni accomunate dall'effetto di incidere in misura rilevante sulla *decision d'investissement* dell'azionista.

È interessante precisare che siffatto ampliamento avveniva non senza difficoltà sotto il profilo del fondamento normativo. Infatti, mentre la sottoposizione al medesimo obbligo di offerta di acquisto di tutte le fattispecie di mutamento del controllo, a prescindere dalle modalità con cui lo stesso si realizzasse, si fondava su un'interpretazione estensiva degli artt. 201-206 dettati dal

---

(cfr. C. BERR, *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales, Gérance et administration des sociétés commerciales*, Paris, 1961, Rn. 352; D. SCHMIDT, *Les droits*, cit., Rn. 55). Si noti che la mancata esplicita individuazione da parte della legge dei *droits propres* ha condotto la giurisprudenza e la dottrina ad interrogarsi su quale sia il corrispondente catalogo (v. C. GOYET, *Les limits du pouvoir majoritaire dans les sociétés*, in *Rev. jur. com.*, n° spec. 11/1991, p. 58 ss, spec. p. 61 “Chaque auteur produit ici sa liste”). Si è tuttavia soliti ricondurre a tale categoria perlomeno i diritti *i*) a rimanere socio, *ii*) a percepire gli utili e *iii*) a godere dell'astratta disponibilità delle proprie azioni (V. M. GERMAIN, V. MAGNIER, *Les Sociétés commerciales*, cit., pp. 416-440, spec. p. 423 ss. per un'analisi sulla natura del *droit de vote*). Nella prassi, i Tribunali tendono in ogni caso ad offrire una lettura molto restrittiva dell'istituto, circoscrivendone la rilevanza soltanto alle ipotesi di completa soppressione del diritto (v. C. GOYET, *Les limits*, cit., p. 61).

Si è già accennato alla sempre crescente fragilità della categoria dei *droit propres* nell'ordinamento francese (v. *supra*, cap. II, par. 2.1.1., nota 33). Sul punto, basti segnalare che lo stesso principio dell'intangibilità della qualità di associato, definito fino a tempi recenti da P. LE CANNU, B. DONDERO, *Droit des sociétés*, Paris, 2015, n° 1043, come una “citadelle du droit des sociétés”, è sempre più posto in discussione. Se la previsione di una clausola statutaria di esclusione del socio era definita, a margine della riforma del 1966, una vera e propria “monstruosité juridique” (così, R. RODIÈRE, *note sous CA Rouen, 8 févr. 1974*, in *Rev. sociétés*, 1974, p. 507), la sua ammissibilità è oggi espressamente sancita dal legislatore per la SAS e accolta dalla giurisprudenza con riguardo alla SA e alla SARL (v. J. MESTRE, D. VELARDOCCHIO, A. MESTRE-CHAMY, *Lamy sociétés commerciales*, Paris, 2016, n° 875).

Secondo caposaldo è costituito dalle due eccezioni apposte, in via interpretativa, al principio “pas de nullité sans texte”, vigente in materia di nullità delle delibere assembleari: l'excès de pouvoir e l'abuse de majorité.

Regolamento COB in materia di *maintien de cours*<sup>(96)</sup>, l'imposizione alla maggioranza dello stesso onere finanziario in occasione di operazioni straordinarie, irrilevanti sotto il profilo del controllo, mancava di un referente positivo.

I casi più frequenti riconducibili a questo secondo insieme erano rappresentati dalla revoca della quotazione dei titoli<sup>(97)</sup>, anche quale mera conseguenza di operazioni di fusione o scissione<sup>(98)</sup>, dalla trasformazione di una SA in una società in accomandita per azioni<sup>(99)</sup>, dalla modifica dell'oggetto sociale o dei diritti patrimoniale spettanti agli azionisti<sup>(100)</sup>. L'evidente "forzatura" così operata portava del resto la stessa COB nei suoi rapporti annuali a sollecitare il legislatore ad intervenire per assicurare una base normativa ad una prassi ormai consolidata<sup>(101)</sup>.

L'introduzione, con la legge sulla sicurezza e trasparenza dei mercati finanziari del 2 agosto 1989, dell'o.p.r. altro non era dunque se non il recepimento in via legislativa di uno strumento già ampiamente affermatosi<sup>(102)</sup>.

Quanto al fondamento dogmatico, la dottrina si è tradizionalmente mostrata concorde nel fare riferimento ai concetti, invero equivalenti, di "*rupture du contrat d'investissement*" o "*modification substantielle du contrat d'investissement*".

La figura del *contrat d'investissement* vale ad identificare la natura del rapporto che verrebbe ad instaurarsi, all'atto dell'acquisto delle azioni sul mercato, tra l'investitore-azionista e la società, inquadrabile alla stregua di un vero e proprio *contratto di investimento*.

---

<sup>(96)</sup> Così P. BÉZARD, Y. CHAPUT, *La Commission des opérations de bourse (COB) et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de sociétés*, in *Rev. soc.*, 1982, p. 481 ss., spec. p. 503.

<sup>(97)</sup> V. COB, *Rapport 1977*, p. 90; J. BIARD, J. MATTOU, *Les offres publiques d'acquisition: l'émergence de principes directeurs de droit boursier*, in *Banque et Droit*, 3-4, 1993, p. 3 ss., spec. p. 7 ove gli A. richiamano i casi "Reti" (1980), "Fininvest" (1980) e "Berton et Sicard" (1980). Sui primi due casi cfr. altresì COB, *Rapport 1980*, p. 97.

<sup>(98)</sup> V. COB, *Rapport 1988*, p. 90.

<sup>(99)</sup> V. COB, *Rapport 1987*, p. 136.

<sup>(100)</sup> V. COB, *Rapport 1988*, p. 89.

<sup>(101)</sup> V. gli inviti contenuti nei Rapporti annuali della COB del 1974 (p. 70), 1977 (p. 90) e 1987 (p. 137). Sul punto, la dottrina francese si divideva tra chi riteneva che la COB facesse così indebitamente leva sul proprio potere decisionale in materia di revoca della quotazione per imporre sugli azionisti di controllo siffatto onere finanziario (P. BÉZARD, Y. CHAPUT, *La Commission*, cit., p. 7) e chi, al contrario, ne individuava il fondamento appellandosi all'Autorità morale di cui disponeva la Commissione (Y. GUYON, *Le rôle de la Commission des opérations de bourse dans l'évolution du droit des sociétés commerciales*, in *RTDC*, 1975, p. 447 ss., spec. p. 449; P. BÉZARD, *La Société anonyme*, Paris, 1986, Rn. 1285, ove l'A. parla di "autorité morale").

<sup>(102)</sup> V. Art. 15, comma 3, Loi 69/531.

Sebbene la figura non trovi un espresso ancoraggio normativo e la giurisprudenza non ne abbia mai precisato la relazione con i principi in materia negoziale previsti dal diritto societario, è affermazione condivisa in letteratura quella secondo cui il contratto di investimento altro non sarebbe se non un *contrat d'adhésion*, stipulato tra investitore e società con l'acquisto da parte del primo dei titoli azionari ed equiparato ad un vero e proprio *contrat de confiance*. Con esso, la società si obbligherebbe ad assicurare all'acquirente la *permanenza* nel tempo di alcuni elementi, strutturali e organizzativi, valutati come *essenziali* per l'investimento.

Si spiega così la scelta di qualificare come “*rupture*” la decisione della maggioranza di mutare l'assetto originario in una delle sue componenti fondamentali, violando l'obbligo negoziale assunto e provocando il corrispondente venir meno della fiducia riposta dall'investitore nella persistenza delle condizioni che ne avevano giustificato l'ingresso nella società<sup>(103)</sup>.

Ad alcuni Autori non è tuttavia sfuggito che inquadrare in termini di *violazione* l'esercizio di un potere che, dall'angolo di visuale del diritto societario, è senz'altro legittimo ed anzi connaturato al regolare funzionamento interno dell'ente, pone questioni di compatibilità di non poco conto. Si è preferito, per questa ragione, ricorrere all'espressione “*modification substantielle*”, neutra sotto il profilo della legittimità della condotta e comunque sufficiente a rappresentare gli effetti che il venir meno dei presupposti dell'investimento produrrebbe sull'azionista residuale<sup>(104)</sup>.

La revoca della quotazione, così come la concentrazione dei diritti di voto e la concomitante sparizione della liquidità, altro non sarebbero se non alterazioni fondamentali dell'originario contesto nel quale è avvenuto l'investimento. L'aver assicurato agli acquirenti delle azioni che determinati presupposti iniziali di adesione non sarebbero stati modificati, e che dunque la sottoposizione al volere della maggioranza non avrebbe in ogni caso messo in discussione i pilastri dell'investimento, giustifica il riconoscimento di un diritto alla liquidazione della partecipazione, qualora le regole stabilite per lo svolgimento dell'attività comune dovessero mutare.

La funzione dell'o.p.r., in coerenza con l'ampia gamma di operazioni suscettibili di attivarne l'operatività, sembra allora volta ad assicurare all'investitore-azionista residuale uno strumento di

---

<sup>(103)</sup> Cfr. C. GOYET, *Les limits du pouvoir*, cit., p. 62; D. SCHMIDT, C. BAJ, *Réflexions sur les effets de l'action de concert*, in *Rev. dr. bancaire*, 1991, p. 188; ID. *De l'ancien ou nouveau règlement général du conseil des bourses de valeurs*, in *Rev. dr. bancaire*, 1992, p. 138. È interessante rilevare che parte della dottrina è ricorsa a questo argomento anche per fondare l'istituto dello *squeeze-out* (v. in particolare, C. BAJ, *Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées*, in *Rev. dr. bancaire*, 1994, pp. 154-156).

<sup>(104)</sup> Cfr. D. SCHMIDT, C. BAJ, *Réflexions*, cit., p. 189 ss., che fanno uso dei termini “*rupture*” e “*modification*” come sinonimi. V. anche A. VIANDIER, *OPA, OPE*, 5° ed., cit., p. 458.

reazione a cambiamenti dell'operazione cui partecipa, la cui rilevanza è tale da precludere in potenza la stessa permanenza nella società. In quest'ottica, ai destinatari dell'offerta viene garantita non solo un'effettiva via d'uscita, ma la percezione di un *prix acceptable*.

Con la costruzione in via dogmatica della figura del *contrat d'investissement* e la previsione di forme di acquisto residuale in favore della minoranza il sistema francese mostra di operare una netta distinzione tra il diritto comune delle società di capitali, che, come visto, affida la tutela delle minoranze a meccanismi diversi dal disinvestimento, e il diritto delle società quotate, ove invece alla minoranza si riconosce la facoltà di “risuotere” il valore monetario del proprio investimento, là dove essa non decida di continuare la propria partecipazione alle nuove condizioni stabilite dalla maggioranza.

3.2.1. Le finalità perseguite dalla disciplina: collegamento con gli istituti dell'*Abfindung* e del diritto di recesso

Il richiamo al *contrat d'investissement* non deve far concludere nel senso di una diversità di fondo tra gli interessi protetti dagli istituti dell'o.p.r., dell'*Abfindung* e, lo vedremo, del recesso.

In particolare, la nozione di “*modification substantielle du contrat d'investissement*” individua, con una terminologia differente, il concetto di “*Wegfall der Geschäftsgrundlage*” e quello di “*modifica volontaria di un elemento potenzialmente idoneo a caratterizzare la partecipazione a una determinata società*”<sup>(105)</sup>, tratto caratterizzante il corpo centrale delle ipotesi di recesso. In tutti questi casi, si riconosce e attribuisce rilievo al mutamento o al venir meno di un tratto che concorre a qualificare in misura determinante la partecipazione all'atto della sua assunzione. La giustificazione per l'attribuzione di un diritto alla “rimeditazione” dell'investimento è, in altre parole, da rinvenirsi nell'alterazione di un elemento considerato idoneo ad incidere, direttamente o indirettamente, sui presupposti in forza dei quali è avvenuta la scelta di investire in una determinata società.

Tuttavia, il contesto di emersione e le condizioni applicative lasciano intendere che i fatti costitutivi connessi all'o.p.r. rilevano poiché sintomatici di un'alterazione del *mercato*, quale luogo di scambio dei titoli, e non tanto, o comunque non *in ragione*, delle alterazioni da essi prodotte sull'organizzazione societaria. Si tratta, in altri termini, di circostanze tra le quali è dato rinvenire un *leit motif*, ossia: la volontà di tutelare l'interesse al disinvestimento ogniqualvolta il verificarsi dell'evento di volta in volta considerato, possa (anche solo potenzialmente) indurre un

---

<sup>(105)</sup> Il virgolettato in C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, p. 159.

peggioramento del valore di mercato dei titoli ovvero la sparizione stessa di un mercato liquido<sup>(106)</sup>. La prospettiva, pertanto, non è quella del socio di società per azioni, ma dell'*investitore* titolare di strumenti azionari oggetto di scambi su un mercato. L'idea di fondo è che se il prezzo del titolo (quotato) ne riflette anche la liquidità, all'acquirente deve garantirsi uno strumento di reazione volto a compensare il venir meno di quel valore per fatto imputabile all'emittente<sup>(107)</sup>.

Non può escludersi che sia stata proprio l'assenza di un *exit* di natura corporativa a stimolare lo sviluppo di una disciplina sì articolata in materia di o.p.a. residuale. D'altra parte, la negoziabilità del titolo – nella sua dimensione astratta e non concreta – appare meritevole di tutela già nella prospettiva del diritto societario, attesa la sua tradizionale classificazione alla stregua di *droit propre* dell'azionista<sup>(108)</sup>. Le esigenze di flessibilità poste dal mercato finanziario hanno così sollecitato il ricorso a rimedi alternativi, volti ad attribuire rilevanza ad una vicenda che, nei suoi tratti essenziali, si muove nella medesima direzione. La conclusione ben riflette l'impostazione del sistema tedesco che è giunto a confrontare direttamente uno strumento di disinvestimento tipicamente associativo, quale l'*Abfindung*, con quello appositamente elaborato sul terreno del diritto dei mercati.

Nel quadro di cui sopra, è senz'altro utile riprendere le valutazioni già avviate in merito alla concreta articolazione delle tutele, per verificare se e in che misura le peculiarità sistematiche e dogmatiche dell'ordinamento francese finiscano per riverberarsi sulle modalità con cui l'o.p.r. persegue gli obiettivi menzionati. Posto che le istanze di tutela risultano assimilabili a quelle connesse all'*Abfindung* e - lo vedremo - al diritto di recesso è interessante indagare come la natura del rimedio ed i suoi presupposti applicativi condizionino l'effettiva realizzazione dello scopo ad esso sotteso. La domanda è dunque, ancora una volta, la seguente: a fronte di una sostanziale

---

<sup>(106)</sup> V. sul punto le considerazioni ancora attuali di F. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria, diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni*, in D. CORAPI (a cura di), *Saggi di diritto commerciale europeo*, Napoli, 1995, p. 172 ss., che rileva: “non sembra si possa comprendere e giustificare la disciplina dell'opa residuale ove non si consideri l'effettiva possibilità che il socio di minoranza ha di vendere le proprie azioni. Orbene, dall'esame delle diverse discipline, è possibile ricavare come l'opa residuale obbligatoria scatti proprio in quelle situazioni nelle quali è venuto meno, o rischia di venir meno, l'elemento della facile liquidabilità del titolo”.

<sup>(107)</sup> Cfr. in merito le osservazioni contenute nel *Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) concernant le droit de retrait des minoritaires de sociétés non-cotées*, 2018, p. 6, che nell'escludere l'opportunità di introdurre il medesimo diritto nel contesto delle società chiuse, rileva: “Il a aussi été rappelé que le droit de retrait qui existe dans les sociétés cotées vise à pallier l'absence de liquidité pouvant être attendue sur le marché alors qu'à l'inverse, le prix d'actions non-cotées inclut une décote d'illiquidité. Il serait donc injuste d'offrir aux minoritaires un droit qu'ils n'ont pas payé”.

<sup>(108)</sup> V. *supra*, cap. II, par. 3.2., nota 90.

sovrapposizione tra interessi protetti, può giungersi ad un giudizio di equipollenza anche in relazione alle *tecniche di tutela* dei suddetti interessi?

Può fin d'ora anticiparsi che, parimenti a quanto rilevato nel sistema tedesco per il rapporto tra *Abfindung* e *Delisting Angebot*, le differenze, talvolta anche significative, che contraddistinguono la disciplina di questi strumenti non paiono metterne in discussione la sostanziale equipollenza, pur riflettendone il diverso contesto di emersione.

L'o.p.r. nasce e si sviluppa in via di prassi ed in stretto rapporto con la necessità di assicurare soddisfacimento alle esigenze pratiche poste dal mercato. Si potrebbe quasi dire che la conformazione dell'istituto è plasmata dalla sua appartenenza al diritto dei mercati finanziari. Del resto, l'assenza di fattispecie di *exit* tipizzate dal legislatore nell'ambito del diritto comune delle società di capitali, ha stimolato la ricerca di rimedi applicativi e categorie dogmatiche solo ad una prima lettura lontane da quelle tradizionalmente contemplate negli altri ordinamenti.

Il riferimento alla figura del *contrat d'investissement* è paradigmatico in questa prospettiva: le difficoltà poste dal tentativo di giustificare il disinvestimento in un'ottica di dissociazione della minoranza rispetto a mutamenti statutari voluti dalla maggioranza proiettano l'attenzione sull'esistenza di un *ulteriore* rapporto tra investitore e società, il cui carattere fiduciario impone di assicurare al primo l'opzione del disinvestimento ogniqualvolta la seconda determini un cambiamento fondamentale dell'investimento originario, anche solo potenzialmente idoneo a riverberarsi in termini peggiorativi sull'esistenza o sul funzionamento del mercato e, dunque, sulla prezzatura dei titoli.

La matrice finanziaria dello strumento emerge dal confronto con l'*Abfindung* o il diritto di recesso, soprattutto in punto di destinatari dell'offerta e determinazione del prezzo.

Sotto il primo profilo, si è avuto modo di illustrare l'irrilevanza che l'adesione alla politica della maggioranza presenta in relazione alla platea dei legittimati passivi: l'offerta è infatti rivolta a tutti gli azionisti che non rivestano una posizione di controllo. In questa prospettiva, è del tutto svalutato l'elemento della partecipazione all'iniziativa collettiva e del voto espresso: la rottura del *contrat d'adhesion* giustifica, di per sé, il rimedio. Oggetto dell'offerta sono pertanto *tutti* i titoli che diano accesso al capitale, anche se privi di diritto di voto, oltre che quelli suscettibili di conversione in capitale di rischio. In ciò l'o.p.r. assicura un grado di tutela maggiore rispetto al recesso e all'*Abfindungsrecht*, strumenti, questi ultimi, che si legano al dato del *mancato concorso all'adozione della delibera* o dell'espressione di un *dissenso* rispetto alla modifica voluta dalla maggioranza, avvicinandosi con tutta evidenza alla *Delisting-Angebot*, di cui al § 39, Abs. 2, BörsG.

Quanto al secondo profilo, è senz'altro interessante ribadire che la garanzia di un *prix minimal acceptable* assicura alla minoranza il disinvestimento a condizioni *acceptabili*. L'o.p.r., pur non aspirando ad offrire una compensazione economica “piena”, nell'accezione accolta dal sistema tedesco con riguardo all'*Abfindung*, giunge comunque ad adottare criteri di determinazione del prezzo compositi, volti ad individuare un prezzo quanto più rappresentativo del valore attuale della quota. In quest'ottica, il valore di scambio non rappresenta l'indice esclusivo di riferimento, ma soltanto uno dei più criteri applicati.

D'altro canto, la speciale ampiezza della disciplina, non limitata a fattispecie chiaramente pre-determinate dal legislatore, ma suscettibile di estendersi in misura considerevole, trova il proprio contrappeso nella funzione di “filtro” riconosciuta all'AMF e nel fatto che il peso economico del disinvestimento non è mai posto direttamente in capo alla società.

#### **4. Riflessioni conclusive: l'individuazione di una soglia di “rilevanza” dell'interesse alla quotazione. Ancora sulle divergenze rispetto al modello tedesco.**

Nell'ordinamento francese, al pari di quello tedesco, la facoltà per l'emittente di ritirare i propri titoli dal mercato, anche puramente e semplicemente, non è mai stata esclusa in ragione di un presunto principio di “andata senza ritorno”. Al contrario, riconosciuta la necessità di evitare che la quotazione si trasformi in una prigione<sup>(109)</sup>, l'attenzione si è concentrata da subito sulla ricerca di un punto di equilibrio tra gli interessi della società emittente e quelli contrapposti degli investitori-azionisti di minoranza<sup>(110)</sup>.

La prima deve infatti potersi liberare dei costi e degli obblighi sorti con l'ammissione alla negoziazione dei propri titoli, là dove il mercato non rappresenti più un canale di finanziamento conveniente. Per i secondi, tuttavia, la perdita dei benefici assicurati dalla liquidità del titolo e dalla trasparenza informativa rappresenta una modifica del rapporto che li lega alla società di portata

---

<sup>(109)</sup> Così J. J. DAIGRE, *La radiation de la cote : une mesure autonome ; le « flottant », une notion de fait*, in *Bull. Joly Bourse*, 2013, p. 195, il quale sottolinea come “la cote ne peut pas être une prison, sauf à dissuader un peu plus de nombreuses sociétés d'y entrer. Elle peut d'autant moins l'être que le demande d'admission relève de la seule décision de l'émetteur, non de ses actionnaires, ce qui rend concevable un retrait à l'initiative de celui-ci”.

<sup>(110)</sup> Cfr. TC Paris, 14 dicembre 2012, *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim*, in *Bull. Joly Bourse*, 2013, p. 192, in cui si legge: “la protection des investisseurs ne peut avoir pour conséquence d'interdire toute radiation de la cote, quels que soient le nombre e la nature des dits investisseurs”.

tale da configurare una vera e propria *rottura* della fiducia da essi riposta nella persistenza delle basi originarie del proprio investimento.

Ne deriva che, anche in questo contesto, i limiti e le cautele posti dall'ordinamento all'uscita dal mercato non devono leggersi in relazione ai mutamenti organizzativi a cui la società andrebbe incontro con il compiersi dell'operazione, bensì evocando l'aspettativa degli azionisti residuali all'agevole liquidabilità del titolo. Ciò segnala, d'altro canto, che l'esistenza di un luogo di scambio degli strumenti, soggetto ad una disciplina speciale, non rappresenta un valore tutelato *ex se*, ma come caratterizzazione fondamentale dell'originario contesto nel quale è avvenuto l'investimento.

Il diritto francese inquadra e disciplina il fenomeno esclusivamente nella dimensione del mercato finanziario. Il punto merita alcune riflessioni ulteriori.

Si è detto dell'assenza nel diritto azionario di previsioni tese a riqualificare gli interessi della minoranza in pretese puramente indennitarie. Invano si ricercerebbero istituti assimilabili all'*Abfindung* o al nostro diritto di recesso, attesa la tradizionale vigenza di un paradigma di tutela dell'azionista esterno di natura collettiva. Né il diritto societario consente di escludere la minoranza residua, riducendone la posizione corporativa alla percezione di un valore equo. È, al contrario, la disciplina dei mercati ad aver elaborato nel tempo strumenti precipuamente volti a tutelare le aspettative del socio "*als Anleger*".

L'o.p.a. residuale nasce e si sviluppa proprio in forza del presupposto per cui l'esistenza di un mercato di quotazione del titolo rappresenta per l'investitore il fondamento del c.d. *contrat d'investissement*. Contratto la cui conclusione ingenera nel titolare di strumenti quotati un affidamento sulla persistenza nel tempo di alcuni elementi, strutturali e organizzativi, valutati come essenziali per la scelta di investimento, in quanto idonei ad influenzare le *chances* e le condizioni di futura liquidazione della partecipazione. Il che non si traduce nell'impossibilità per la maggioranza di mutare i propri assetti o perfino abbandonare il mercato di quotazione, ma sollecita la previsione di rimedi volti a ripagare quell'affidamento. E ciò in una duplice prospettiva: per un verso, escludendo che l'investitore possa restare prigioniero dei propri titoli; per un altro, assicurando che le operazioni di volta in volta oggetto di compimento non lo pongano innanzi all'alternativa di liquidare la partecipazione a condizioni penalizzanti, ossia ad un prezzo che sconti l'eventuale peggioramento delle prospettive reddituali della società.

Anche nel contesto francese, l'interesse alla quotazione del titolo è suscettibile di conversione in interesse a disinvestire a condizioni adeguate. Il confronto con il sistema tedesco segnala così in maniera paradigmatica come l'alternativo ricorso a strumenti di tutela aventi natura associativa o finanziaria non ponga in discussione l'identità e la natura dell'interesse oggetto di protezione. Nel

caso tedesco, ove è già il diritto azionario ad attribuire rilievo preminente al valore economico della partecipazione e alla possibilità di conseguire in ogni tempo la monetizzazione a condizioni eque, il ricorso allo strumento dell'*Abfindung* dipende dalla scelta di affidare ad uno strumento di *exit* endo-societario la protezione dell'azionista *als Anleger*. Di contro, il dogma della tutela collettiva delle minoranze e l'evidente rigidità sottesa all'elaborazione della categoria dei *droits propres* spingono la dottrina francese ad elaborare la figura del *contrat d'investissement* ed il connesso istituto dell'o.p.a. residuale, restituendo così all'investitore uno strumento di valorizzazione delle originarie aspettative a carattere puramente indennitario.

Se i termini del bilanciamento sono i medesimi nei due sistemi, il punto di equilibrio risulta diversamente disegnato.

Le differenze si rinvergono già nel fatto che, mentre l'ordinamento tedesco attribuisce rilievo esclusivo al fatto che l'investimento sia avvenuto sul mercato regolamentato, quello francese guarda altresì alle piattaforme multilaterali di negoziazione prive di tale qualifica. E ciò in due direzioni: da un lato, assicurando protezione agli investitori dalle operazioni di "*prises de contrôle rampantes*" e di *delisting* anche su quelle piattaforme; dall'altro, abbattendo in misura sostanziale i limiti all'uscita dal mercato regolamentato, là dove ad essa si accompagna la migrazione su una di queste *trading venues*.

Quanto al primo profilo, è chiara l'intenzione di valorizzare la vicinanza funzionale tra mercati regolamentati e MTF, anche in relazione alle esigenze di protezione dell'azionariato di minoranza. La disciplina nazionale integra così quella di derivazione europea, erodendo sempre più la posizione di "esclusiva" del mercato regolamentato, perlomeno nella prospettiva del diritto dei mercati finanziari.

Quanto al secondo, l'intenzione di assicurare alle imprese di minori dimensioni la facoltà di mutare liberamente la sede di negoziazione originariamente prescelta, anche nel senso di un *downlisting*, induce il sistema ad assicurare prevalenza all'interesse al "trasferimento" dell'emittente, riqualificando quello degli investitori nei termini di un diritto al disinvestimento (informato) sul mercato più liquido a costi di transazione invariati.

Ben diversa è la posizione del sistema, qualora al *delisting* faccia seguito un abbandono delle negoziazioni: il modello francese sancisce, infatti, l'indisponibilità *tout court* della quotazione, là dove la stessa risponda all'interesse di una frazione di azionisti maggiore del 10 per cento del capitale o dei diritti di voto. È solo con il superamento di quella soglia, che può avvenire lo scambio tra quotazione e corresponsione agli investitori di un congruo indennizzo.

L'interesse alla de-quotazione è nuovamente inteso in senso oggettivo. A rilevare non sono, infatti, le modalità di raggiungimento della soglia, ma il solo fatto che il presupposto risulti integrato. Tuttavia, se nel sistema tedesco quell'interesse assume un'accezione astrattamente più ampia, in quanto slegata dall'elemento della previa concentrazione del capitale, in quello francese si lega al corretto funzionamento del mercato. L'avvenuta appropriazione della soglia, pur non escludendo *di per sé* che il mercato possa ancora essere liquido, rappresenta un indice significativo della scarsa consistenza del flottante residuo.

Ecco che, allora, per un verso, l'interesse della maggioranza al *delisting* dei titoli è inteso alla stregua di interesse ad uscire da un mercato che non svolge più correttamente la propria funzione; per un altro, la sua tutelabilità è subordinata al fatto che la decisione non pregiudichi un numero troppo elevato di investitori. La soglia rappresenta, in definitiva, un criterio *obiettivo* di valutazione del fatto che l'esclusione non sia suscettibile “*de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné de la plate-forme*”<sup>(111)</sup>.

Superata la soglia, la quotazione diviene elemento disponibile e l'interesse degli investitori a non perdere il mercato dei titoli si converte in interesse a disinvestire a condizioni adeguate. Il modello francese si avvicina così nei suoi tratti essenziali a quello inglese, che - lo vedremo - pur

---

<sup>(111)</sup> Art. L 420-10, I, Code mon. fin. Peraltro, il mancato riferimento diretto al flottante, oggi abbandonato anche dalla disciplina in materia di *Radiation sur demande de l'Emittent*, potrebbe trovare una giustificazione nella difficoltà di definirne il significato in sede di *delisting*. Il problema è emerso di recente in occasione del c.d. *Affair Radiall*, ove oggetto di disaccordo tra la società emittente, intenzionata a domandare il *delisting* dei propri titoli per causa di illiquidità del mercato, e la società di gestione era proprio la percentuale del flottante residuo e se al suo interno dovesse o meno ricomprendersi la partecipazione, superiore al 5 per cento, detenuta da uno dei soci residuali. Nel definire il significato dell'espressione di “*Titres [qui] restent disponibles pour la négociation sur le marché*”, il Tribunale chiarisce che rientrano nel flottante quei titoli “*qui appartient à des investisseurs obéissant non pas à une logique de contrôle mais à une logique purement financière, c'est à dire des investisseurs qui achètent quand le cours paraît sous évalué et vendent quand les perspectives de croissance leur paraissent plus faibles*”. Una volta distinto tra investimenti finalizzati ad una logica di controllo e investimenti animati da intenzioni puramente finanziarie, al fine di meglio qualificare questi ultimi, vengono individuati due parametri di riferimento. Il primo, oggettivo, guarda alla stabilità della partecipazione in termini di sua durata nel tempo; il secondo, soggettivo, alle intenzioni di chi ha acquistato i titoli. Entrambi gli indici mirano a selezionare le partecipazioni detenute in una prospettiva di breve periodo, con lo scopo di vendere sul mercato non appena le condizioni siano ritenute le più favorevoli; rivelano inoltre la necessità di procedere ad una valutazione caso per caso, senza che possa attribuirsi rilievo determinante a parametri di natura formale, quale ad esempio il superamento della soglia del 5 per cento del capitale sociale.

non prevedendo alcuna soglia di rilevanza, affida allo strumento della delibera assembleare la definizione del medesimo schema<sup>(112)</sup>.

Si noti che la scelta di allineare, quasi sovrapponendole perfettamente, le soglie richieste per l'o.p.r. e la r.o. dipende proprio dalla considerazione per cui è la quotazione (e la liquidità) del titolo a fondare l'interesse della minoranza residuale alla partecipazione in società. Il che reca con sé il rischio che il *delisting* possa divenire strumento per aggirare i limiti posti dall'ordinamento alle operazioni di *squeeze-out*. Ecco che, allora, le due operazioni, pur conservando un autonomo rilievo, risultano possibili in corrispondenza di un grado di concentrazione del capitale o dei diritti di voto pressoché identico.

---

<sup>(112)</sup> Sul punto, rinviamo fin d'ora alle considerazioni sviluppate al cap. III, par. 4.2., ove ci occuperemo di meglio definire il rapporto tra siffatto modello e quello tedesco, anche alla luce dell'analisi dell'esperienza inglese.

## CAPITOLO TERZO

### IL SISTEMA INGLESE

SOMMARIO: 1. Profili generali: le fonti rilevanti e l'ammissione alla quotazione; 2. La funzione delle *Listing Rules* tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari; 2.1. La *cancellation of listing*: forme e disciplina. Uno sguardo alla LR 5; 3. Il tradizionale inquadramento del *delisting* nell'ambito delle operazioni di trasformazione, ristrutturazione e consolidamento. L'acquisto obbligatorio di azioni e l'offerta residuale nel sistema inglese; 3.1. Le operazioni di *going private* nel CA 2006; 3.2. L'offerta residuale: confronto con il modello francese; 4. La disciplina in materia di "cancellation at issuer's request": il nuovo significato del *delisting*...; 4.1. (segue) ... e le ragioni di tutela. Il *delisting* come *fundamental change*: la divergenza rispetto ai sistemi tedesco e francese; 4.2. *Property rules* vs. *liability rules*: confronto e ragioni di selezione del modello; 4.2.1. Il trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato (anche non regolamentato): le peculiarità del modello inglese.

#### 1. Profili generali: le fonti rilevanti e l'ammissione alla quotazione

Nonostante l'intervento di *Brexit* nel 2016 e gli esiti incerti del processo di uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, il corpo centrale del diritto finanziario britannico è ancora dato dal contenuto delle direttive europee. La trasposizione delle previsioni ivi contenute segna il grado di tutela *minimo* assicurato agli investitori, tanto in fase di offerta dei titoli, quanto in quella di successiva negoziazione.

A livello nazionale, due sono le fonti di primaria importanza: il *Financial Services and Markets Act* del 2000 (FSMA) - così come modificato dal *Financial Services Act* del 2012 - che pone i principi fondanti la disciplina di mercato, e il *Handbook of Rules and Guidance* – ad opera della *Financial Conduct Authority* (FCA)<sup>(1)</sup> - che ne specifica il contenuto per tramite di regole cogenti e ne agevola l'interpretazione attraverso un insieme di principi e linee guida. All'Autorità di vigilanza è infatti riconosciuto un vero e proprio *rule making power* il cui esercizio avviene per tramite di procedure

---

<sup>(1)</sup> Sullo sviluppo e sulle funzioni della FCA, v. G. WALKER, *Financial Markets and Exchanges*, in M. BLAIR, G. WALKER (a cura di), *Financial Markets and Exchanges Law*, Oxford, 2012, p. 38 e pp. 41-42; S. MAYSON, D. FRENCH, C. RYAN, *Company Law*, 35° ed., Oxford, 2018, pp. 196-197.

rapide e snelle, che consentono di garantire risposte alle mutevoli esigenze dei mercati in tempi più veloci rispetto a quelli richiesti dall'*iter* parlamentare.

La disciplina in materia di ammissione e permanenza dei titoli sul mercato regolamentato è in massima parte definita dalla FCA, nei limiti e alle condizioni dettate dal FSMA.

Da segnalare in questa prospettiva è anzitutto il § 137.A(1), FSMA, che le attribuisce, in via generale, il potere di emanare “*such rules applying to authorised persons [...] as appear to the FCA to be necessary or expedient for the purpose of advancing one or more of its operational objects*”. Tra gli obiettivi rientrano quelli della protezione degli investitori e della promozione della competitività dei mercati britannici<sup>(2)</sup>.

Essenziali ai fini della nostra analisi sono i §§ 73A – 76 in materia di *Official listing*. Tali previsioni abilitano infatti l’Autorità a: *i*) formulare i criteri *minimi* di ammissione e revoca dei titoli (d)alla quotazione sul mercato regolamentato (c.d. *Listing Rules*, “LRs”); e *ii*) decidere sulle richieste di registrazione dei titoli nella c.d. *Official List*.

Gli *Admission and Disclosure Requirement* (ADR) elaborati dal *London Stock Exchange* (LSE) mantengono tutt’oggi la loro rilevanza, seppur in una prospettiva parzialmente diversa rispetto al passato<sup>(3)</sup>.

Il sistema di accesso al mercato regolamentato del LSE (“*Main Market*”<sup>(4)</sup>) si compone infatti di due fasi consequenziali e necessarie: quella della *admission to listing*, valutata dalla FCA, e quella della *admission to trading*, rilasciata dal LSE. La prima si conclude con il mero inserimento dei titoli della società nella *Official List* da parte della UK Listing Authority (UKLA), previa verifica del rispetto dei requisiti dettati dalle LR. La seconda, indispensabile per completare il processo di

---

<sup>(2)</sup> V. *Part 1A*, ss. 1C, 1G e 1E, FSMA.

<sup>(3)</sup> Tradizionalmente la funzione del *listing* era attribuita alla Borsa di Londra, definita *competent authority* ai sensi della direttiva 79/279/CEE; a seguito poi della sua trasformazione in società lucrativa, le cui azioni sono negoziate nella stessa borsa, quella funzione è stata trasferita alla *Financial Services Authority*, divenuta poi FCA. Il trasferimento delle competenze è avvenuto, com’è noto, al fine di assicurare che la fissazione di criteri minimi per la quotazione ufficiale, conformi alle direttive europee, e la verifica del loro rispetto fosse affidata ad un regolatore pubblico (v. sul punto, G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2002, I, pp. 589-590).

<sup>(4)</sup> Le negoziazioni di azioni possono avvenire sul “*Main Market*” o sull’“*Alternative Investment Market*”: il primo è un mercato regolamentato, mentre il secondo è un MTF, regolato dalla società di gestione, salve le previsioni comunque applicabili. All’interno del *Main Market* è poi possibile distinguere tra tre segmenti: *Standard*, *Premium* e *High Growth*. Per tutti e tre vale la definizione di mercato regolamentato, tuttavia sono solo i primi due ad essere oggetto di disciplina da parte delle LR; il terzo è soggetto, oltre che alle direttive rilevanti, al regolamento di mercato e al *HGS Handbook*. V. ampiamente, LONDON STOCK EXCHANGE, *Main Market. A guide to Listing on London Stock Exchange*, disponibile all’indirizzo: [www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf).

quotazione<sup>(5)</sup>, presuppone che le azioni siano state registrate dalla UKLA<sup>(6)</sup> e ne decreta l'effettiva negoziabilità sul *Main Market*, a condizione che rispondano alle previsioni del regolamento.

Per i titoli destinati alla negoziazione sull'*Alternative Investment Market* del LSE ("AIM"), sistema multilaterale di negoziazione funzionale ad assicurare un accesso semplificato al mercato azionario per le piccole e medie imprese, l'inclusione nella *Official List* non è presupposto indefettibile; ciononostante costituisce un importante indice di qualità degli strumenti offerti a cui la società potrebbe aspirare al fine di riscuotere maggior successo tra gli investitori, soprattutto quelli istituzionali<sup>(7)</sup>.

La valutazione di conformità dei titoli è così strutturata su due livelli al fine di garantire - sui soli mercati regolamentati - una soglia *minima* di tutela, data dal rispetto delle LRs, a cui si aggiunge quella assicurata dal gestore del mercato con le previsioni regolamentari<sup>(8)</sup>. Queste potrebbero astrattamente imporre condizioni più stringenti per l'ammissione dei titoli alle negoziazioni, segnalando così al pubblico l'elevata qualità degli strumenti trattati nel proprio mercato. Considerazioni analoghe valgono anche per la restante parte della disciplina in tema di obblighi conseguenti alla quotazione<sup>(9)</sup>.

Il grado di intensità dei requisiti prescritti ai fini dell'inserimento nella *Official List* non è identico per tutti i segmenti del *Main Market*, ma muta a seconda che i titoli siano destinati alla negoziazione su quello *Standard* o *Premium*. Nel primo caso, rispecchia il grado *minimo* imposto dalle direttive europee; nel secondo comporta un aggravio tanto dei requisiti di ammissione, quanto degli obblighi conseguenti alla quotazione, al fine di garantire *standard* di tutela più elevati<sup>(10)</sup>, <sup>(11)</sup>. Le società commerciali possono liberamente scegliere la sede per negoziare le

---

<sup>(5)</sup> LR 2.2.3. a tenore della quale "equity shares must be admitted to trading on a regulated market for listed securities operated by a RIE".

<sup>(6)</sup> LSE, *Admission and Disclosure Standards*, Ottobre 2018, s. 1.4.1. (3).

<sup>(7)</sup> Sulla nozione di *listing* nell'ordinamento britannico si veda P. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012, p. 902. Cfr. altresì, E. FERRAN, *Principles of Corporate Finance Law*, 1° ed., Oxford, 2008, p. 424 ss e p. 428 ss.

<sup>(8)</sup> Cfr. G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione*, cit., p. 590.

<sup>(9)</sup> Per una panoramica completa degli obblighi v. P. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles*, cit., pp. 947-980.

<sup>(10)</sup> Cfr. LR 1.5. ove si legge "A listing that is described as a standard listing sets requirements that are based on the minimum EU directive standards. A listing that is described as a premium listing will include requirements that exceed those required under relevant EU directives". Alla LR 1.5.(3) R si precisa inoltre che "Premium listing exists for equity shares of commercial companies, close-ended investment funds and open-ended investment companies. Any other listing will be a standard listing". Sul rapporto tra i due segmenti e la diversa disciplina applicabile v. FSA, *Amendments to the Listing Rules*, CP 12/2, gennaio 2012.

proprie azioni; tuttavia, una volta esercitata l'opzione, qualunque operazione di *migrazione* delle negoziazioni al di fuori segmento *Premium*, anche verso quello *Standard*, è sottoposta alle stesse regole previste per il *delisting*<sup>(12)</sup>.

La separazione in due fasi evidenziata per il processo di quotazione è rinvenibile anche con riferimento all'operazione di abbandono del mercato regolamentato, rispetto alla quale vale la distinzione tra *cancellation of listing* e *cancellation of trading*. Alla FCA spetta la formulazione dei presupposti per la cancellazione dei titoli dalla *Official List*, alla società di gestione la valutazione sull'opportunità di introdurne di ulteriori per l'esclusione dei titoli dalle negoziazioni.

Ben poche sono tuttavia le indicazioni aggiuntive oggi riconducibili alle ADR del LSE<sup>(13)</sup>.

## 2. La funzione delle *LRs* tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari

Sebbene le *LRs* rivestano un'indubbia rilevanza nell'assicurare che gli strumenti ammessi alle negoziazioni presentino i requisiti imposti al fine di assicurare l'ordinato funzionamento del mercato, sarebbe erroneo pensare che il loro scopo si esaurisca in ciò. Al contrario, esse si spingono, secondo una tradizione ben radicata nel sistema, a considerare una varietà di profili che restano del tutto estranei al mero vaglio di ammissibilità dei titoli, in quanto legati ad aspetti che i sistemi continentali riconducono all'alveo del diritto societario. In quest'ottica, le *LRs* dettano regole, ad esempio, in materia di *corporate governance* o transazioni con parte correlate, che avrebbero potuto essere ricomprese tra le disposizioni del *Companies Act 2006* (CA 2006), ma che, per ragioni di politica legislativa, sono confluite nelle *LRs*<sup>(14)</sup>.

---

In particolare, per la disciplina applicabile alle società commerciali quotate sul segmento *Premium* v. *LRs* 8-13.

<sup>(11)</sup> In punto di *corporate governance*, le società quotate sul segmento *Premium* devono fornire nella relazione annuale informazioni accurate sul grado di adesione al *UK Corporate Governance Code* e sulle modalità con cui le raccomandazioni ivi contenute sono state concretamente applicate nei precedenti 12 mesi [*LRs* 9.8.6(5) e (6), *LRs* 9.8.7 e 9.8.7A]. Sono inoltre soggette a vincoli più stretti in materia di operazioni con parti correlate (*LR* 11.1. e *LR* 11.1.4-5-6-7) e "significant transaction" per le quali è sempre prevista l'approvazione degli azionisti (*LR* 12). Stringenti sono anche i requisiti di ammissione aggiuntivi contenuti alla *LR* 6 in materia di informazioni finanziarie, attività economica esercitata e rapporti tra società e azionisti di controllo.

<sup>(12)</sup> V. *LR* 5.4A.

<sup>(13)</sup> V. in particolare ss. 4.17 - 4.19, *LSE Admission and Disclosure Requirements*.

<sup>(14)</sup> Cfr. P. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gover and Davies' Principles*, cit., p. 903.

Il sistema inglese non conosce, invero, alcuna formale separazione tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario. Punto di partenza della regolamentazione in materia di società quotate è senz'altro il CA 2006, le cui previsioni riguardano, in linea generale, tutte le *companies*, senza che sia possibile individuare compendi normativi che riflettano la separazione tra *public* e *private companies*, nota ad altri sistemi.

Del resto, nel diritto applicabile alla *company* inglese, il legislatore ha esplicitamente optato per un approccio di non intervento regolatorio («*hands off*» approach») rimettendo sostanzialmente all'autonomia statutaria («*articles of association*») la concreta definizione di moltissime delle questioni legate all'organizzazione interna e alla distribuzione di competenze tra organi<sup>(15)</sup>. L'idea di fondo è, insomma, quella di ridurre quanto più possibile il ricorso a norme inderogabili, vista l'assoluta indeterminabilità delle esigenze concrete che potrebbero sorgere in relazione alle dimensioni e tipologie di società esistenti. In poche parole: «*one size does not fit all*'».

Se questi sono i principi che informano il diritto societario, può fin d'ora avvertirsi che la distinzione tra *public* e *private companies* è nota da tempo anche all'ordinamento inglese e richiama, per certi versi, il rapporto esistente nel nostro sistema tra una società per azioni e una a responsabilità limitata. *Public* sono infatti quelle società a cui è consentito offrire i propri strumenti al pubblico (a prescindere dal fatto che ciò avvenga effettivamente), mentre rientrano tra le *private* tutte quelle prive di siffatta facoltà<sup>(16)</sup>. Il fatto che una società appartenga all'una o all'altra categoria, oltre ad implicare l'assoggettamento alle previsioni in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari, è indice del maggior o minor rilievo della stessa nella prospettiva socio-economica. Ecco la ragione per la quale le *public companies* risultano destinatarie, già all'interno del CA 2006, di regole più stringenti rispetto a quelle dettate per le *private companies* e del tutto slegate dal mero procedimento di offerta degli strumenti<sup>(17)</sup>.

È, tuttavia, indubbio che, là dove la *public company* sia altresì inquadrabile alla stregua di una *publicly traded company*, ossia di una società con azioni quotate su un mercato ufficiale, la disciplina contenuta nelle LRs assume rilievo essenziale. Il CA 2006, a dire il vero, quasi non distingue tra

---

<sup>(15)</sup> In argomento v. ampiamente, anche per un confronto con il sistema tedesco, H. FLEISCHER, *Zur Kompetenzverteilung zwischen Verwaltung und Hauptversammlung im englischen und deutschen Aktienrecht - Eine rechtsvergleichende Skizze*, in S. LARENZ, A. TRUNK, H. EIDENMÜLLER, C. WENDEHORST, J. ADOLFF (a cura di), *Festschrift für Andreas Heldrich*, München, 2005, p. 597 ss.

<sup>(16)</sup> La s. 4(4) del CA 2006 individua le due maggiori differenze tra una *public* e una *private company* nel divieto per le seconde di offrire i propri strumenti al pubblico e nell'imposizione alle prime di requisiti di capitale minimi (v. Part. 20 CA 2006).

<sup>(17)</sup> Per un quadro sintetico delle principali differenze nella disciplina applicabile, v. B. HANNIGAN, *Company Law*, 3° ed., Oxford, 2012, p. 14 ss.

società che abbiano o meno offerto le proprie azioni al pubblico. La divaricazione normativa tra i due modelli dipende proprio dalle integrazioni operate dalle LRs, la cui ampiezza è tale da riguardare sia temi “a cavallo” tra diritto dei mercati e diritto societario, sia temi puramente riconducibili al contesto “endocietario” (si pensi alle norme relative alla distribuzione di competenze tra soci e amministratori o a quelle in materia di operazioni con parti correlate). E ciò sebbene la quasi totalità di queste previsioni si applichino a *tutti* gli emittenti quotati sul *Main Market* del LSE, a prescindere dal fatto che questi abbiano la propria sede in un altro Stato.

Alla luce delle riflessioni non appena svolte, risulta evidente che il diritto inglese sfugge, per certi versi, ad un proficuo confronto comparatistico in relazione alla “natura”, societaria o di mercato, delle disposizioni sul *delisting*.

### 2.1. *La cancellation of listing: forme e disciplina. Uno sguardo alla LR 5*

Nel ricostruire la disciplina in materia di “*cancellation of listing*”, punto di partenza dell’analisi non può che essere il Ch. 5 delle LRs. Al suo interno si rinviene un’ampia e articolata serie di norme, che esaurisce lo spazio riservato *espressamente* dal diritto inglese al nostro tema. Tuttavia, è già la lettura della LR 5.2.12 R. a chiarire che, là dove l’esclusione degli strumenti sia mera “appendice” di una delle operazioni ivi elencate e oggetto di disciplina da parte del CA 2006 o dell’*Insolvency Act 1986*, il riferimento corre a quelle previsioni e alle cautele in esse previste. Si rinviene, insomma, uno schema del tutto affine a quello contemplato nel sistema tedesco, ove il *kaltelisting* trova la sua disciplina nel diritto societario e, in particolare, nei rimedi da esso apprestati in ragione dell’operazione di volta in volta considerata. E ciò - lo si è visto - sul presupposto che il *delisting* vada così a sovrapporsi ad un evento che comporta *già* una “deviazione” dalle caratteristiche originarie della partecipazione.

Ancora, in linea con quanto osservato nell’ordinamento tedesco, la LR 5.2., dopo aver trattato il *delisting* d’ufficio<sup>(18)</sup>, abilita *espressamente* la società emittente a presentare una richiesta di esclusione dei propri strumenti dalla *Official List*, individuando altresì le condizioni in presenza delle quali la stessa può trovare accoglimento. La centralità rivestita dalla regola è di agevole constatazione: dalla sua lettura si ricava, infatti, che il sistema riconosce e tutela il diritto dell’emittente a liberarsi dei vincoli sorti con la quotazione, pur dettando, a tale fine, *precise condizioni*. L’uscita dal mercato, al pari dell’ingresso, non dipende da un mero atto di volontà della società interessata, ma soggiace

---

<sup>(18)</sup> V. in proposito le LRs 5.2.1. R - 5.2.3. G.

a requisiti chiaramente enunciati<sup>(19)</sup>. Su questo piano, il modello inglese risulta perfettamente allineato a quello tedesco e a quello francese.

Le condizioni apposte mutano considerevolmente, a seconda che le azioni siano quotate sul segmento *Standard* o su quello *Premium*.

Nel primo caso, la LR 5.2.8. R, impone alla società emittente di: *i*) informare gli azionisti della decisione e dei tempi con cui l'operazione troverà attuazione<sup>(20)</sup> e *ii*) rispettare il termine *minimo* di preavviso di 20 giorni lavorativi, decorso il quale la richiesta di esclusione produce i propri effetti (c.d. *grace period*).

La volontà di garantire sul segmento *Premium* standard di protezione *più elevati* ha condotto la FCA ad introdurre nel tempo condizioni di esclusione assai stringenti. La LR 5.2.5 R, oltre agli obblighi informativi e al decorso dei tempi già illustrati, impone, infatti, che la richiesta sia stata approvata da tanti azionisti che detengano almeno il 75 per cento dei diritti di voto annessi al capitale che prende parte alla votazione e, in presenza di un azionista titolare di più del 30 per cento del capitale sociale, dalla maggioranza semplice degli azionisti indipendenti che esprime il proprio voto (c.d. *majority of minority approval*).

Anticipando alcune riflessioni destinate ad essere sviluppate e precisate nel corso della trattazione<sup>(21)</sup>, si può partire dall'agevole constatazione per cui la previsione si compone di due parti: l'una relativa all'eventualità in cui la società interessata dall'operazione si caratterizzi per una proprietà azionaria diffusa; l'altra destinata, invece, a società contraddistinte dalla presenza di un azionista capace, quantomeno *de facto*, di condizionare l'esito della votazione.

In entrambi i casi, l'espressa e inderogabile previsione di una competenza assembleare in materia di *delisting* segna un incremento del grado di tutela accordato agli investitori, consistente nella neutralizzazione del potenziale conflitto di interessi tra amministratori, da un lato, e gruppo di soci, dall'altro. La regola si preoccupa, in altri termini, di far sì che la decisione in merito alla permanenza o meno dei titoli sul mercato di quotazione spetti *direttamente* agli azionisti, attese le radicali conseguenze che da essa discendono in termini organizzativi e di gestione dell'investimento. Sono proprio queste ultime - lo vedremo - a giustificare l'ulteriore scelta dell'ordinamento di assimilare la delibera ad una vera e propria *key decision*, subordinandone l'adozione all'approvazione di una *supermajority*.

---

<sup>(19)</sup> Il principio è enunciato alla LR 5.2.4. R, ove si legge "An issuer must satisfy the requirements applicable to it in LR 5.2.5 R to LR 5.2.11C R and LR 5.3. before the FCA will cancel the listing of its securities at its request".

<sup>(20)</sup> Sulle modalità di redazione del comunicato ed il suo contenuto minimo, V. LRs. 13.3.1 R e 13.3.2. R.

<sup>(21)</sup> V. *infra*, cap. III, par. 4 ss.

Là dove la società si contraddistingua per la presenza di un socio “forte”, la regola si spinge oltre, preoccupandosi di neutralizzare un diverso potenziale conflitto. Il baricentro non si posiziona più, infatti, sul rapporto di *agency* corrente tra amministratori e azionisti, ma su quello che lega maggioranza e minoranza, sul presupposto che la posizione di controllo della prima rechi con sé un rischio estraneo ai contesti proprietari diffusi, ossia: che il socio “forte” utilizzi il suo potere di influenza per estrarre benefici privati a proprio vantaggio e in pregiudizio del socio “debole” (c.d. *tunnelling*). Ecco che allora alla minoranza, intesa come collettività di azionisti indipendenti, è attribuito un vero e proprio *potere di veto* sull’operazione. Sul punto, avremo modo di tornare ampiamente.

A conclusione di questa prima ricognizione della disciplina, giova precisare che le restanti *rules* individuano, per un verso, fattispecie di *delisting* per le quali il termine di preavviso e/o l’obbligo di delibera assembleare non trovano applicazione, per un altro, correttivi volti a scongiurare l’eventualità che le cautele non appena illustrate possano essere eluse mediante ricorso ad espedienti alternativi.

Sotto il primo profilo, e al di là dei casi in cui il *delisting* si inserisca in un contesto di condizioni finanziarie precarie al punto da condurre all’apertura di una procedura di insolvenza o all’adesione da parte dell’emittente ad accordi di ristrutturazione<sup>(22)</sup>, si è già detto che una significativa eccezione ai presidi sopra individuati è rappresentata, ai sensi della LR 5.2.12(1) R, dalle operazioni di ristrutturazione o acquisizione effettuante mediante ricorso ad uno *scheme of arrangement*<sup>(23)</sup>. Le norme in materia - lo vedremo<sup>(24)</sup> - trovano applicazione ad una varietà di operazioni, per le quali è richiesta l’approvazione di una maggioranza qualificata (75 per cento) e la successiva “omologazione” da parte della Corte<sup>(24)</sup>.

Sotto il secondo profilo, e con esclusivo riguardo alle azioni negoziate sul segmento *Premium*, le LRs 5.2.10 R e 5.2.11A e B R integrano la disciplina in materia di *takeover offers* funzionali al *delisting*, per assicurare agli azionisti indipendenti le medesime tutele di cui si gioverebbero, là dove l’esclusione avvenisse in forza di una mera richiesta formulata in tal senso. A tale fine, all’offerente è richiesto di: *i*) aver raggiunto la soglia del 75 per cento dei diritti di voto; *ii*) aver ottenuto l’adesione da parte di tanti azionisti indipendenti che rappresentino, nel momento in cui l’offerta viene depositata, la maggioranza dei diritti di voto non detenuti dal gruppo di controllo;

---

<sup>(22)</sup> Resta comunque salva, in questa ipotesi, la previsione di un termine di preavviso minimo di 20 giorni (v. LR 5.2.7 R).

<sup>(23)</sup> Part. 26, CA 2006.

<sup>(24)</sup> V. *infra* p.

iii) aver informato gli azionisti nel documento di offerta, o in una circolare successiva, che al raggiungimento di dette soglie, e decorsi almeno 20 giorni da quell'evento o dal verificarsi dei presupposti funzionali ad esercitare il diritto di acquisto, gli strumenti cesseranno di essere ricompresi nella *Official List*.

Si noti che l'adesione da parte di una percentuale qualificata di azionisti indipendenti è espressamente imposta *soltanto* per l'ipotesi in cui l'offerente sia interessato ad acquistare più del 50 per cento dei diritti di voto. E ciò per una ragione alquanto semplice: là dove egli miri ad una frazione inferiore, il raggiungimento della soglia del 75 per cento dei diritti di voto presuppone *di per sé* che l'offerta abbia riscosso il consenso della maggioranza degli indipendenti.

Obiettivi del tutto analoghi sono presidiati dalla LR 5.4A.4(3)(b) R che assimila, in punto di disciplina, *qualunque* trasferimento delle negoziazioni al di fuori del segmento *Premium* ad un *delisting*.

La struttura delle LR rende palese la centralità che la disciplina in materia di “*cancellation at issuer's request*” riveste nella definizione dell'intero sistema. Si tratta di un elemento senza dubbio degno di nota, dal momento che fino al 2005, il rilievo da esse sotteso per il nostro tema era, al contrario, pressoché inesistente<sup>(25)</sup>.

### **3. Il tradizionale inquadramento del *delisting* nell'ambito delle operazioni di trasformazione, ristrutturazione e consolidamento delle partecipazioni. L'acquisto obbligatorio di azioni e l'offerta «residuale» nel sistema inglese.**

A differenza della Germania, ove il “problema” del *delisting* nasce e si sviluppa proprio in relazione alla fattispecie della richiesta di esclusione degli strumenti “pura e semplice”, in

---

<sup>(25)</sup> Prima dell'introduzione delle LR, il regolamento del LSE non conteneva alcuna previsione sul *delisting* per volontà dell'emittente (Cfr. E. SCHWARK, F. GEISER, *Delisting*, in *ZHR*, 1997, p. 749, ove si precisa: “In den Listing-Rules der LSE findet sich keine Regelung eines Delisting im engeren Sinne. In Anlehnung an die WertpapierzulassungsRiLi der EG enthalten sie lediglich Vorschriften über eine temporäre Aussetzung und Einstellung der Notiz, die vor allem auch auf Antrag des Emittenten ist trotz des Schweigens der rules nicht von vornherein ausgeschlossen”). Con l'ingresso nel sistema delle LR, le pochissime indicazioni contemplate riguardavano il decorso di un termine temporale minimo di 20 giorni tra la comunicazione della decisione alla società di gestione e agli azionisti ed il prodursi degli effetti (V. FSA Consultation Paper 203, *Review of the Listing Regime*, 2003 p. 53: “an issuer wishing to cancel the listing of its securities must notify a RIS and send a circular to the holders of those equity securities, giving at least 20 business days' notice of the intended cancellation. The circular is for information and no shareholder vote is required”).

Inghilterra, così come in Francia, siffatta eventualità per lungo tempo non è neppure contemplata. E ciò per almeno due ragioni: per un verso, l'abbandono del mercato si associa ad un *fundamental change* nella struttura societaria, in quanto comporta, di regola, il ritorno al modello della *private company*; per un altro, l'ordinamento prevede, fin dal 1929, la possibilità per il socio che abbia promosso un'o.p.a. a cui abbiano aderito almeno tanti soci che rappresentano il 90 per cento delle azioni oggetto dell'offerta, di acquistare forzosamente le azioni residue, fatta salva la possibilità di opposizione degli azionisti dissenzienti.

Entrambi gli elementi richiamati segnalano che il *delisting* si colloca tradizionalmente nell'ambito di più ampi piani di ristrutturazione, acquisizione o consolidamento delle partecipazioni, rispetto ai quali assumono centrale rilevanza le previsioni dettate dal diritto societario in materia di "*alteration of status by re-registration*", "*schemes of arrangement*" e "*squeeze-out*".

### 3.1. Le operazioni di going private nel CA 2006

Sebbene, come visto, tutte le *companies* inglese siano soggette, di base, alla medesima disciplina, è indubbio che la distinzione tra *public* e *private companies* individui, già dalla lettura del CA 2006, il rapporto intercorrente nei sistemi continentali tra due diversi tipi societari. Di conseguenza, là dove l'abbandono del mercato si accompagna ad un "ritorno" al modello della *private company*, i mutamenti nella disciplina applicabile sono tali da fondare la previsione di garanzie del tutto assimilabili a quelle preposte dal nostro ordinamento in occasione di un'operazione di trasformazione. La procedura, descritta alle ss. 97-101 CA 2006, impone anzitutto che l'operazione sia approvata dai soci con il consenso di almeno il 75 per cento del capitale presente e votante ed assicura ad una minoranza qualificata che non abbia prestato il proprio consenso di impugnare la delibera innanzi alla Corte<sup>(26)</sup>. I giudici, nel pronunciarsi sulla richiesta, dispongono di ampi poteri, tra i quali si rinviene anche quello di imporre alla maggioranza l'acquisto delle azioni detenute dai soci dissenzienti ad un prezzo *equo*<sup>(27)</sup>.

---

<sup>(26)</sup> Sulla disciplina, v. P. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gower and Davies' Principles*, cit., pp. 106-107. Merita di essere segnalato che la possibilità di ottenere un indennizzo in via giudiziale è assicurata soltanto al socio di minoranza a cui non sia già stata concessa dalla maggioranza l'opportunità del disinvestimento ad un prezzo che rispecchi l'effettivo valore della partecipazione (v. in particolare, la decisione della *Supreme Court* nel caso *O' Neill v. Phillips*, in *W. L. R.*, 1999, I, p. 1099, ove si legge "unfairness does not lie in the exclusion alone but in exclusion without a reasonable offer").

<sup>(27)</sup> V. S. 98, (5)(a). L'adozione di una delibera assembleare può essere considerata ingiustamente pregiudizievole quando non sia stata assunta "bona fide in the interest of the company". Com'è noto, il novero delle fattispecie che possono integrare un ingiusto pregiudizio nel sistema inglese è molto ampio,

In materia di riorganizzazioni strutturali dell'assetto societario e dell'impresa, rilievo centrale giocano altresì le previsioni dettate dalla Part 26, CA 2006, per i c.d. *schemes of arrangement*. Ai nostri fini è sufficiente porre in evidenza che si tratta di un gruppo di norme destinato a trovare applicazione ad un catalogo di ipotesi davvero ampio ed eterogeneo, la cui complessità non ci consente in questa sede un'indagine completa. Vale però la pena di segnalare che tra queste rientrano situazioni assimilabili, sotto il profilo economico, ad operazioni di fusione, scissione e perfino esclusione dei soci di minoranza o acquisizione *tout-court* del controllo<sup>(28)</sup>.

La procedura si caratterizza, anche in questo caso, per la necessaria approvazione da parte di almeno il 75 per cento del capitale presente e votante e l'ottenimento da parte della Corte competente di un provvedimento che attesti il carattere equo e ragionevole (*"fair and reasonable"*) dell'accordo. È proprio in questo contesto che al giudice è attribuito il potere di adottare le decisioni più opportune per tutelare la posizione dei soci dissenzienti, compresa quella di imporre l'acquisto delle azioni ad un giusto prezzo<sup>(29)</sup>.

Ecco che allora si rinvengono nel diritto societario forme di tutela che si avvicinano con tutta evidenza allo strumento dell'*Abfindung* di diritto tedesco o al nostro diritto di recesso, volte a tutelare l'interesse al disinvestimento della minoranza in occasione di mutamenti *organizzativi* di carattere fondamentale deliberati dalla maggioranza.

---

atteso che si ritiene idonea a legittimare l'intervento giudiziale ogni violazione di una regola posta a tutela della minoranza, dalla legge o dallo statuto (cfr. R. HOLLINGTON, *Shareholders's Rights*, 4° ed., London, 2004, p. 159 ss.). Si noti che il carattere ingiustamente pregiudizievole della condotta del socio di maggioranza può discendere dalla presenza di un "just and equitable ground", ovvero dalla violazione di un "implied contract", e cioè di un accordo tra i soci che, pur restando inespresso, costituiva un presupposto fondante della partecipazione di ciascuno alla società (v. *ex multis*, la decisione della *Court of Appeal* in *Re Harrison & Sons Plc*, in *BCLC*, 1995, I, p. 14 ss.). Va infine osservato che il riscatto delle azioni da parte del socio di maggioranza, obbligatorio o volontario, deve avvenire ad un prezzo *fair* (v., in luogo di molti, D. PRENTICE, *Minority shareholder oppression: valuation of shares*, in *L. Q. R.*, (102), 1986, p. 179 ss.). Nella determinazione di quale concreto significato attribuire alla congruità del corrispettivo, il giudice gode di ampia discrezionalità, rilevando in sede di scrutinio le circostanze del caso concreto. La giurisprudenza ha, tuttavia, chiarito che non possono essere applicati sconti di minoranza (v. la decisione della *Supreme Court* nel caso *O' Neill v. Phillips*, cit., p. 1092 ss.), che la società deve essere valutata come *going concern* (v. tra le altre, la pronuncia *CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Almeida* in *BCLC*, 2002, II, p. 108 ss.) e che il momento rilevante ai fini della valutazione è quello del deposito della domanda giudiziale, il che apre al rischio che il disinvestimento avvenga a condizioni penalizzanti.

<sup>(28)</sup> Sulla funzione economica degli *schemes of arrangement*, v. ampiamente P. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Gover and Davies' Principles*, cit., p. 1105 ss.

<sup>(29)</sup> V. s. 900(2)(e).

### 3.2. L'offerta residuale: confronto con il modello francese

Accanto a quelle previsioni, speciale rilievo deve attribuirsi alle norme in materia di acquisto forzoso delle azioni residue e, specularmente, offerta residuale, oggi dettate dalla Part 28, Ch. 3, CA 2006, a seguito della revisione degli istituti operata con il recepimento della Direttiva o.p.a.

In proposito, non può mancare di osservare che il sistema inglese si distingue, tra quelli europei, per aver introdotto già nel 1929 la fattispecie del diritto di acquisto e solo successivamente, nel 1986, quella dell'offerta residuale. Ulteriore elemento di peculiarità si rinviene nel fatto che entrambe le procedure sono *esclusivamente* relazionate ad una previa offerta volta all'acquisto della totalità dei titoli (o di una o più categorie di titoli), a seguito della quale l'offerente abbia acquisito una percentuale qualificata del capitale e/o dei diritti di voto ai quali l'offerta fu rivolta.

La definizione di “*takeover offer*”, ai sensi della s. 974 CA 2006, è, tuttavia, ampia al punto da ricomprendere al proprio interno una *qualunque* offerta di acquisto che sia destinata alla totalità delle azioni (o anche solo di quelle appartenenti ad una o più categorie), e che assicuri agli oblati parità di condizioni (anche solo all'interno della categoria). Da ciò si ricavano due elementi che segnano un deciso scostamento dell'esperienza inglese da quella francese.

Il primo concerne la latitudine applicativa delle previsioni in commento. Esse non riguardano, infatti, le sole società con azioni quotate su un mercato regolamentato, ma si estendono a *tutte* le *companies*, sia *public* che *private*<sup>(30)</sup>, a prescindere dal fatto che i titoli siano oggetto di negoziazione.

Il secondo si lega, invece, ai presupposti che fondano l'offerta residuale. Mentre, come detto, essa nasce nel sistema francese con una “doppia anima” - da un lato, “*offre de nettoyage*” e, dall'altro, “*offre de fermeture*” - in quello inglese nessuna delle due caratteristiche pare ravvisabile.

È indubbio che entrambi i sistemi mostrino un netto favore per la riconduzione del *delisting* all'alveo delle operazioni funzionali all'eliminazione integrale delle quote residuali, inducendo, alternativamente, la maggioranza ad acquistare o la minoranza a vendere. La prima può così, non soltanto liberarsi del mercato di quotazione, ma concentrare nelle proprie mani la totalità dei titoli che non le appartengono; la seconda può fare affidamento sulle cautele procedurali all'uopo predisposte e sui presidi previsti in relazione alla congruità del prezzo percepito, scongiurando il rischio di conservare una partecipazione minima in una società non più quotata e quasi interamente posseduta da un unico soggetto.

Si noti, tuttavia, che nel sistema inglese, affinché tale finalità possa realizzarsi, non è sufficiente il mero superamento di soglie qualificate di capitale, ma è *sempre* necessario che la concentrazione

---

<sup>(30)</sup> D. CHIVERS, B. SHAW, *The Law of Majority Shareholder Power: Use and Abuse*, Oxford, 2008, no. 205.

delle azioni si sia verificata a seguito di un'“offerta” di acquisto delle stesse a carattere totalitario. L'istituto configura tradizionalmente una vera e propria *riapertura* dei termini della precedente offerta di acquisto, sì da consentire un riequilibrio delle posizioni, alla luce delle adesioni previamente raccolte<sup>(31)</sup>.

Ciò allora segnala che, nella prospettiva della maggioranza, non è prevista alcuna “*delisting offer*”, nel senso noto al sistema francese, ma è l'offerta totalitaria a consentire, là dove le soglie previste per l'esercizio del diritto di acquisto siano raggiunte, l'abbandono del mercato di quotazione; nella prospettiva della minoranza, lo strumento è di per sé slegato da una valutazione circa la residua liquidità dei titoli, mirando, piuttosto, a limitare i problemi di azione collettiva degli azionisti e fornire loro una “seconda possibilità” di adesione ad un'offerta che ha riscosso ampio successo. A riprova di ciò, si consideri che, mentre il recepimento dell'art. 16, Direttiva o.p.a., ha condotto il sistema francese ad ampliare in via interpretativa il significato tradizionalmente attribuito dalla *demand de retrait*<sup>(32)</sup>, in quello inglese non ha richiesto alcun sforzo in tal senso.

Del resto, l'offerta residuale manca in questo contesto di tutte le ulteriori fattispecie applicative previste dall'art. L. 433-4, I, Code mon. fin., a tutela dello spessore e del regolare funzionamento del mercato di quotazione dei titoli.

Pare allora corretto concludere nel senso di un significativo scostamento tra le due esperienze con riferimento al “bene” protetto dall'o.p.a. residuale, da ricercarsi, in Francia, nell'elemento della “quotazione” del titolo, in Inghilterra, nel riequilibrio delle posizioni tra maggioranza e minoranza, a margine di un'offerta di acquisto totalitaria che abbia raggiunto le soglie rilevanti<sup>(33)</sup>.

#### **4. La disciplina in materia di “cancellation at issuer's request”: il nuovo significato del *delisting*...**

Le peculiarità del sistema inglese non si esauriscono in quelle già evidenziate, ma investono altresì direttamente il profilo dell'esclusione degli strumenti dalla *Official List* su richiesta dell'emittente e, più precisamente, la *ratio* dei limiti ad essa apposti.

---

<sup>(31)</sup> V. B. HANNINGAN, *Company Law*, cit., p. 713, ove si rileva che “Those shareholders who do not accept the takeover bid may decide subsequently that they may not wish to remain as minority shareholders in the company given its new controllers. The statute therefore allows them to insist on being bought out by the offeror at the price paid to the other shareholders or on such terms as may be agreed or the court may fix”.

<sup>(32)</sup> Abbiamo già evidenziato il punto, *supra*, cap. II, par. 3.2.

<sup>(33)</sup> *Sections* 974 e ss. e 983 e ss, CA 2006.

Al fine di offrire un esaustivo commento sul punto, è opportuno dapprima interrogarci sulle ragioni che hanno spinto l'ordinamento ad introdurre una disciplina sì articolata in materia e, successivamente, su quali siano gli interessi tutelati, atteso che oggi la LR 5 ne presuppone la qualificazione in termini di vera e propria “*key decision*”<sup>(34)</sup>.

Come già anticipato, l'attenzione verso la fattispecie della “*cancellation at issuer's request*” è emersa in tempi recenti: è solo dal 2003 che la FCA si è occupata del tema, con l'intenzione di assicurare agli investitori maggior protezione e salvaguardare la reputazione internazionale del mercato.

Il percorso di riforma che ha caratterizzato, nel volgere di un breve lasso di tempo, le LRs dedicate al nostro tema testimonia, forse meglio di ogni altra esperienza, che i profondi mutamenti intervenuti nella disciplina delle *trading venues* hanno, per certi versi, “arricchito” il *delisting* di significati nuovi. Non è casuale che tali riflessi si siano avvertiti soprattutto in questo contesto.

Sotto un primo profilo, infatti, nessuno degli altri sistemi associa tradizionalmente all'abbandono del mercato regolamentato conseguenze assimilabili a quelle di una trasformazione. In Germania, già a partire dal 1994, con il riconoscimento sotto il profilo normativo della c.d. *kleine AG*, è indubbio che il tipo azionario, nato come strumento per le grandi imprese, si sia sempre più contraddistinto per lo sviluppo al suo interno di due “*Realtypen*” e per una netta prevalenza, in termini numerici, di “*kapitalmarktferne Aktiengesellschaften*”<sup>(35)</sup>. Il rapporto tra i due, pur sollevando un cospicuo dibattito sul se possa discorrersi di un diritto speciale delle società quotate, non si lascia certamente inquadrare alla stregua di uno tra tipi societari diversi. Si possono così ben comprendere sia le ragioni per le quali un emittente potrebbe aver interesse ad abbandonare il mercato di quotazione, mantenendo, tuttavia, la veste di AG, sia quelle che hanno condotto il legislatore tedesco a domandarsi, già nel 1998, con quali limiti tale operazione potesse realizzarsi. Considerazioni in parte affini valgono per il sistema francese, ove l'abbandono da parte di una SA dello *status* di *société cotée* non è mai stato inteso alla stregua di una trasformazione, ma, piuttosto, di un'operazione contraria alla fiducia riposta dagli investitori nello spessore e nel corretto funzionamento del mercato di quotazione. Avremo modo di illustrare come anche il sistema italiano si allinei, sotto questo profilo, a quelli tedesco e francese<sup>(36)</sup>.

---

<sup>(34)</sup> V. comunicato stampa della FCA del 5.11.2013 “The FCA strengthens the listing rules to enhance protection of shareholders” disponibile all'indirizzo: <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>.

<sup>(35)</sup> Sottolinea il punto, nella dottrina italiana, G. B. PORTALE, *La legge azionaria tedesca*, cit., p. 299 ss.

<sup>(36)</sup> V. *infra*, capitolo IV.

Al contrario, nell'ordinamento inglese il passaggio da *public* a *private company* si lascia inquadrare, quantomeno *de facto*, alla stregua di una trasformazione, comportando l'attivazione di rimedi del tutto assimilabili a quelli previsti nel nostro ordinamento. Inoltre, il mantenimento della veste di *public company* in assenza di negoziazioni sui titoli poteva ritenersi, fino ai primi anni duemila, eventualità residuale, attesa la sostanziale antieconomicità della scelta.

Con l'emergere dei cc.dd. "nuovi mercati" e l'opportunità per le società di negoziare i propri strumenti anche al di fuori di quello regolamentato, la situazione muta progressivamente. La domanda di esclusione degli strumenti dalla *Official List* diviene, infatti, presupposto per il trasferimento delle negoziazioni su *trading venues*, la cui disciplina esula dall'ambito di applicazione delle LRs. Speciale rilevanza riveste, in quest'ottica, lo sviluppo dell'AIM e la sua crescente appetibilità per le società di piccole e medie dimensioni alla ricerca di un accesso semplificato al mercato azionario.

Ecco che, allora, si pone il "problema" di quale disciplina riservare alle transazioni che, per un verso, sfuggono ai rimedi preposti dal diritto societario in ragione del ritorno al modello della *private company* e, per l'altro, non giungono allo *squeeze-out* delle azioni di minoranza. Si tratta, insomma, di richieste di cancellazione alle quali, pur facendo seguito la disapplicazione delle LRs, non si accompagna né un mutamento dello *status* della società ai sensi del CA 2006, né un *exit* delle minoranze a prezzo amministrato.

Sotto un secondo profilo, la crescente internazionalizzazione del mercato ed il numero di emittenti esteri quotati sul segmento *Premium* del LSE hanno fatto sì che si registrassero nel tempo casi di società aventi la sede all'estero e, pertanto, esenti dalla disciplina contenuta nel CA 2006, che nel fare richiesta alla FCA di esclusione dei propri strumenti avevano indotto gli investitori a cedere i propri titoli ad un prezzo ritenuto ingiustamente basso per il timore di restarne prigionieri. E ciò proprio per l'assenza di sufficienti cautele in tal senso nelle LRs.

#### 4.1. (segue) ... e le ragioni di tutela. Il delisting come key decision: confronto con i sistemi tedesco e francese

Fino al 2005, le LRs si preoccupavano unicamente di assicurare agli investitori un termine di preavviso minimo funzionale a liquidare le partecipazioni e sollevare eventuali obiezioni alla richiesta di cancellazione<sup>(37)</sup>.

---

<sup>(37)</sup> Si veda, a tal proposito, il più recente comunicato della FCA in cui l'Autorità evidenzia che, nonostante la LR 1.2.1 R consenta alla società emittente di richiedere per ragioni eccezionali di essere esonerata dal rispetto di alcuni degli obblighi previsti "we will generally only agree to requests to modify or dispense with the 20 business day period [...] under certain limited circumstances [...] we do not view the

Si trattava di un modello assimilabile a quello previsto fino al 2015 dai regolamenti delle Borse tedesche, con la differenza che in quel contesto la durata era diversamente modulata, a seconda che la richiesta precludesse ad un abbandono del mercato *tout-court* o ad un mero trasferimento. L'esiguità del termine nel sistema inglese lascia intendere che la fattispecie della “*cancellation at issuer's request*” fosse funzionale non ad un *delisting* “puro e semplice”, ma ad un trasferimento delle negoziazioni su un mercato che garantisse tutele equivalenti. Al di fuori di quell'eventualità, esso non avrebbe in alcun modo salvaguardato la posizione del gruppo di minoranza.

Alla luce dei cambiamenti illustrati, il tema del *delisting* veniva sottoposto nell'ottobre del 2003 a pubblica consultazione<sup>(38)</sup>.

Non ci si può esimere dal mettere in evidenza che i timori espressi dall'Autorità in merito all'adeguatezza della disciplina fossero i medesimi discussi in quegli anni dalla giurisprudenza e dalla dottrina tedesche con riguardo alla c.d. *Fristenlösung*. Si osservava, in particolare, che un mero preavviso non garantiva gli investitori rispetto al rischio di trovarsi costretti a liquidare i titoli ad un prezzo ritenuto ingiustamente basso o di restare titolari di strumenti non quotati. E l'eventualità di abusi cresceva, là dove non entrasse in azione alcun meccanismo di acquisto obbligatorio<sup>(39)</sup>.

Se la forza motrice della riforma è la medesima in entrambi i sistemi, è significativo che la scelta operata dalla FCA sia ricaduta sull'attribuzione agli azionisti di un potere di *voice* e non di un *exit* a prezzo amministrato. Va inoltre posto in luce che le modifiche hanno riguardato unicamente il *delisting* dal segmento *Premium*, al fine di marcare un *rafforzamento* dello *standard* di tutela minimo imposto dal diritto europeo e vigente su quello *Standard*.

Conviene allora muovere proprio da quest'ultimo per evidenziare come i limiti al *delisting* si risolvano, ancora oggi, nella sola previsione di obblighi informativi e di un termine di preavviso pari ad almeno 20 giorni. E ciò a prescindere dal fatto che la richiesta sia funzionale alla migrazione delle negoziazioni (“*transfer of listing*”) o ad un abbandono del mercato<sup>(40)</sup>.

---

period simply as one for ‘trading out’ and would like to remind issuers and advisers that, among other things, the 20 business day period additionally serves the purpose of allowing shareholders the time to raise any objections to the proposed course of action” (cit. UKLA TECHNICAL NOTE, *Cancellation of listing or transfer between listing categories – request to waive the 20 business day notice period*, 2015).

<sup>(38)</sup> FSA Consultation Paper 203, Review of the Listing Regime, 2003, p. 53.

<sup>(39)</sup> FSA Consultation Paper 203, Review of the Listing Regime, 2003, p. 53, ove si legge inoltre che: “while minority shareholders need adequate protection, they must not dictate an issuer’s strategy by wielding disproportionate power to their economic interest”.

<sup>(40)</sup> V. la previsione della LR 5.2.8 R, ai sensi della quale: “An issuer that wishes the FCA to cancel the listing of listed securities (other than securities with a premium listing) must notify a RIS, giving at least 20

Si noti, peraltro, che se il termine, così come modulato in passato dai Regolamenti delle Borse tedesche, ambiva ad assicurare agli investitori un *exit* a condizioni “adeguate”, nel modello inglese finisce per allocare il rischio *delisting* sugli investitori: la sua brevità, là dove alla richiesta non si accompagna l’ammissione su un diverso mercato regolamentato, lo rende, infatti, del tutto inidoneo a migliorarne lo *status quo*<sup>(41)</sup>.

La regola sconta l’assenza nel diritto societario e finanziario europeo di indicazioni in materia, limitandosi a riprodurre parte delle cautele imposte dalla MiFID II e dal MiFIR per il *delisting* d’ufficio. Nonostante quanto sopra, la collocazione della previsione nel più ampio sistema delle norme di diritto societario consente di affermare che ogniqualvolta al *delisting* si accompagna il ritorno al modello della *private company* è fatta salva l’applicazione dei rimedi disposti alle ss. 97-101, CA 2006.

Diverse sono le valutazioni operate dall’ordinamento con riguardo al segmento *Premium*.

Si è detto che la scelta dell’emittente di negoziare le proprie azioni su tale mercato comporta un netto rafforzamento dei principi di *corporate governance* e della tutela offerta alla minoranza, anche rispetto al segmento *Standard*<sup>(42)</sup>. L’integrazione operata dalle LR rispetto al contenuto del CA 2006 coinvolge un’ampia varietà di aspetti e segna un deciso scostamento, in termini di vincoli e qualità delle strutture di governo societario, tra le società quotate sui due segmenti. Si tratta di previsioni che riguardano soprattutto la distribuzione delle competenze tra soci e amministratori, l’applicazione del *UK Corporate Governance Code* oltre che le garanzie riservate alla minoranza rispetto ai rischi di c.d. *tunnelling* da parte della maggioranza.

È proprio alla luce di questi elementi che l’operazione di *delisting* dal segmento *Premium* acquista, con la riforma del 2005, il carattere di c.d. *key decision*<sup>(43)</sup>. La LR 5.2.5 R ne subordina l’adozione all’approvazione di tanti soci che rappresentino almeno i due terzi dei diritti di voto annessi al capitale presente in assemblea e votante, allineando così i requisiti a quelli dettati per le c.d. *special resolution*.

---

business days notice of the intended cancellation but is not required to obtain the approval of the holders of those securities contemplated in LR 5.2.5 R (2) or (2A)”.

<sup>(41)</sup> Per un commento sull’uso dello strumento nel sistema tedesco, v. *supra*, cap. 1, par. 3.1.

<sup>(42)</sup> Un’efficace, pur se sintetica, esposizione delle principali differenze tra la disciplina prevista dalle LR per i due segmenti è offerta in LONDON STOCK EXCHANGE, *Main Market. A guide to Listing on London Stock Exchange*, 2010, p.18, disponibile all’indirizzo: <https://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>.

<sup>(43)</sup> Si veda, in proposito, il comunicato stampa della FCA del 5.11.2013 “The FCA strengthens the listing rules to enhance protection of shareholders”, disponibile all’indirizzo: <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>.

La richiesta di contestuale approvazione da parte della maggioranza degli azionisti indipendenti, in presenza di un socio “forte”, rappresenta un’integrazione adottata nel 2014 a margine di una seconda consultazione pubblica<sup>(44)</sup>. Essa non altera la *ratio* originaria della previsione, ma scongiura il rischio che l’azionista di controllo possa fare leva sul proprio potere di influenza per estrarre benefici privati in pregiudizio delle minoranze. La soglia dei diritti di voto funzionale alla messa in atto dell’operazione sale così ad una percentuale poco inferiore a quella dettata dal diritto francese per l’o.p.r. e lo *squeeze-out*<sup>(45)</sup>.

Anche in questa sede, non possono che riproporsi le considerazioni già formulate in merito al rapporto tra questa disciplina e quella contenuta nel CA 2006. Là dove il *delisting* si sovrapponga ad un *going private*, le cautele previste dal diritto societario paiono, per certi versi, già muoversi nella direzione tracciata dalle LRs, sia per la maggioranza richiesta, sia per gli ampi poteri riconosciuti alla Corte nell’eventualità di opposizione da parte di una minoranza qualificata<sup>(46)</sup>. È, tuttavia, significativa la scelta di integrarne il contenuto innalzando il *quorum* deliberativo, là dove la società sia caratterizzata da un assetto proprietario concentrato.

Le regole sono inoltre destinate a «colmare» gli spazi residui, indirizzandosi verso le operazioni di trasferimento delle negoziazioni e verso le richieste di esclusione formulate da emittenti esteri. Va, peraltro, rilevato che la disciplina copre *tutti* i trasferimenti, anche quelli verso il segmento *Standard*<sup>(47)</sup>.

Ai dissenzienti è in ogni caso assicurato un termine temporale minimo di 20 giorni dall’adozione della delibera prima che l’esclusione produca i propri effetti.

In definitiva, l’intrecciarsi tra queste regole ed il corpo di norme dettate dal diritto societario per il *going private* indica che il “bene” protetto non si esaurisce, in questo contesto, nella quotazione

---

<sup>(44)</sup> FCA Consultation Paper CP13/15, Feedback on CP12/25: Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and further consultation, 2013, pp. 72-75.

<sup>(45)</sup> Il documento di consultazione conteneva anche il riferimento ad alcuni possibili strumenti di tutela alternativi alla doppia maggioranza e consistenti: *i*) nel subordinare l’accoglimento della richiesta di cancellazione al raggiungimento della soglia del 90% dei diritti di voto, in analogia con quanto previsto dalle norme in materia di *squeeze-out* (Cfr. Ch. 3, Pt. 28, CA 2006); *ii*) nell’aumentare la maggioranza richiesta per l’approvazione, là dove il flottante fosse inferiore al 25 per cento; *iii*) nell’introdurre una soglia di approvazione mobile, dipendente dall’entità del flottante. Nessuna delle tre opzioni veniva però accolta dalla FCA: nel primo caso per evitare il rischio che una minoranza esigua potesse impedire il *delisting* della società; nel secondo e nel terzo poiché la mera circostanza che le azioni non rientrino nel flottante non implica che si tratti di partecipazioni di controllo e ciò che si voleva tutelare era proprio la posizione della minoranza rispetto alla presenza di un azionista di controllo.

<sup>(46)</sup> S 98, CA 2006.

<sup>(47)</sup> V. LR 5.4A.

del titolo. Se, infatti, gli ordinamenti tedesco e francese pongono l'accento sull'elemento dell'agevole liquidabilità delle azioni, quello inglese pare invece focalizzare l'attenzione sui mutamenti «organizzativi» a cui l'azionista va incontro con l'esclusione dei titoli dalla *Official List*. La più ampia portata della disciplina si evince, in primo luogo, dalla diversità di cautele per le fattispecie di *delisting* dal segmento *Standard* e di *delisting* da quello *Premium* e, in quest'ultima eventualità, dalla equiparazione degli effetti a quelli prodotti sull'organizzazione societaria da una *special resolution*.

Là dove le azioni siano oggetto di negoziazione sul segmento *Standard*, la minor "intensità" delle integrazioni apportate dalle LRs alle norme di diritto societario generalmente applicabili alle *public companies* fa sì che l'abbandono del mercato sia inteso alla stregua di un *fundamental change* soltanto qualora ad esso si accompagni il ritorno al modello della *private company*. Al di fuori di quel caso, il rischio *delisting* grava in sostanza sull'investitore.

Lo scenario muta prendendo a riferimento la sorte degli azionisti sul segmento *Premium*. Qui, infatti, l'abbandono del mercato è *in ogni caso* equiparato ad un *fundamental change*, a prescindere dal fatto che esso prelude effettivamente ad un *going private*. Non solo. La diversa modulazione del *quorum* deliberativo in presenza di un azionista di controllo lascia intendere che alle minoranze, anche quelle più esigue, è offerto uno strumento di contrattazione del prezzo a cui liquidare le proprie partecipazioni.

Pare allora corretto concludere nel senso di una valorizzazione da parte del sistema inglese del rilievo che, sotto il profilo del governo societario e delle tutele accordate alle minoranze, presenta la scelta dell'emittente di destinare le proprie azioni alla quotazione sul segmento *Premium*. La fiducia riposta dagli investitori nella possibilità di liquidare in ogni tempo la propria partecipazione pare, invece, recedere *di per sé* innanzi alla scelta dell'emittente di domandare l'esclusione degli strumenti. La prospettiva enunciata segna, in definitiva, uno scostamento rispetto agli ordinamenti tedesco e francese, ove oggetto di protezione è proprio l'elemento dell'agevole negoziabilità del titolo, quale presupposto oggettivo dell'investimento azionario.

#### 4.2. Property rules e liability rules: modelli e ragioni di selezione

La diversità di *ratio* emersa dalla nostra analisi si riflette, per certi versi, sullo strumento di tutela prescelto. Deve, tuttavia, ribadirsi che anche regole nate al fine di tutelare interessi «organizzativi» possono mostrarsi idonee ad assolvere obiettivi «di mercato» e viceversa<sup>(48)</sup>.

Si è già accennato al fatto che il modello inglese si avvicina a quello previsto nel sistema francese, pur ricorrendo ad uno strumento di tutela differente. Alla luce dell'analisi sopra svolta, è ora possibile riprendere e sviluppare più ampiamente quelle affermazioni.

Il modello di tutela selezionato in Inghilterra è frutto della preferenza accordata dall'ordinamento ad un "regola di proprietà" e si distacca nettamente da quello adottato in Germania, consistente in una "regola di responsabilità".

I due concetti richiamano con tutta evidenza il celebre scritto di Guido Calabresi e Douglas Melamed, "*Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*"<sup>(49)</sup>, ove gli Autori offrivano una lettura, al tempo profondamente innovativa, del problema della scelta allocativa delle risorse e della tutela del diritto così allocato, distinguendo tra regole di proprietà ("property rules"), regole di responsabilità ("liability rules") e regole di inalienabilità ("inalienability rules"). La differenza tra le prime due consiste nel fatto che, mentre un diritto tutelato con una regola di proprietà non può essere sottratto al titolare senza il concorso della sua volontà, uno tutelato con una regola di responsabilità può essere violato anche non consensualmente, a condizione che ai «danneggiati» sia assicurata una qualche forma di compensazione.

L'impiego di tale modello di analisi nello studio di istituti del diritto societario è affatto nuovo e si rivela, nel nostro caso, davvero proficuo<sup>(50)</sup>.

---

<sup>(48)</sup> Non sorprende, pertanto, che parte della dottrina tedesca abbia guardato con interesse alla scelta del sistema inglese di adottare la c.d. *majority of minority rule*, prospettandone l'applicazione *de lege ferenda* anche in Germania (cfr. C. VON BERG, *Der Markttrückzug des Emittenten*, cit., p. 451 ss.; C. SANDERS, *Anlegerschutz beim Delisting*, cit., p. 180 ss.; D. ZETZSCHE, *Going Dark under German Law*, cit., p. 1 ss.).

<sup>(49)</sup> Lavoro pubblicato in *Harr. L. Rev.*, 1972, 85, p. 1089 ss., spec. p. 1093 ss., p. 1105 ss.; già prima, per analoghe considerazioni, G. CALABRESI, *The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven-London, 1970, p. 135 ss.; ID., *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, in *Yale Law Journ.*, 1961, p. 499 ss.

<sup>(50)</sup> La contrapposizione tra regole di proprietà e regole di responsabilità nell'accezione qui accolta non è perfettamente corrispondente a quella tra rimedi risarcitori e rimedi demolitori o reali, ampiamente discussa dalla letteratura italiana a seguito della riforma del 2003, in relazione al tema dell'invalidità delle delibere assembleari (v. *ex multis*, F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 707 ss.; M. LIBERTINI, *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria nella disciplina delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in A. GENOVESE (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino,

Abbiamo visto come l'evoluzione del dibattito, giurisprudenziale e dottrinale, sul *delisting* abbia condotto il sistema tedesco ad elaborare forme di compensazione dell'investimento azionario. La prevalenza dell'interesse dell'emittente a liberarsi dei vincoli connessi alla quotazione su quello degli investitori a non perdere la liquidità del titolo fa sì che il secondo trovi tutela in senso meramente relativo: esso è disponibile anche senza il consenso del titolare, salva la garanzia che quest'ultimo non riceva pregiudizio rispetto allo scenario del *delisting*. Ebbene, un tipico esempio di regola di responsabilità.

Si noti, peraltro, che la scelta di individuare nel valore medio di scambio delle azioni (pur se depurato dagli effetti della transazione) il *quantum* oggetto di liquidazione sposta il baricentro in favore dell'emittente, poiché valorizza le istanze di celerità nella definizione del prezzo di acquisto dei titoli oggetto di esclusione.

Diversa è la posizione adottata dal sistema inglese. Se, per le ragioni già illustrate, sul segmento *Standard* il rischio *delisting* grava sugli investitori, su quello *Premium* l'interesse a mantenere salva la quotazione trova tutela in termini assoluti: l'ordinamento riserva agli azionisti il potere di decidere autonomamente se e a quali condizioni acconsentire al suo venir meno, optando per la formulazione di una regola di proprietà.

Al riguardo s'impongono alcune riflessioni ulteriori.

In presenza di un assetto proprietario diffuso, il fatto di subordinare il *delisting* all'approvazione da parte di una *supermajority* attribuisce agli azionisti, titolari di una frazione di diritti di voto non esigua, un vero e proprio potere di veto sull'operazione<sup>(51)</sup>. La regola di proprietà tutela così i soci come collettività: è la (super) maggioranza di questi a dover prestare il proprio consenso, riservandosi invece alle minoranze più esigue (e complessivamente pari al 25 per cento dei diritti

---

2004, p. 1 ss.; L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 26 ss.; R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 231 ss.). Per un verso, infatti, il rimedio risarcitorio presuppone l'esistenza di un danno (diretto o anche solo indiretto). Per un altro, il rimedio demolitorio affida all'iniziativa del singolo (o del rappresentante di una categoria) la possibilità di far valere *ex post* un vizio in relazione ad una decisione già assunta. La distinzione tra "regole di proprietà" e "regole di responsabilità" è funzionale nel nostro caso a contrapporre rimedi "ostativi" e rimedi "compensativi" (v. negli stessi termini, A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Torino, 2018, p. 7 ss). I primi subordinano il compimento di un'operazione alla mancata opposizione o all'approvazione da parte degli investitori incisi; i secondi consentono il compimento dell'operazione, a condizione che agli investitori sia assicurata una compensazione del pregiudizio altrimenti sofferto.

<sup>(51)</sup> Cfr. E. ROCK, P. DAVIES, H. KANDA, R. KRAAKMAN, W. G. RINGE, *Fundamental changes*, in R. KRAAKMAN et al. (a cura di), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, 3° ed., OUP, 2017, p. 175.

di voto annessi al capitale votante) una regola di responsabilità. Inoltre, la scelta di modulare il *quorum* rispetto al capitale che abbia espresso il proprio voto in assemblea suggerisce che la valutazione normativa muove dalla considerazione dell'azionista come socio-imprenditore e ne condiziona la tutela alla effettiva partecipazione ai procedimenti deliberativi interni.

La c.d. *majority of minority rule* garantisce il medesimo risultato in presenza di un azionista di controllo. Il rischio che l'influenza esercitata da quest'ultimo possa determinare l'esito del voto sposta, come detto, il baricentro dal rapporto tra amministratori e azionisti a quello corrente tra maggioranza e minoranza. La soglia richiesta, nell'avvicinarsi al 90 per cento dei diritti di voto complessivi, assicura anche a minoranze più esigue un effettivo potere di *voice* sulla transazione.

Nella comparazione ponderata dell'interesse al *delisting* dell'emittente con quello (dei soci tutti o del gruppo di minoranza) al mantenimento della quotazione, il primo arretra innanzi al secondo: non si tratta di un "bene" disponibile senza il concorso della volontà del titolare, nemmeno a fronte della garanzia di una compensazione.

La situazione assume tuttavia connotati opposti, là dove la vicenda sia riguardata nella prospettiva del socio "residuale", incapace di incidere sull'esito della votazione: ad esso è infatti in ogni caso riservata una regola di responsabilità. Il che segnala, allora, il diverso referente oggetto di protezione: non più il socio-imprenditore, titolare di interessi corporativi, ma quello investitore (o presunto tale), al quale si riserva uno strumento meramente risarcitorio dell'investimento in capitale azionario.

Nell'ottica da ultimo segnalata emerge nuovamente il problema delle condizioni del disinvestimento. Oltre, infatti, ai rimedi preposti dall'ordinamento in materia di invalidità delle delibere assembleari<sup>(52)</sup>, è evidente che ad assumere rilievo centrale è ancora il profilo dell'*exit*.

Il potere di *voice*, così modulato, offre agli azionisti tutti e, nell'ipotesi di assetti proprietari concentrati, al gruppo di minoranza, uno strumento di contrattazione del prezzo a cui accordare il proprio consenso. Rispetto al modello tedesco, l'*exit* si presenta, per certi versi, più protettivo delle minoranze, ma sconta eventuali problemi di azione collettiva degli investitori.

Sotto il primo profilo, il riferimento del BörsG al valore medio di scambio del titolo, pur tutelando la minoranza rispetto al rischio di un disinvestimento a condizioni penalizzanti, lascia libero l'emittente di selezionare il momento a sé più favorevole per concludere l'operazione. Non può, dunque, escludersi che la scelta si attui in corrispondenza di una fase di sottovalutazione

---

<sup>(52)</sup> Per un quadro della disciplina vigente nell'ordinamento britannico, anche in chiave comparata, si v. H. FLEISCHER, P. AGSTNER, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari di s.p.a. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1217 ss.

delle azioni da parte del mercato e conduca ad una liquidazione “a sconto”. Si tratta, però, di un’eventualità che nella dimensione del mercato rileva non di per sé, ma soltanto se accompagnata da violazioni nella disciplina in materia di abuso di mercato e *insider trading*, come attestato dal dettato del § 39, Abs. 3, BörsG. La previsione di cautele in questo senso dipende, insomma, ancora una volta dalla chiave di lettura del fenomeno: se le azioni rilevano unicamente quali beni oggetto di scambio, l’attenzione si concentra sul valore di mercato e non su quello intrinseco.

Nel modello inglese, il problema risulta invece ridimensionato: anche là dove sia presente un socio forte e il rischio di c.d. *tunnelling* sia più accentuato, la c.d. *majority of minority rule* dà alla minoranza il potere di impedire il *delisting*. Ciò segnala che anche qualora la richiesta fosse avanzata (dagli amministratori o dal socio di controllo) in forza di un interesse meramente egoistico e volto alla «capitalizzazione» di benefici privati, il potere di veto mira ad evitare (perlomeno programmaticamente) che ciò possa realizzarsi<sup>(53)</sup>.

Sotto il secondo profilo, la scelta dell’ordinamento tedesco assicura in sede di liquidazione dei titoli parità di condizioni a tutte le minoranze, anche le più esigue, e si mostra pertanto più protettiva rispetto a quella operata dal sistema inglese. In quest’ultimo contesto, il fatto di rimettere al potere negoziale delle parti la contrattazione del prezzo a cui cedere i propri titoli sconta, come detto, eventuali problemi di azione collettiva, soprattutto in presenza di minoranze non organizzate.

Nel confrontare il modello francese con i due poli non appena illustrati, può ritenersi che la sua struttura si avvicini a quella inglese. Sebbene il *delisting* si attui per tramite di una procedura di mercato, e non di una deliberazione assembleare, la soglia a tale fine richiesta segnala che anche in questo contesto la quotazione è protetta mediante formulazione di una regola di proprietà. È infatti solo con la concentrazione di almeno il 90 per cento del capitale o dei diritti di voto in mano ad un gruppo di controllo che l’interesse a mantenere i benefici assicurati dal mercato diviene disponibile senza il consenso del titolare. E ciò, ancora una volta, sul presupposto che agli azionisti “residuali” siano riconducibili (anche solo in via presuntiva) interessi puramente finanziari<sup>(54)</sup>. Non ci si può esimere dal ribadire come il problema del *quantum* oggetto di liquidazione sia risolto in Francia con il ricorso a criteri di determinazione del prezzo compositi:

---

<sup>(53)</sup> Lo strumento è infatti adottato in occasione di operazioni con parte correlate.

<sup>(54)</sup> Il punto emerge in maniera incontrovertibile dalle statuizioni operate dal Tribunale di Parigi, e poi confermate dalla giurisprudenza di legittimità, in relazione alla definizione di “flottante”. Si veda, *supra*, cap. II, par. 4, nota 113.

una scelta che valorizza le indicazioni provenienti dalla teoria economica in materia di valutazione delle aziende e che può ritenersi indubbiamente più coerente con l'obiettivo dell'equità del risarcimento. Il sistema risulta, in definitiva, ancor più protettivo di quello inglese, contemplando, per un verso, una regola di proprietà, per un altro una di responsabilità che attribuisce anche alle minoranze più esigue un *exit* a prezzo amministrato.

4.2.1. Il trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato (anche non regolamentato): le peculiarità del modello inglese

Si è già più volte posta in luce l'opportunità di distinguere tra operazioni di *delisting* funzionali alla migrazione delle negoziazioni e operazioni volte ad un "ritorno" allo *status* di società non quotata. Si è altresì illustrato come la fattispecie della richiesta di esclusione avanzata dall'emittente abbia assunto nel tempo un significato nuovo, legato allo sviluppo dei sistemi multilaterali di negoziazione e al potenziale interesse dell'emittente ad intraprendere un'operazione di *downlisting*. In quest'ottica, le opzioni di quotazione disponibili non si limitano più all'alternativa tra diversi mercati regolamentati, ma contemplano piattaforme che, pur assicurando un apprezzabile grado di protezione all'investimento azionario, non attribuiscono all'emittente lo *status* di società quotata. Tra queste - lo si è visto - speciale rilevanza deve attribuirsi oggi ai mercati di crescita per le PMI, anche alla luce della progressiva estensione a questi segmenti di discipline tradizionalmente destinate ai mercati regolamentati.

L'idea secondo cui i limiti alla de-quotazione debbano trovare un deciso affievolimento, se non scomparire del tutto, là dove essa preluda al trasferimento delle negoziazioni su un diverso mercato, si rinviene tradizionalmente in tutti gli ordinamenti e poggia sul presupposto (non sempre espressamente dichiarato) che agli investitori siano assicurate tutele equivalenti sulla *trading venue* di approdo<sup>(55)</sup>.

---

<sup>(55)</sup> Si tratta di un'impostazione che replica quella assunta dall'ordinamento statunitense dopo l'introduzione nel sistema della distinzione tra *listing* e *registration* (già illustrata *supra*, cap. II, par. 2.2., nota 48). A riprova di ciò, è sufficiente considerare la paradigmatica evoluzione che ha interessato la *Rule 500* contenuta nel regolamento del NYSE. Adottata nel 1930, la *Rule 500* condizionava l'accoglimento di una domanda di esclusione dei titoli dalle negoziazioni avanzata da una società emittente alla sua approvazione da parte dell'assemblea con voto favorevole di almeno due terzi del capitale sociale (c.d. *supermajority shareholder approval*) e voto contrario di non più del dieci per cento degli *individual shareholder* (V. SEC Release No. 34-39394; File No. SR-NYSE-97-31 del 3.12.1997 disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/rules/sro/9731not.htm>). La previsione trovava una sua compiuta giustificazione in un sistema normativo che non conosceva ancora il criterio suppletivo dettato dal § 12(g)(4) SEA, introdotto nel 1964, e ove pertanto il *delisting*, ai sensi del § 12(d) SEA, costituiva condizione necessaria e *sufficiente* per

Unica eccezione a tale principio è rappresentata oggi proprio dal segmento *Premium* del LSE, che subordina ogni *delisting*, a prescindere dalle sue conseguenze, alla medesima disciplina. La scelta sembra tuttavia dipendere dalla particolare funzione svolta dalle LRs nell'ordinamento inglese e dalla disapplicazione delle stesse, là dove l'emittente trasferisca le negoziazioni su di un mercato regolamentato di un diverso Stato dell'Unione Europea. L'intento protezionistico del modello inglese emerge, del resto, dall'assimilazione in punto di disciplina tra *delisting* e *downgrading* sul segmento *Standard*, volta a scongiurare il rischio che le cautele dettate per l'abbandono del primo possano essere aggirate con una previa migrazione delle negoziazioni sul secondo.

Si noti, peraltro, che anche la disciplina dettata per quest'ultimo si distingue da tutte le altre, vista la sostanziale assenza di limiti all'uscita dal mercato: il rischio *delisting* grava sempre sugli investitori, salva l'ipotesi in cui ad esso si sovrapponga un *going private*.

Nel panorama offerto dalle varie esperienze, si è tuttavia avuto modo di verificare la sostanziale peculiarità del sistema inglese, a partire dal rapporto tra diritto societario e LRs fino a giungere

---

ottenere la liberazione dagli obblighi di *disclosure* federali. Inoltre, al *delisting* dei titoli da un mercato ufficiale seguiva sovente la migrazione su uno OTC o sul Nasdaq, al tempo caratterizzati da bassi livelli di liquidità e assenza di tutele. Con l'estensione degli obblighi imposti dal SEA a tutte le società che superassero i parametri di diffusione e patrimonio sociale di cui al § 12(g)(4), SEA a prescindere da dove i relativi titoli fossero negoziati, ed il progressivo crescere della liquidità sui mercati alternativi, la *Rule 500* ha finito sempre più per essere unicamente intesa come una "unfair barrier to competition" (così R. G. KETCHUM, B. E. WEIMER, *Market 2000 and the Nasdaq Stock Market*, in *J. Corp. L.*, 1994, 19, p. 575). Le previsioni regolamentari non distinguevano infatti tra *delisting* con conseguente trasferimento su un diverso mercato e *delisting* con cessazione di ogni negoziazione sui titoli. La scelta di subordinare qualunque abbandono a misure draconiane costituiva pertanto un limite alla libertà delle società emittenti di selezionare in ogni momento il mercato di quotazione più conveniente per i propri titoli. Le critiche sempre più aspre verso la *Rule 500* (v. in proposito il Report pubblicato nel gennaio 1994 dalla *Division of market regulation* della SEC dal titolo "*Market 2000: An examination of current Equity Market Developments*") conducevano alla sua definitiva abrogazione nel 2003. Le condizioni previste oggi al § 806.02 del Regolamento del NYSE, senza distinguere se al termine della procedura le negoziazioni sui titoli cessino o migrino su un altro mercato, consentono alla società di chiedere l'esclusione dei propri titoli mediante presentazione di una copia certificata della delibera del consiglio di amministrazione avente tale oggetto e adempimento delle ulteriori formalità imposte dalla SEC *Rule 12d2-2* (c). Tra queste, speciale rilevanza deve attribuirsi al termine di preavviso di 10 giorni con cui la società emittente deve comunicare al pubblico e alla società di gestione del mercato l'intenzione di chiedere l'esclusione dei titoli, prima di poter inoltrare la domanda alla SEC, e agli ulteriori 10 giorni che devono intercorrere tra la ricezione da parte della SEC del Form 25 compilato ed il momento in cui il *delisting* produce i suoi effetti. Siffatto differimento degli effetti (c.d. *grave period*) consente agli azionisti di eccepire eventuali ragioni contrarie e liquidare le proprie partecipazioni sul mercato.

alla *ratio* dei limiti apposti alle operazioni di *delisting*. Lo scenario muta infatti radicalmente negli altri Paesi, ove lo *status* di società quotata ai sensi del diritto societario è ancorato alla quotazione delle azioni in “mercati regolamentati”, non necessariamente nazionali.

## CAPITOLO QUARTO

### IL SISTEMA ITALIANO

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive: la revoca della quotazione dalla prospettiva gius-amministrativistica a quella negoziale; 1.1. Il “problema” del *delisting* nel contesto normativo e dottrinale italiano; 2. Il *delisting* tra autonomia privata e interessi degli investitori: dubbi, lacune e criticità; 2.1. La migrazione delle negoziazioni: perimetro applicativo e *ratio disciplinae*; 2.2. (segue) Il coordinamento dell’art. 133 con l’attuale assetto della disciplina sulle *trading venues*. Considerazioni critiche; 3. Liquidità dell’investimento azionario e interesse alla de-quotazione: il bilanciamento alla luce degli artt. 108 e 111, t.u.f.; 3.1. L’obbligo di acquisto; 3.2. Il diritto di acquisto; 3.3. Riflessioni di sintesi e collegamento con il problema del c.d. *delisting* puro; 4. Il *delisting* nel diritto azionario. Il rapporto tra diritto di recesso, obbligo di acquisto e disciplina sull’esclusione dalle negoziazioni; 4.1. *Delisting* e diritto di recesso: genesi della norma e confronto con i sistemi francese e tedesco; 4.2. La natura degli interessi tutelati; 4.2.1. Valore della liquidazione e risultato attuale dell’investimento; 4.3. Il *delisting* «puro»: il problema; 4.4. (segue) Riflessioni conclusive

#### **1. Considerazioni introduttive: la revoca della quotazione dalla prospettiva gius-amministrativistica a quella negoziale**

La rifondazione delle regole di funzionamento e degli assetti istituzionali dei mercati regolamentati, avvenuta nel 1996 con il recepimento della prima Direttiva sui servizi di investimento, costituisce, ai fini della nostra indagine, un importante spartiacque. La privatizzazione dei mercati regolamentati ed il nuovo contesto normativo e regolamentare consolidatosi dopo l’entrata in vigore del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria<sup>(1)</sup> e della riforma in materia di diritto societario<sup>(2)</sup> consentono invero di individuare un momento di passaggio da un sistema di ammissione alla quotazione e revoca della

---

<sup>(1)</sup> D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 («Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli artt. 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52»), di seguito indicato come t.u.f.). A questo si accompagna il regolamento Consob concernente la disciplina degli emittenti (adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato, di seguito: regolamento emittenti).

<sup>(2)</sup> La c.d. riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative è avvenuta con il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante disposizioni per l’attuazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, «Delega al Governo per la riforma del diritto societario».

stessa di stampo “pubblicistico” ad uno compatibile con una ricostruzione del fenomeno in termini negoziali<sup>(3)</sup>. Si tratta di un profilo che presenta evidenti ricadute sulla prospettiva con cui la fase dell’accesso e, simmetricamente, quella dell’abbandono dei mercati vengono ricostruite dalla letteratura giuridica. Alla lettura, ampiamente prevalente in dottrina, che attribuisce al regolamento il rango di atto di autonomia privata avente natura negoziale, si accompagna l’inquadramento della fase di accesso al mercato alla stregua di conclusione del contratto di quotazione e di quella di uscita nelle categorie dello scioglimento e, in particolare, della risoluzione del contratto o del recesso<sup>(4)</sup>.

È, insomma, pacifico che tra la società di gestione e quella emittente si perfezioni un contratto di natura privatistica, il cui esito è quello dell’assoggettamento dell’ente al regime di disciplina delle società quotate<sup>(5)</sup>. L’accesso al mercato e, con esso, alle previsioni dettate dal t.u.f. e dal c.c.

---

<sup>(3)</sup> V. C. MOTTI,  *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997; R. COSTI,  *Libertà d’impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in  *Giur. comm.*, 2000, I, p. 104 ss.; M. DE MARI,  *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004, p. 1 ss., e in particolare nota 4 per ampi riferimenti bibliografici; ID.,  *Il contratto di quotazione*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di),  *I contratti per l’impresa*, Bologna, 2012, p. 375 ss., per un conferma dell’impostazione anche alla luce dei poteri più pervasivi riconosciuti alla Consob con il recepimento della MiFID I; M. VENTORUZZO,  *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all’attività di negoziazione: considerazione a margine di un caso di “cancellazione” di contratti conclusi tra operatori*, in  *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 1 ss.; D. I. PACE,  *Ammissione sospensione esclusione. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012, p. 127 ss.; F. ANNUNZIATA, “Nuovi mercati” e ruolo della società di gestione, cit., p. 1236 ss. Dubita invece della contrattualità piena della fattispecie, M. NOTARI,  *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in G. GITTI (a cura di)  *L’autonomia privata e le Autorità indipendenti*, Bologna, 2006, p. 144 ss., il quale propone una ricostruzione del rapporto di quotazione “non già come espressione di autonomia negoziale (per quanto assoggettata a controllo amministrativo) bensì come esercizio di un servizio pubblico a opera di un soggetto privato [...] con la peculiarità che la società di gestione del mercato si trova a esercitare potestà regolamentari e di vigilanza del tutto simili a quelle delle Autorità amministrative indipendenti”.

<sup>(4)</sup> Cfr. R. COSTI,  *Società mercato e informazione societaria*, in  *Quaderni di finanza della Consob*, n° 23 del dicembre 1997, p. 31 e in  *Giur. comm.*, 1997, I, p. 175 ss.; F. GALGANO,  *Regolamenti contrattuali e pene private*, in  *Contratto e impresa*, 2001, p. 515; M. DE MARI,  *La quotazione di azioni*, cit., p. 130 ss.  *Contra* M. SEPE,  *sub art. 62*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di),  *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia d’intermediazione finanziaria*, Padova, I, 1998, p. 601, che opera, invece, una qualificazione in termini di pene private.

<sup>(5)</sup> Il meccanismo di controllo ad opera della Consob previsto all’art. 66-ter, comma 6, t.u.f., suggerisce di ricondurre il momento della conclusione del contratto di quotazione alla decisione di ammissione della società di gestione, quale accettazione della proposta formulata dall’emittente con la domanda di ammissione a quotazione (ampiamente, M. DE MARI,  *Il contratto di quotazione*, cit., p. 376 ss.). In quest’ottica, il decorso del termine di cinque giorni, entro i quali la Consob può vietare l’esecuzione della decisione di ammissione, inerisce ad una fase successiva a quella di formazione del contratto, incidendo

per gli emittenti quotati, avviene in forza di un atto di *volontà* dell'emittente, che, sulla base di una valutazione costi-benefici, si risolve a sottoporre se stesso e le proprie azioni ad un certo regime organizzativo, al fine di beneficiare dei vantaggi connessi all'esistenza di un luogo di scambio liquido e regolamentato dei suoi titoli<sup>(6)</sup>.

Né, a differenza del passato, è oggi più contemplata l'eventualità della quotazione in borsa d'ufficio, con funzione perfino punitiva<sup>(7)</sup>. Con l'introduzione del t.u.f., è infatti venuto meno il potere-dovere in precedenza riconosciuto alla Consob dall'art. 3, lett. d, l. n. 216 del 1974 di disporre la quotazione d'ufficio delle società con titoli "abituamente e largamente negoziati"<sup>(8)</sup>. La previsione, volta a scongiurare il rischio che società con strumenti finanziari ampiamente diffusi tra il pubblico potessero beneficiare di una disciplina meno rigorosa rispetto a quella dettata per le società con azioni quotate, veniva abrogata e compensata dalla formulazione di norme destinate alle società per azioni aperte, pur se non quotate<sup>(9)</sup>.

In proposito, è indubbio che il sistema italiano si distingua dagli altri per aver accresciuto sempre più i «modelli» disciplinati al di sotto del tipo azionario, non limitandosi a differenziare tra società quotate e non quotate ma individuando altresì: *i*) le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e cioè l'insieme di quelle che hanno azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante secondo i parametri fissati dalla Consob (art. 2325-*bis* c.c.) e *ii*) le società con strumenti

---

sulla sua efficacia o esecuzione. Più complesso sarebbe giustificare il fondamento negoziale, là dove si ritenesse che è l'accettazione da parte dell'emittente delle condizioni fissate dalla società di gestione nel regolamento di mercato a determinare la conclusione del contratto, pur sospensivamente condizionata al successivo riscontro dei requisiti (la tesi è sostenuta da N. DE LUCA, *Sul «diritto» alla quotazione in borsa. Difesa di una tesi nella prospettiva del listing comunitario*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 21 ss.).

<sup>(6)</sup> Né può affermarsi che una tale conclusione risulti smentita dalla previsione all'art. 66, comma 5, t.u.f., di una fattispecie di "ammissione alle negoziazioni senza il consenso dell'emittente". Si tratta, a ben vedere, di un'ipotesi di ammissione che per potersi configurare *presuppone* che vi sia stata una precedente ammissione dei medesimi strumenti in un mercato regolamentato *con il consenso dell'emittente*. Il che risolve in radice ogni dubbio circa l'accogliibilità di una prospettiva negozialistica in materia di quotazione.

<sup>(7)</sup> Così, COMITATO DIRETTIVO DEGLI AGENTI DI CAMBIO DELLA BORSA VALORI DI MILANO, *Borsa, organizzazione, funzionamento, regolamentazione*, Milano, 1984, p. 71 ss.

<sup>(8)</sup> Sul procedimento di ammissione d'ufficio v. G. CASTELLANO, *L'ammissione di diritto e d'ufficio alla quotazione in borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, I, 1977, p. 246 ss.

<sup>(9)</sup> Si veda sul punto A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del consiglio nazionale del notariato*, Napoli, 2005, p. 25 ss., il quale rileva che "se non è più possibile che l'organo di vigilanza imponga, con la quotazione, l'applicazione di una più rigorosa normativa, è la normativa che deve essere la medesima, e salvi i soli adattamenti necessari, anche per le società che si affiancano a quelle quotate, pur non essendo tali". Dell'avviso che questa sia la ragione per la quale veniva introdotto nel t.u.f. "lo scalino" della società con azioni diffuse, P. PISCITELLO, *Commento all'art. 116*, in G. F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 962.

finanziari diffusi tra il pubblico in maniera rilevante, formula che racchiude al proprio interno non solo gli emittenti di azioni diffuse in misura rilevante, ma anche gli emittenti di sole obbligazioni diffuse tra il pubblico, secondo i parametri fissati all'art. 2-*bis* del Regolamento emittenti<sup>(10)</sup>. Ne deriva un insieme assai complesso di discipline che si incrociano e differenziano non sempre in ragione di logiche chiare e di agevole comprensione<sup>(11)</sup>.

Non basta naturalmente la volontà dell'emittente ad integrare la fattispecie di "emittente quotato", ma l'attribuzione di tale *status* dipende dalla verifica, ad opera della società di gestione e della Consob, della sussistenza dei requisiti prescritti a tale fine: al potere di *listing* del gestore si affianca quello dell'Autorità di vietare l'esecuzione della decisione, qualora essa risulti contraria alle finalità enunciate all'art. 62, comma 1, t.u.f. e di autorizzare la pubblicazione del prospetto di quotazione<sup>(12)</sup>.

Quanto alla fase di uscita dal mercato, la lettura degli artt. 66 *ter* e *quater* t.u.f. lascia intendere che il potere di escludere gli strumenti dalla negoziazione spetta non solo al gestore della sede di negoziazione, ma anche alla Consob, che può provvedervi *direttamente*, là dove ciò risulti necessario al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. La lettera della previsione parrebbe deporre nel senso di una vera e propria condivisione tra l'Autorità di vigilanza e il gestore della sede di negoziazione del potere di esclusione degli strumenti, quando esercitato per ragioni di pubblico interesse.

È bene, tuttavia, rilevare che la natura negoziale della vicenda, e la riconduzione del *delisting* alla fattispecie dell'estinzione del contratto di quotazione per atto di autonomia privata, induce a ritenere che l'intervento della Consob risponda, anche in questo contesto, a finalità di vigilanza. In particolare, se l'avverarsi delle vicende risolutive del negozio per ragioni di tutela degli investitori o del buon funzionamento del mercato non fosse in alcun modo sottoposto al vaglio

---

<sup>(10)</sup> A ciò si aggiunga che la disciplina in materia di *record date* riguarda anche le società quotate su un sistema multilaterale di negoziazione e che le nuove leggi sull'o.p.a. e sugli incroci azionari, introdotte nel 2014, si applicano alle piccole e medie imprese.

<sup>(11)</sup> È proprio questa la ragione per la quale si va affermando in letteratura l'idea secondo cui sarebbe opportuno un intervento di semplificazione di tale «arcipelago», volto a ridurre il numero di categorie esistenti e ad unificare la disciplina degli emittenti quotati in mercati regolamentati e in sistemi multilaterali di negoziazione [da ultimo, v. M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018, p. 144 ss.].

<sup>(12)</sup> Siffatti poteri, lungi dal trasformare l'ammissione in un provvedimento di matrice amministrativa, mettono in evidenza il progressivo rafforzamento dei controlli pubblici anche in materia di quotazione. Il presupposto di siffatta evoluzione si ravvisa nell'idea secondo cui le regole di diritto privato non sono da sole sufficienti ad assicurare una tutela adeguata del risparmio nel contesto dei contratti dei mercati finanziari.

della Consob residuerebbero spazi elusivi della disciplina difficilmente presidabili. Ecco che, allora, all’Autorità sono garantiti non solo i poteri di vietare l’esecuzione di una decisione di esclusione ovvero di domandare al gestore di disporla<sup>(13)</sup>, ma perfino di “sostituirsi” a quest’ultimo e provvedervi direttamente nell’ipotesi di inerzia. Potrebbe dirsi che è soltanto in caso di irregolarità nella gestione del mercato, e con essa nell’esercizio della funzione di esclusione degli strumenti, che la Consob può avocare a sé quel potere. Si tratta, in definitiva, di una prerogativa del tutto speculare a quella contemplata all’art. 66 *ter*, comma 6, lett. a), t.u.f.: nell’un caso all’Autorità è consentito di vietare l’esecuzione di una decisione di esclusione già adottata dal gestore, nell’altro di provvedere direttamente, qualora quest’ultimo resti inadempiente.

Dal quadro non appena delineato si ricava che anche nel sistema italiano, parimenti a quanto già rilevato per quello francese, la revoca ha perduto il carattere di provvedimento emanato nell’esercizio di pubblici poteri, per divenire un’operazione di natura tecnica, rientrando nella sfera di competenza del soggetto privato investito delle funzioni di organizzazione e amministrazione della piattaforma. Il che non pone in discussione il persistente rilievo pubblico sotteso alla nostra materia, ma ne traspone le interferenze principalmente sul piano delle *condizioni* che legittimano (o impongono) l’esclusione degli strumenti azionari dal mercato.

### 1.1. Il “problema” del delisting nel contesto normativo e dottrinale italiano

Si è già posto in luce come il *delisting* c.d. volontario rappresenti un “problema” non certo recente, ma che ha acquistato negli ultimi anni un rilievo crescente e per certi versi nuovo. L’affermarsi di un corpo strutturato di regole ha, infatti, richiesto una prima fase di individuazione degli interessi protetti e delineazione degli strumenti di tutela ed una seconda volta a (ri)disegnare il punto di equilibrio, anche alla luce delle rigidità e delle incongruenze espresse dall’assetto originario. Questa affermazione risulta confermata ove si consideri il contesto nel quale le regole sono chiamate ad operare: il progressivo aumento dei vincoli e dei costi legati alla permanenza delle azioni sul mercato regolamento ed i mutamenti intervenuti nella disciplina sulle

---

<sup>(13)</sup> Convince la tesi di D. I. PACE, *Ammissione sospensione esclusione*, cit., p. 629, secondo cui il verbo “to require” contenuto nella Direttiva MiFID suggerisce che la richiesta avanzata dalla Consob non è una semplice proposta, ma, al contrario, un ordine vincolante al quale la società di gestione deve attenersi. Il che risulta coerente con il potere della Consob di provvedere *direttamente* all’esclusione, là dove il gestore non dovesse ottemperare.

*trading venues* hanno sollecitato in tutti i sistemi un ripensamento del quadro normativo applicabile<sup>(14)</sup>.

In Germania, è con l'introduzione nel 1998 del § 43, Abs. 2, BörsG ed il suo recepimento ad opera dei regolamenti delle Borse, che si sedimentano i principi ancora oggi fondanti la nostra materia. In Francia, è la COB in via di prassi, a partire dagli anni settanta del secolo scorso, a plasmare l'istituto dell'o.p.a. residuale, al fine di mediare tra l'interesse dell'emittente alla dequotazione e quello degli investitori alla liquidità del titolo. In Inghilterra, il tradizionale inquadramento dell'operazione nell'alveo delle norme sul *going private* e sul diritto di *squeeze-out* «assorbe» per lungo tempo il problema della disciplina da destinare alle richieste di esclusione degli strumenti. Su questo terreno, tutti i sistemi sono giunti, in tempi ben più recenti, a riformare e meglio articolare le previsioni in materia: nel caso tedesco, sviluppando un modello di tutela puramente compensativa dell'investimento azionario, in quello francese, riducendo la soglia funzionale a giungere al *delisting* e graduando la disciplina in tema di migrazione delle negoziazioni, in quello inglese andando a «colmare» gli spazi lasciati scoperti dalle norme dettate dal CA 2006. Ne risulta un quadro complessivamente chiaro con riguardo sia all'identità degli interessi protetti, sia al punto di equilibrio tra di essi.

L'ordinamento italiano, se posto a raffronto con gli altri, appare in una posizione di retroguardia, tanto sotto il profilo dello spazio riservato dal dibattito dottrinale (e giurisprudenziale) al nostro tema, quanto sotto quello della conformità delle regole all'evoluzione che ha connotato la disciplina dei mercati.

Anche nel nostro sistema, le norme destinate a disciplinare il profilo del ritiro delle azioni dalla quotazione hanno contemplato per lungo tempo il solo *delisting* per iniziativa dell'Autorità competente all'ammissione, ponendo così tutta una serie di interrogativi intimamente ricompresi in quello se la revoca fosse possibile per iniziativa della società emittente<sup>(15)</sup>. L'eccessiva laconicità della normativa si accompagnava ad una limitatissima elaborazione dottrinale sul punto: i pochi contributi in materia assumevano a punti focali i presupposti e le modalità di esercizio del potere

---

<sup>(14)</sup> V. *infra*, conclusioni, par. 1.

<sup>(15)</sup> V. già S. SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, I, 1958, p. 45, il quale rilevava che, a differenza del procedimento che porta all'ammissione, la legge presenta una "strana limitatezza di disciplina" con riguardo al ritiro delle azioni dalla quotazione e lascia emergere il problema relativo alla possibilità che esso possa avvenire anche per iniziativa dell'ente sociale.

di revoca da parte dell'Autorità amministrativa, tralasciando così di riconoscere alla materia alcuna valenza ulteriore<sup>(16)</sup>.

La prima norma in tema di recesso per esclusione dalla quotazione appare all'art. 13 della legge 149/1992 sull'o.p.a., in relazione alla sola delibera di fusione. E non è forse un caso che accanto a quella previsione si preveda da subito, all'art. 10, comma 9, una fattispecie di o.p.a. volta alla "totalità dei titoli" a carico di "chi, direttamente o indirettamente, abbia acquistato [...] il controllo di una società quotata nei mercati regolamentati" quando il flottante è inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob. A partire da quell'intervento, e nel volgere di poco più di un decennio, le norme sono state dapprima trasposte nel neo-introdotta t.u.f., per poi giungere, con la riforma organica del diritto societario nel 2003, ad un terzo stadio di evoluzione, che ne ha cristallizzato i contenuti, rimasti fino ad oggi sostanzialmente immutati. Si tratta di un profilo senza dubbio degno di nota, atteso che tutti gli altri sistemi hanno, invece, provveduto in tempi recenti ad adattare le regole all'evolversi del mercato e delle esigenze ad esso connesse.

È altresì evidente che l'attenzione dedicata al nostro tema è sensibilmente inferiore rispetto a quella che caratterizza i sistemi d'oltralpe, specialmente quello tedesco, ove la formulazione delle norme costituisce il precipitato di un dibattito (giurisprudenziale e dottrinale) davvero ampio e articolato.

Per quanto si è detto sopra, non sorprende che alla materia si leghino ancora oggi alcuni interrogativi di fondo, che negli altri sistemi hanno trovato soluzione già nella prima fase di elaborazione della disciplina. Si tratta, in particolare, dei dubbi relativi all'ammissibilità del c.d. *delisting* puro e cioè di una deliberazione che abbia quale oggetto il ritiro dei titoli dal mercato e ai suoi rapporti con le previsioni di cui agli artt. 108 e 111 t.u.f., in tema di obbligo e diritto di acquisto. Dubbi che investono, in ultima analisi, il profilo della natura degli interessi coinvolti dall'operazione e della stessa disponibilità della quotazione per la maggioranza azionaria, al di fuori delle vicende legate al lancio di un'o.p.a. totalitaria e di quelle indotte da un'operazione di ristrutturazione d'impresa, senz'altro ricomprese nella formula di cui all'art. 2437 *quinquies* c.c.

Anche nell'ordinamento italiano la disciplina trova il proprio referente principale nelle norme di fonte primaria. Le indicazioni rinvenibili nel regolamento di mercato e, in particolare, quelle dettate al Titolo 2.5. rubricato "sospensione e revoca", hanno rilievo meramente integrativo: ad

---

<sup>(16)</sup> Cfr. G. SENA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, in *Giur. Comm.*, 1977, I, p. 373 ss.; E. B. LIBERATI, *La sospensione e la revoca della quotazione dei titoli in borsa tra discrezionalità amministrativa e regole procedurali*, in *Il diritto dell'economia*, 1993, p. 637 ss.; A. JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990, p. 264 ss.; G. MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989, p. 165.

esse è, infatti, rimessa la definizione dell'*iter* procedimentale per addivenire all'esclusione degli strumenti<sup>(17)</sup>, oltre che la dettagliata individuazione dei parametri di riferimento per l'adozione di provvedimenti di sospensione o esclusione *ex art. 66 ter* t.u.f. a tutela degli interessi degli investitori e dell'ordinato funzionamento del mercato<sup>(18)</sup>.

## **2. Il *delisting* tra autonomia privata e interessi degli investitori: dubbi, lacune e criticità**

Il corpo delle regole sul *delisting* può essere compiutamente ricostruito solo coordinando la disciplina dettata dal t.u.f. con quella contenuta all'art. 2437-*quinquies* c.c., rubricato "*Disposizioni speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati*".

Per ragioni di ordine sistematico è opportuno muovere dal t.u.f., per poi spostare l'attenzione sul diritto azionario e sul significato sotteso alla previsione di un diritto di recesso da "perdita della quotazione". È, infatti, dal testo unico che promana la legittimazione del gestore ad adottare provvedimenti di esclusione degli strumenti dalla quotazione e/o dalle negoziazioni nelle due eventualità espressamente contemplate: quella del *delisting* per ragioni di tutela del mercato (artt. 63-*ter* e *quater*) e quella del *delisting* funzionale al trasferimento della quotazione "*su un altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento*" (art. 133 t.u.f.).

Quanto alla prima, gli artt. 63-*ter* e *quater* trovano il proprio fondamento direttamente nel diritto europeo e mirano a circoscrivere la discrezionalità tecnica in capo alla società di gestione o all'intermediario che si trovi a adottare la delicata decisione di revocare gli strumenti che non rispondano (più) alle regole del sistema. Il ruolo centrale che un detto provvedimento assume per l'ordinato funzionamento del mercato emerge dalla chiara individuazione dei presupposti legittimanti la sua adozione, oltre che dall'attribuzione di un potere di iniziativa in tal senso anche alla Consob. L'esclusione può, infatti, intervenire a condizione che non rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato e ad essa può provvedere *direttamente* la Consob, nell'ipotesi di inerzia del gestore.

È il caso di osservare che l'art. 66-*ter* nulla dispone in ordine alla facoltà *per l'emittente* di domandare ed ottenere dal gestore l'esclusione dei propri titoli dalla quotazione in forza di una

---

<sup>(17)</sup> V. in particolare, l'art. 2.5.2, ai sensi del quale l'esclusione d'ufficio per ragioni di tutela del mercato interviene solo all'esito di un contraddittorio tra la società di gestione e quella emittente, nonché l'art. 2.5.3. in tema di pubblicità della decisione.

<sup>(18)</sup> V. art. 2.5.1. Fa eccezione il comma 6 della previsione che, pur rientrando formalmente tra le fattispecie di esclusione d'ufficio, individua due ipotesi di *delisting* riconducibili all'iniziativa dell'azionista di controllo (v. *infra*, cap. IV, par. 3).

richiesta a tale fine direttamente rivolta. La previsione, in altre parole, si occupa di «guidare» la valutazione del gestore, là dove ricorrano situazioni che non permettono più la regolare permanenza della quotazione degli strumenti o che si pongano in contrasto con la tutela degli investitori, restando invece silente circa la configurabilità e tutelabilità di un interesse *dell'emittente* ad abbandonare il mercato.

Il dato risulta di immediata percezione, soprattutto se posto a confronto con i sistemi tedesco e inglese, ove le due fattispecie - *delisting* su iniziativa del gestore e *delisting* su richiesta della società emittente – risultano chiaramente distinte già in sede di regolazione dei poteri di esclusione dell'Autorità competente. Nel sistema tedesco è il § 39 BörsG ad esaurire con i suoi sei commi lo spazio dedicato dal *Börsenrecht* all'operazione di revoca, contemplando al proprio interno tanto il potere della Borsa di escludere gli strumenti nell'interesse pubblico, quanto il diritto dell'emittente di farne richiesta, ed individuando per entrambe le ipotesi i presupposti e le condizioni legittimanti l'emissione del provvedimento<sup>19</sup>. Valutazioni del medesimo tenore valgono per il sistema inglese, ove la LR 5.2., dopo aver trattato il *delisting* d'ufficio, abilita espressamente la società emittente a presentare una richiesta di esclusione dei propri strumenti dalla *Official List*, dettando altresì le condizioni in presenza delle quali la FCA può darvi accogliimento<sup>20</sup>.

L'impostazione del t.u.f. parrebbe, invece, avvicinarsi a quella del sistema francese, ove - lo si è visto - l'art. L. 420-10 Code mon. fin., ha un contenuto del tutto speculare all'art. 66-ter t.u.f. non specificando se e a quali condizioni l'esclusione possa intervenire anche per mero interesse dell'emittente mediante formulazione di una *richiesta* a ciò espressamente diretta. Si noti, tuttavia, che siffatto silenzio assume in quel sistema un significato ben preciso. Esso si accompagna, da un lato, al riconoscimento di un carattere, per così dire, tipico alle procedure di o.p.r. e r.o., quali vicende idonee a condurre al *delisting* secondo modalità coerenti alle dinamiche di mercato, dall'altro, alla previsione di un'articolata disciplina in materia di *migrazione* delle negoziazioni, in larga parte slegata dal dettato dell'art. L. 420-10 Code mon. fin. In tale ottica, il riferimento recato dalla norma al *delisting* di strumenti che abbiano ormai perso le caratteristiche di negoziabilità richieste dal regolamento, è inteso quale limite *generale* al potere del gestore di disporre l'esclusione, anche quando la richiesta provenga dalla stessa società emittente. Ciò trova, del resto, conferma nell'art. P. 1.4.2. delle *Règles de négociation Euronext*, norma funzionale ad offrire

---

<sup>19</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 2.

<sup>20</sup> V. *supra*, cap. 3, par. 2.1.

una via di uscita agli emittenti di diritto estero la cui disciplina nazionale non consenta di procedere ad uno *squeeze-out* in corrispondenza delle soglie previste dalle norme francesi<sup>(21)</sup>.

All'esito di questo primo raffronto, è d'obbligo interrogarci su quale sia la portata di quel riferimento nel nostro sistema.

Un primo dato merita di essere in posto in luce: si legano alla previsione dell'art. 66-ter, non soltanto le fattispecie di esclusione riconducibili ad un'autonoma iniziativa del gestore, ma anche quelle scaturenti da operazioni, societarie o di mercato, che abbiano inciso sulla negoziabilità dei titoli azionari o sull'esistenza di un flottante, impedendo così in radice la permanenza dell'emittente sul mercato. In questa seconda eventualità il *delisting*, pur formalmente disposto d'ufficio per impossibilità di “*mantenere un mercato normale e regolare*”, promana dalla *volontà* della società o di un determinato investitore (“l'offerente”), che nel deliberare o iniziare l'operazione di volta in volta considerata, rende altresì nota l'intenzione di uscire dal mercato). Rientrano tra queste vicende le ipotesi di *squeeze-out* e obbligo di acquisto, disciplinate agli artt. 108 e 111 t.u.f. oltre che quelle collocate in un più ampio quadro di politica imprenditoriale quale, ad esempio, un'operazione di fusione a cui segua la perdita della quotazione. Si tratta di mutamenti sostanziali nella struttura proprietaria, economica o giuridica della società, tali da rendere non più compatibile la permanenza della quotazione con il nuovo assetto di interessi delineatosi.

Il che non chiarisce, tuttavia, se quel medesimo risultato possa essere altresì conseguito con una generica richiesta della società a ciò diretta.

### 2.1. La migrazione delle negoziazioni: perimetro applicativo e ratio disciplinae

Un ulteriore elemento di valutazione in tal senso proviene dal già menzionato art. 133, che integra la disciplina delle società con azioni quotate, annoverando *l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni* tra i “diritti dei soci”, all'interno della Parte IV del t.u.f., relativa alla “Disciplina degli emittenti”<sup>(22)</sup>. La collocazione materiale della norma non è di certo priva di significato sotto i profili della *ratio* e dei destinatari della tutela.

Si noti che è già la rubrica ad indicare che oggetto di disciplina non è una fattispecie di de-quotazione *tout-court*, ma di mera esclusione degli strumenti *dalle negoziazioni*. Il che segnala come la previsione miri a regolare non i limiti alla libertà della maggioranza azionaria di disporre del *regime di quotazione* dell'emittente, ma soltanto quelli alla libertà di selezionare un diverso mercato

---

<sup>(21)</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 2 e ss.

<sup>(22)</sup> E, più precisamente, al Titolo III, Capo II, Sezione III, già riguardante la tutela delle minoranze prima del recepimento della Direttiva 2007/36/CE

regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea, che abbia *già* accordato l'ammissione e che garantisca una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob<sup>(23)</sup>.

Al fine di meglio chiarire quale sia l'ambito di applicazione della previsione ed il suo rilievo per la nostra materia è utile confrontarne il contenuto con le discipline in materia di migrazione delle negoziazioni formulate negli altri sistemi.

Sebbene l'art. 119 t.u.f. estenda l'applicazione delle norme contenute nel Capo II a tutte le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea, l'art. 133 restringe la cerchia dei destinatari alle sole società *italiane* con azioni quotate nei mercati regolamentati *italiani*. La scelta risulta, invero, singolare se confrontata con quella operata negli altri sistemi.

Il riferimento alle società italiane, quali destinatarie esclusive della previsione, è coerente con la collocazione dell'istituto tra i "diritti dei soci" e parrebbe suggerire che oggetto di regolazione non è una questione di "diritto del mercato", bensì una di natura "endosocietaria"<sup>(24)</sup>. Del resto, la norma non segue direttamente l'art. 66-ter, rientrante nella Parte III del t.u.f., dedicata alla "Disciplina dei mercati", ma contribuisce a formare lo statuto delle società con azioni quotate. È proprio questo tratto a distinguerla dalle corrispondenti previsioni di diritto estero che - lo si è visto - interessano *tutti* gli emittenti quotati su uno dei mercati nazionali, a prescindere dal Paese di provenienza. Nel sistema tedesco, la migrazione delle negoziazioni è regolata all'interno del § 39, Abs. 2, BörsG, norma "di mercato", che si applica tanto alle società tedesche quotate in Germania, quanto alle società di un altro Stato quotate in un mercato regolamentato tedesco; in Francia è il regolamento di mercato ad occuparsi della materia, così come nel sistema inglese sono le LRs, e non il CA 2006, a disciplinare la fattispecie.

La scelta si lega, per certi versi, all'identità e alla natura del "bene" protetto. Fatta eccezione per l'esperienza inglese, peculiare sotto plurimi aspetti, si è avuto modo di osservare come negli altri sistemi l'oggetto della tutela vada ricercato nella *quotazione del titolo*, quale presupposto dell'investimento azionario. Se ciò non preclude, *di per sé*, la possibilità di formulare una disciplina di diritto societario, risulta senza dubbio più coerente con quella finalità il ricorso ad una regola di

---

<sup>(23)</sup> Il punto è del tutto pacifico in letteratura. Per tutti cfr. F. ANNUNZIATA, *sub art. 133*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1999, p. 1207 ss.; M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 136 ss.

<sup>(24)</sup> Così R. DE CHIARA, *sub art. 133*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Padova, 1998, p. 1225, che pone in luce come il diritto societario non possa "travalicare i confini nazionali".

diritto dei mercati finanziari, del tutto slegata dalla circostanza che l'investimento sia avvenuto in una società italiana o estera.

Il confronto stimola allora l'interprete ad interrogarsi circa la *ratio* sottesa al nostro art. 133 t.u.f. La norma impone anzitutto che l'emittente abbia *già* ottenuto l'ammissione su una diversa *trading venue*, dotata della qualifica di *mercato regolamentato* ai sensi del diritto europeo, ove sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti nel Regolamento Emittenti. Il che lascia da subito emergere il *ristretto* ambito applicativo della previsione: nessuna indicazione è contemplata per le ipotesi in cui il trasferimento abbia per destinazione un sistema multilaterale di negoziazione o una *trading venue* di un Paese non aderente all'Unione Europea. Si tratta di un aspetto di rilievo non secondario, rispetto al quale anche il regolamento di mercato resta silente<sup>(25)</sup>.

Il fatto che il trasferimento sia subordinato all'avvenuta ammissione su un diverso mercato regolamentato europeo assicura di per sé che, conclusasi la transazione, la società continuerà ad essere soggetta al c.d. "statuto speciale" applicabile alle società italiane con titoli quotati in un mercato regolamentato. La quotazione su un diverso mercato regolamentato all'interno dell'Unione Europea lascia infatti impregiudicata l'applicazione: *i)* delle disposizioni codicistiche relative alle società quotate e a quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>(26)</sup>; e *ii)* delle norme in materia di *corporate governance* dettate agli artt. 119-165-*septies* t.u.f. Viene, invece, meno la diretta applicabilità delle previsioni in materia di o.p.a. obbligatoria, atteso il disposto dell'art. 105, comma 1, t.u.f., oltre che di quelle contenute nel regolamento di mercato o, più in generale, volte a regolarne la trasparenza, la struttura e il funzionamento. Quest'ultimo profilo spiega l'ulteriore condizione imposta dall'art. 133 e consistente nella garanzia di una *tutela equivalente* degli investitori nel mercato di destinazione, secondo i criteri stabili nel Regolamento Emittenti.

---

<sup>(25)</sup> V. l'art. 2.5.5. del Regolamento di Borsa Italiana, che riproduce fedelmente il contenuto degli artt. 133 t.u.f. e 144 Regolamento Emittenti.

<sup>(26)</sup> Sul perimetro applicativo delle disposizioni codicistiche destinate alle "società con azioni quotate in mercati regolamentati" si rinvia al commento di M. SCIUTO, *sub art. 2325 bis c.c.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Tomo I, Milano, 2016, p. 135 ss., spec. p. 142, ove l'Autore rileva «pare fuori discussione che "regolamentati" debbano senz'altro intendersi i mercati autorizzati o riconosciuti come tali "ai sensi dell'ordinamento comunitario". Forse, poi, anche quelli fatti oggetto di accordi stipulati dalla Consob con le corrispondenti Autorità *ex art. 67*, t.u.f.; ma in effetti la questione è opinabile, constando in effetti orientamenti anche di segno opposto». V. altresì *infra* cap. IV, par. 4.2., nota 79.

La norma regolamentare attuativa del disposto, l'art. 144 Regolamento Emittenti, è invero piuttosto scarna<sup>(27)</sup>. Essa infatti si limita ad imporre che tra la decisione di richiedere l'esclusione e la data di effettiva esclusione decorra almeno un mese e che sul mercato di approdo sia prevista una disciplina sull'o.p.a. obbligatoria in caso di trasferimento di partecipazioni di controllo, rimettendo poi ad una valutazione caso per caso della Consob la verifica circa la sussistenza in concreto di tale tutela equivalente, sulla base di «altre condizioni». Ciò lascia, tuttavia, intendere che la protezione degli investitori non si esaurisce sul piano della disciplina applicabile all'esito del trasferimento, ma investe (direttamente) anche quello della *liquidità* dell'investimento.

Si è visto che il ricorso ad un c.d. *grace period* tra la richiesta di esclusione ed il prodursi degli effetti si rinviene anche negli ordinamenti tedesco e inglese e può ritenersi funzionalmente equiparabile alla *procédure de retrait ordonné* prevista in Francia. In tutti i casi, è assicurata agli investitori una *chance* di liquidazione dei titoli sul mercato prescelto al momento del loro acquisto e a costi di transazione invariati<sup>(28)</sup>. Il che segnala come lo strumento attribuisca rilevanza al fatto che l'investimento sia avvenuto su un *determinato* mercato, in ragione delle sue caratteristiche di liquidità e dei connessi costi di gestione e liquidazione degli strumenti. La garanzia non è funzionale ad evitare che l'investitore resti *prisonnier de son titre*, eventualità già impedita dall'avvenuta ammissione su un altro mercato regolamentato, ma a consentirgli di non incorrere in un potenziale deterioramento delle condizioni di liquidità del suo investimento. Ciò spiega la minor «intensità» della tutela accordata dallo strumento, rispetto a quella offerta dal disinvestimento a prezzo amministrato o della delibera assembleare a maggioranza rafforzata. La scelta risulta, d'altro canto, coerente con il più generale principio di libertà di scelta del mercato (regolamentato) in cui quotare gli strumenti.

È proprio alla luce degli elementi da ultimo richiamati, che sorprende la scelta del nostro sistema di affiancare alle cautele già enunciate l'avvenuta approvazione da parte dell'assemblea *in sede straordinaria* della richiesta di esclusione. Il dettato della norma non può che spiegarsi, ancora una volta, alla luce delle esigenze di protezione degli investitori dalla perdita del mercato prescelto all'atto dell'acquisto dei titoli: il voto attribuisce alle minoranze organizzate, titolari di una frazione non residuale dei diritti di voto, un vero e proprio potere di veto sull'operazione di trasferimento, residuando per quelle più esigue una mera *chance* di liquidazione della partecipazione sul mercato.

---

<sup>(27)</sup> Sottolineano il punto, A. TOFFOLETTO, A. STABILINI, *sub art. 133*, in M. FRATINI, G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, Milano, 2012, II, p. 1810.

<sup>(28)</sup> Sul funzionamento dello strumento v. *supra* cap. I, par. 3.1.

Prima di ogni ulteriore considerazione, è opportuno chiarire che da siffatta regola di competenza non pare potersi implicitamente desumere alcuna indicazione relativa all'organo deputato a pronunciarsi sulla prima ammissione delle azioni alla quotazione. La regola guarda, infatti, alle sole fattispecie di migrazione *delle negoziazioni* alle quali non segua né la perdita della quotazione *tout-court* né la perdita dello *status* di "società quotata", ai sensi del diritto italiano. Da qui la sua irrilevanza per un quesito che trova risposta negli effetti che *la quotazione* produce sulla società e sui suoi azionisti<sup>(29)</sup>.

È però vero che, là dove si ritenga ammissibile la c.d. delibera di *delisting* puro, questa non potrebbe che richiedere l'intervento dell'assemblea in sede straordinaria. E ciò proprio in ragione del disposto dell'art. 133 t.u.f.: se al mero trasferimento delle negoziazioni corrisponde il voto in sede di assemblea straordinaria, sarebbe scarsamente coerente ritenere che lo stesso non sia necessario, là dove l'effetto dell'operazione sia quello del venir meno del mercato *tout-court*, attese le ben più pervasive conseguenze sulla liquidità dell'investimento<sup>(30)</sup>. A un simile risultato argomentativo si giunge, ancora una volta, non *perché* dalla de-quotazione scaturiscano effetti sulla struttura dell'ente, sulla sua organizzazione interna o sul contenuto della singola partecipazione tali da giustificare un decentramento dell'operazione dal canale gestorio. *Piuttosto*, e a prescindere da ciò, *perché* la sparizione di un mercato (regolamentato) dei titoli pregiudica l'interesse alla liquidità dell'investimento in misura ben superiore rispetto ad un mero mutamento di *trading venue* a parità di tutele. Da quella regola di competenza non può, pertanto, trarsi alcun argomento decisivo in ordine ad eventuali mutamenti organizzativi o perfino tipologici connessi alla de-quotazione. Una simile prospettiva finirebbe, inoltre, per invertire il rapporto tra causa ed effetto, derivando dal mero intervento dell'assemblea in sede straordinaria il carattere fondamentale della decisione di *delisting*.

---

<sup>(29)</sup> *Contra* R. MAVIGLIA, *sub art. 133*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, p. 731; V. SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *Intermediari mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 872; G. OPPO, *Sulla «tipicità» della società quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 492.

<sup>(30)</sup> Cfr. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies C.C.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 546; C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 561.

2.2. (segue) *Il coordinamento dell'art. 133 con l'attuale assetto della disciplina sulle trading venues. Considerazioni critiche.*

Si è visto come la *graduazione* della disciplina in funzione delle caratteristiche dell'operazione di *delisting* e, in particolare, delle sue conseguenze sulla liquidità e sui costi di gestione dell'investimento abbia rappresentato nei sistemi tedesco e francese uno dei profili di maggior rilievo nell'evoluzione della disciplina<sup>(31)</sup>. Le esigenze di flessibilità poste dallo sviluppo delle *trading venues* e dallo scenario di competizione tra le stesse, tanto in senso orizzontale quanto verticale, hanno stimolato un ripensamento delle regole, al punto da condurre nell'ordinamento francese ad una loro segmentazione su *tre livelli*, a seconda che il *delisting* prelude ad un trasferimento su un mercato assimilabile a quello regolamentato francese, ad un *downlisting* su un MTF soggetto a *standard* minimi di tutela dell'investimento ovvero ad un abbandono delle negoziazioni.

È chiaro che l'art. 133 t.u.f., introdotto nel 1998 e rimasto immutato nel tempo, tradisca una certa rigidità, difficilmente conciliabile con l'assetto attuale. Rigidità che deriva, in primo luogo, proprio dalla scelta di affidare all'assemblea in sede straordinaria la decisione sul trasferimento, quale strumento di protezione degli investitori *ulteriore* rispetto ad un intervallo temporale adeguato e, soprattutto, all'attestato di avvenuta ammissione su un diverso mercato regolamentato all'interno dell'Unione Europea che garantisca pari tutele. Pare infatti ragionevole dubitare, da un lato, che le conseguenze dell'operazione siano di portata tale da fondare un intervento dell'assemblea dei soci, per giunta in sede straordinaria<sup>(32)</sup>; dall'altro, che la sua previsione sia in ogni caso compatibile con l'obiettivo che essa ambisce a perseguire.

Come già rilevato, dall'esclusione non deriva la perdita né dello *status* di società quotata ai sensi del diritto italiano, né delle tutele assicurate agli investitori dalla disciplina "di mercato": gli effetti incidono al più sulla liquidità dell'investimento e sui suoi costi di gestione, là dove sulla *trading venue* di approdo mutino le condizioni di negoziazione ed il sistema di compensazione e regolamento dei titoli. Rispetto a tale eventualità, tuttavia, l'analisi delle esperienze estere ha mostrato come la previsione di una mera *chance* di liquidazione a costi di transazione invariati risulti già idonea a tutelare in misura adeguata gli interessi degli investitori. E ciò anche in virtù

---

<sup>(31)</sup> Sul punto v. *supra* cap. I, par. 2.2.1. e cap. II, par. 2.2. Sul tema della graduazione avremo modo di intrattenerci nella sezione conclusiva (v. in particolare, par. 4.3).

<sup>(32)</sup> V. sul punto già le considerazioni di M. RUBINO DE RITTS, *sub art. 133*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, Torino, 2002, vol. II, p. 1096 ss.

della contrapposta esigenza di garantire all'emittente la libertà di scegliere il mercato di quotazione dei titoli a sé più conveniente.

D'altro canto, in presenza di una proprietà azionaria concentrata, l'applicazione di un *quorum* deliberativo più elevato di quello previsto per l'adozione di deliberazioni da parte dell'assemblea ordinaria non pare comunque sufficiente a salvaguardare la posizione della minoranza, potendosi ben dubitare che l'eventuale veto espresso in tale sede rivesta peso decisivo ai fini dell'assunzione della decisione.

Le difficoltà di coordinamento con l'attuale assetto della disciplina sul mercato finanziario si legano altresì al ristretto ambito applicativo della norma, tanto sotto il profilo dei destinatari, quanto sotto quello delle fattispecie oggetto di regolazione.

Se *ratio* della previsione è quella di assicurare un bilanciamento ottimale tra l'interesse dell'emittente ad individuare la sede di negoziazione a sé più conveniente e quello degli investitori-azionisti a non vedersi privati della liquidità e delle condizioni di gestione dell'investimento offerte dal mercato prescelto con l'acquisto degli strumenti, risulta senz'altro più coerente la scelta, operata negli altri sistemi, di formulare una disciplina applicabile a *tutti* gli emittenti quotati sul mercato nazionale, a prescindere dalla loro nazionalità. E ciò proprio in ragione della natura degli interessi coinvolti dall'operazione e della necessità di garantire, da un lato, che l'ingresso su un mercato regolamentato italiano non precluda la successiva migrazione delle negoziazioni, in attuazione del principio di libera circolazione dei capitali all'interno dell'Unione, dall'altro, che l'investitore non resti privo di tutele per il solo fatto di aver acquistato azioni emesse da una società con sede all'estero.

A conferma delle osservazioni non appena enunciate, si noti che già prima dell'entrata in vigore del t.u.f., la Borsa Italiana s.p.a. aveva accolto la richiesta di esclusione dalle negoziazioni avanzata da un emittente tedesco, intenzionato a mantenere la quotazione sul solo mercato d'oltralpe, subordinandola all'adempimento di obblighi pubblicitari e al conferimento ad un intermediario autorizzato dell'incarico di curare per conto degli investitori la liquidazione delle azioni sul mercato tedesco a costi di transazione invariati<sup>(33)</sup>. Anche dopo l'introduzione del testo unico, le

---

<sup>(33)</sup> Comunicazione Consob n. DIS/98017790 dell'11 marzo 1998 (caso *Commerzbank*, provvedimento Borsa Italiana del 24 marzo 1998).

richieste di esclusione hanno riguardato in massima parte emittenti di diritto estero<sup>(34)</sup>, per i quali Borsa Italiana ha poi formulato una previsione *ad hoc* all'interno del regolamento<sup>(35)</sup>.

Infine, l'art. 133 - lo si è visto - non chiarisce quale sia la disciplina applicabile là dove il mercato di destinazione sia situato al di fuori dell'Unione Europea o, pur trovandosi al suo interno, sia privo della qualifica di mercato regolamentato ovvero non assicuri "tutele equivalenti". L'assenza di indicazioni in tal senso si scontra, ancora una volta, con quanto emerso dall'analisi dei sistemi esteri: ciascuna delle esperienze è infatti giunta a regolare compiutamente l'operazione, optando alternativamente per una segmentazione delle regole in funzione delle caratteristiche della *trading venue* di approdo, per la formulazione di una disciplina modello in materia di *delisting* su richiesta della società emittente applicabile ad ogni trasferimento che non abbia per destinazione un mercato regolamentato europeo o per l'"appiattimento" delle regole su un modello unico, applicabile ad ogni richiesta di esclusione, a prescindere dalle sue conseguenze.

Ad un estremo potrebbe ritenersi che il silenzio del legislatore italiano in materia debba interpretarsi nel senso di un divieto implicito di trasferire la quotazione su un mercato che non presenti le caratteristiche illustrate dall'art. 133 t.u.f. In sostanza, il ristretto ambito applicativo della norma lascerebbe intendere che, al di fuori di quell'ipotesi, la richiesta di esclusione avanzata dall'emittente non possa trovare accoglimento, in quanto priverebbe i portatori di azioni quotate della liquidità e delle tutele assicurate dal mercato regolamentato, causando loro un danno rilevante. Una lettura siffatta imporrebbe al gruppo di maggioranza di lanciare un'o.p.a. totalitaria ovvero di intraprendere operazioni di finanza straordinaria al fine di ottenere l'obiettivo del trasferimento<sup>(36)</sup>.

All'estremo opposto potrebbe, invece, ritenersi che l'art. 133 t.u.f. sveli la presenza di una lacuna, da colmare guardando al più ampio insieme delle norme che regolano le società con strumenti quotati su un mercato regolamentato e, in particolare, al disposto dell'art. 2437-*quinquies* c.c., che accorda il diritto di recesso ai soci "*che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione*". In quest'ottica, l'art. 133 si limiterebbe ad individuare le condizioni in presenza delle quali all'emittente è consentito abbandonare il mercato senza offrire ai titolari degli

---

<sup>(34)</sup> Cfr. i casi *Mannesmann* (provvedimento Borsa Italiana del 21 giugno 2000), *Eridania Beghin Say* (provvedimento Borsa Italiana del 19 marzo 1999).

<sup>(35)</sup> La modifica del Regolamento è stata approvata dalla Consob con delibera del 5 ottobre 2000, n. 12744. L'art. 2.5.6. del Regolamento è difatti rubricato "Esclusione su richiesta dalle negoziazioni di emittenti di diritto estero" e riproduce il contenuto dell'art. 133, t.u.f., salvo l'obbligo di deliberazione del trasferimento da parte dell'assemblea straordinaria. L'individuazione dell'organo competente è rimessa al diritto nazionale applicabile.

<sup>(36)</sup> V. *infra* cap. IV, par. 4.3.

strumenti oggetto di esclusione un *exit* nelle forme di un diritto di recesso, dovendosi ricondurre tutte le restanti richieste all'alveo dell'art. 2437-*quinquies* c.c.

La soluzione al quesito si intreccia, allora, inevitabilmente con la già richiamata questione della configurabilità di una delibera assembleare avente ad oggetto il *delisting* c.d. puro delle azioni. Là dove la risposta fosse negativa, verrebbe infatti meno la stessa accoglibilità di una richiesta di esclusione al di fuori dell'ipotesi di cui all'art. 133.

Si noti che il punto centrale del problema non è se l'emittente sia di per sé *legittimato* a domandare l'esclusione degli strumenti ovvero se, al di fuori dell'eventualità prevista all'art. 133, l'iniziativa spetti in via esclusiva al gestore. L'art. 66-*ter* è, infatti, neutro sotto tale profilo, mirando piuttosto ad individuare i presupposti in presenza dei quali il gestore è abilitato a sciogliere unilateralmente il contratto di quotazione per ragioni di tutela del mercato. In altri termini, l'assenza di un'espressa investitura dell'emittente accanto a quella del gestore e della Consob non induce certo a ritenere che ad esso sia preclusa *tout-court* la possibilità di domandare alla società di gestione la revoca degli strumenti in assenza di contestuale ammissione su di un diverso mercato regolamentato europeo.

*Piuttosto*, cuore della questione è capire *se e a quali condizioni* una richiesta siffatta possa essere accolta. Se, infatti, per la fattispecie della migrazione *ex art.* 133 i limiti risultano espressamente enunciati, non può dirsi altrettanto per tutte le richieste ad essa non direttamente riconducibili.

### **3. Liquidità dell'investimento e interesse alla de-quotazione: il bilanciamento alla luce degli artt. 108 e 111, t.u.f.**

L'apposizione di limiti, più o meno stringenti, all'abbandono del mercato di quotazione dipende - lo si è visto - dalla necessità di operare un bilanciamento tra contrapposte esigenze. L'esperienza dei sistemi esteri mostra, infatti, come la valutazione normativa muova dalla selezione degli interessi protetti per giungere poi ad individuare un punto di equilibrio tra gli stessi, in armonia con il complesso di valori e principi che regolano i rapporti tra maggioranza e minoranza nel contesto azionario<sup>(37)</sup>.

Un primo dato che si ricava dall'analisi della disciplina italiana, in linea con quanto emerso negli altri sistemi, è che qualora il flottante si sia rarefatto ed i titoli risultino concentrati per almeno il

---

<sup>(37)</sup> V ampiamente *infra* conclusioni, par. 4.

90 per cento nelle mani di un azionista (o più azionisti concertisti), la quotazione diviene elemento disponibile a fronte della corresponsione alla minoranza di un'equa compensazione.

Tale affermazione richiede alcune precisazioni ulteriori.

Per un verso, può ritenersi che, là dove risultino integrate le condizioni che abiliterebbero già il gestore ad assumere l'iniziativa di escludere gli strumenti, alla società emittente debba riconoscersi il potere di domandare ed ottenere la revoca. Attese le circostanze in virtù delle quali la richiesta interverrebbe, si tratterebbe più propriamente di un potere di *sollecitazione* esercitato dall'emittente, non solo nel proprio interesse, ma anche in quello pubblico: è infatti chiaro che la permanenza degli strumenti sul mercato costituirebbe fatto in contrasto con le esigenze sia della società, sia degli investitori, attuali e futuri. Ecco che allora, pur venendo meno il carattere propriamente "coercitivo" del provvedimento, il mero elemento della richiesta da parte della società non pare sufficiente a fondare la previsione di cautele ulteriori rispetto a quella contenuta all'art. 66-ter, comma 1, t.u.f., che fa divieto al gestore di escludere gli strumenti non più conformi alle regole del sistema, se ciò rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori o al buon funzionamento del mercato.

Per un altro verso, tale eventualità assume i connotati del «caso di scuola», proprio alla luce dei già menzionati artt. 108 e 111 t.u.f. Se si guarda, infatti, agli elementi enunciati nel regolamento di mercato quali indici di valutazione da parte del gestore ai fini della revoca della quotazione, risulta evidente che l'interesse dell'emittente a sollecitare l'emissione di siffatto provvedimento sorgerebbe in relazione a contesti di ridotta diffusione tra il pubblico degli strumenti o di illiquidità del mercato, ormai compromesso nella sua funzione di finanziamento<sup>(38)</sup>.

Ed è proprio a questi elementi che si legano gli istituti dell'obbligo e del diritto di acquisto. Ambedue riguardano situazioni accomunate dal presupposto della concentrazione nelle mani di uno o più azionisti (concertisti) di una partecipazione pari o superiore alle soglie individuate dal legislatore e corrispondenti al "90 per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato"<sup>(39)</sup>, ai sensi dell'art. 108, comma 2, t.u.f. e al "95 per cento del capitale rappresentato da titoli" secondo il tenore degli artt. 108, comma 1, e 111, comma 1, t.u.f. Pur avendo di mira il medesimo fenomeno, ossia la rarefazione del flottante, risulta diversa la prospettiva

---

<sup>(38)</sup> V. art. 2.5.1., comma 5, Regolamento di mercato.

<sup>(39)</sup> La soglia rilevante può essere innalzata dalla Consob per singole società ad alta capitalizzazione, per le quali la regolarità delle negoziazioni è assicurata anche là dove una percentuale di capitale inferiore al 10 per cento sia in mano agli investitori (v. art. 112 t.u.f.).

accolta dal legislatore nelle due situazioni enunciate. Conviene, allora, muovere dalla prima per poi chiarirne il rapporto con la seconda.

### 3.1. L'obbligo di acquisto

L'istituto regolato all'art. 108, comma 2, t.u.f., era presente nel diritto italiano già prima dell'attuazione della Direttiva o.p.a. e presenta chiari punti di contatto con l'o.p.r. di diritto francese.

Alla base della fattispecie - in linea con quanto si osservava nel contesto dell'o.p.a. residuale - si suole rintracciare una chiara considerazione normativa: il legislatore ha inteso assicurare protezione agli azionisti minimali dalla perdita di liquidità del titolo, riqualificando il loro interesse a disporre dei titoli alle condizioni offerte dall'esistenza di un mercato funzionante in un diritto alla liquidazione della partecipazione ad un valore amministrato<sup>(40)</sup>.

Che questa sia la *ratio* della norma risulta confermato da una pluralità di indici. In primo luogo, la soglia individuata ai fini del comma 2 è riferita ai soli titoli *ammessi alle negoziazioni* ed il suo superamento impone al titolare della partecipazione di acquistare i restanti titoli *ammessi alle negoziazioni* da chi gliene faccia richiesta.

A ciò si aggiunga che sono del tutto svalutate le *modalità* con cui tale partecipazione sia stata raggiunta: non è infatti necessario che si tratti di un "offerente" o che la soglia sia stata superata in ragione di acquisti onerosi. Il che segnala come la norma, a differenza dell'art. 106 t.u.f. non miri ad offrire alla minoranza un'opportunità di arricchimento, ma soltanto a garantirle un'«uscita di sicurezza» da un mercato non più idoneo ad assicurare "il regolare andamento delle negoziazioni".

Si noti, infine, che il sorgere dell'obbligo di acquisto è meramente *eventuale*. E ciò per due ragioni. Per un verso, perché il comma 2 dell'art. 108 t.u.f. si applica soltanto là dove non sussistano i requisiti del primo, ossia: se la partecipazione non sia almeno pari al 95 per cento del capitale ovvero, in caso affermativo, se tale soglia non sia stata raggiunta attraverso un'o.p.a. totalitaria. A quelle condizioni, scatterebbero già i presupposti del diritto di acquisto, qualora l'offerente abbia dichiarato nel documento d'offerta di volersene avvalere o, in caso contrario, del

---

<sup>(40)</sup> Il punto può ritenersi pacifico nel panorama dottrinale. Cfr. M. VENTORUZZO, *sub art. 108*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, vol. 1, p. 409 ss.; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di dir. comm.*, Vol. VIII, Torino, 2004, p. 163; L. MARCHEGIANI, *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in M. STELLA RICHTER JR. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, p. 223 ss.; F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., p. 220; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 8° ed., Torino, 2017, p. 411 ss.; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, 2° ed., Milano, 2018, p. 157 ss.

c.d. *sell-out*, ai sensi della Direttiva o.p.a. Per un altro, perché al socio di maggioranza è data la possibilità di sottrarsi all'obbligo di acquisto mediante ripristino di un flottante “*sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni*”. Il diritto dei soci minoritari di chiedere al socio di maggioranza di acquistare le loro azioni sorge infatti solo se, nei novanta giorni successivi al raggiungimento della soglia, quest'ultimo non ripristini un flottante idoneo a garantire il corretto funzionamento del mercato.

Dai tratti distintivi dell'istituto possono ben comprendersi le ragioni che spingono l'interprete ad avvicinarlo all'offerta residuale di diritto francese, esperienza alla quale il nostro ordinamento si è in parte ispirato con la formulazione della prima disciplina in materia, all'art. 10, comma 9, della l. 149/1992. Rispetto a quella soluzione, tuttavia, le scelte del legislatore italiano si sono da subito mosse nel senso di depotenziare il ruolo dell'*iniziativa* dei soci, pur non svilendone del tutto il peso.

La vicenda, se riguardata nella prospettiva del socio di maggioranza, è invero innescata da una *scelta*, ossia: quella di non ripristinare il flottante. La mancata iniziativa in tal senso fa sorgere a suo carico l'obbligo di acquistare i “*restanti titoli ammessi alle negoziazioni*” su richiesta dei soci e lo espone al rischio che la società di gestione deliberi, quale diretta conseguenza di ciò, la revoca della quotazione. D'altra parte, alla minoranza è rimessa la decisione circa l'opportunità o meno di pretendere dalla maggioranza l'acquisto dei titoli alle condizioni previste ai commi 3-5 dell'art. 108 ovvero di rivolgersi ancora al mercato per liquidare la partecipazione. Si tratta di una valutazione di convenienza, condizionata, tuttavia, dalla circostanza che la richiesta avanzata da altri azionisti minimali condurrebbe in ogni caso alla sparizione del mercato.

Alla luce dei rilievi che precedono può concludersi che, sebbene nel nostro ordinamento non si replichi lo schema adottato in Francia, ove la scelta in ordine all'effettuazione dell'offerta residuale è interamente rimessa all'iniziativa delle parti e la c.d. *demand de retrait* richiede una verifica da parte dell'AMF circa l'*effettiva* assenza di liquidità sul mercato<sup>(41)</sup>, è indubbio che, oltrepassata la soglia del 90 per cento, spetti alla maggioranza attivarsi per impedire il *delisting*, e che, in assenza, la tutela dei soci “residuali” consista nell'esercizio di un diritto potestativo di vendita della partecipazione a condizioni eque.

L'automatismo con cui la fattispecie opera nel sistema italiano esprime, come attenta dottrina ha segnalato, “*una limitata fiducia nella capacità del mercato di individuare le situazioni in cui, stante lo scarso flottante residuo, la quotazione non risulta più conveniente*”<sup>(42)</sup>, ma non segna uno scostamento rispetto

---

<sup>(41)</sup> V. *supra*, Cap. II, par. 3.

<sup>(42)</sup> Cit. M. VENTORUZZO, *sub art. 108*, cit., p. 408.

agli interessi oggetto di protezione nel sistema francese. In particolare, l'assetto dell'azionariato consolidatosi con il superamento della soglia ed il mancato ripristino del flottante sono sintomatici della volontà della maggioranza di liberarsi della quotazione e del venir meno per la minoranza della possibilità di avvalersi del mercato per liquidare la propria partecipazione ad un prezzo accettabile. Si tratta, in definitiva, di una situazione ove il mercato ha ormai perso la funzione di liquidità, imponendo la ricerca di un punto di equilibrio tra esigenze contrapposte, al fine di scongiurare il rischio che il *delisting* possa intervenire con un provvedimento coercitivo del gestore e in assenza di alcuna compensazione in favore di chi in quella società aveva investito quando quotata. Il peso economico del disinvestimento è così posto in capo al medesimo soggetto al quale si offre l'alternativa di evitare l'uscita dalle negoziazioni mediante riduzione in tempi rapidi della propria partecipazione.

La facoltà di alimentare nuovamente il mercato è invece di regola sgradita a chi abbia superato la soglia in virtù di una precedente o.p.a. totalitaria, per definizione volta al *delisting* delle azioni. Rispetto a tale eventualità, sono altresì suscettibili di entrare in gioco le fattispecie di *sell out* e *squeeze-out*, regolate, ai sensi della Direttiva o.p.a., dagli artt. 108, comma 1, t.u.f. e 111 t.u.f. Le vicende ivi previste presuppongono, com'è noto, che l'offerente abbia raggiunto una partecipazione almeno pari al 95 per cento del capitale rappresentato da titoli e che ciò sia avvenuto proprio in virtù delle adesioni raccolte con una precedente offerta totalitaria, volontaria o obbligatoria.

*Ratio* dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, t.u.f., è quella di tutelare gli azionisti minimi che non abbiano aderito all'offerta dal rischio di restare «intrappolati» in una società il cui capitale con diritto di voto è ormai concentrato nelle mani dell'offerente e di ridurre così *ex ante* la c.d. *pressure to tender*<sup>43</sup>. In assenza di una seconda opportunità di *exit*, gli azionisti destinatari dell'offerta, nel timore di restare successivamente prigionieri di una società chiusa con scarsa liquidità, subirebbero infatti un incentivo distorto all'adesione. Ad essi è pertanto assicurato un diritto potestativo di vendita della partecipazione ad un prezzo amministrato, il cui costo pesa sul medesimo soggetto offerente.

In una prospettiva di bilanciamento tra interessi, la fattispecie di *sell out* non appena considerata risulta “speculare” e “opposta” a quella contemplata all'art. 111, comma 1, che accorda

---

<sup>(43)</sup> V. ampiamente F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p. 216 ss. e ID., *Le modifiche al regolamento emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Nuove Leggi civ.*, 2012, p. 264. Ampiamente sul tema della *pressure to tender*, A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della pressure to tender*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 96 ss.

all'offerente un potere di riscatto delle partecipazioni "residuali", quando risultino integrati i medesimi presupposti. Si tratta del c.d. diritto di acquisto o *squeeze-out*, volto a garantire all'investitore (o ai più investitori concertisti) che abbia(n) ottenuto la quasi totalità del capitale della società *target* il diritto di acquistare «forzatamente» i titoli dei soci rimanenti ad un prezzo equo, a condizione che tale volontà sia stata resa pubblica *ex ante* nel documento d'offerta.

### 3.2. Il diritto di acquisto

È stato correttamente osservato che l'istituto dello *squeeze-out* svolge molteplici funzioni: comprime il rischio che il permanere di minoranze minime possa agevolare l'adozione di posizioni ostruzionistiche e di comportamenti abusivi, incentiva la proposizione di offerte totalitarie e, soprattutto, facilita le procedure di *delisting*<sup>(44)</sup>. Con riguardo a quest'ultimo profilo, giova rilevare che l'estromissione della minoranza, e con essa la revoca della quotazione per esaurimento del flottante, è così subordinata al previo: *i*) venir meno delle condizioni che presiedono alla sussistenza di un mercato liquido ed efficiente; e *ii*) acquisto della soglia rilevante a seguito di o.p.a. totalitaria.

Il primo presupposto riflette quello emerso in relazione alla fattispecie dell'obbligo di acquisto *ex art.* 108, comma 2: la liquidità del titolo si presume già compromessa, in ragione dell'avvenuta concentrazione delle partecipazioni nelle mani dell'offerente. La soglia risulta in questo caso più elevata del 90 per cento enunciato ai fini dell'obbligo di acquisto, pur riferendosi non più ai soli *titoli ammessi alle negoziazioni*, bensì al *capitale rappresentato da titoli*, anche non quotati. Si confermano così le riflessioni già sviluppate con riguardo agli altri sistemi: la frazione meramente "residuale" degli azionisti interessati dall'operazione ed il venir meno di un mercato liquido sul quale negoziare l'investimento legittimano, da un lato, la riduzione della posizione corporativa della minoranza alla percezione di un valore equo, dall'altro, la fuoriuscita dal mercato dell'emittente, atteso l'esaurimento del flottante<sup>(45)</sup>. Del resto, là dove l'offerente non fosse interessato ad esercitare il diritto di acquisto, scatterebbe l'obbligo di acquisto di cui al comma 1, sì da evitare che la compressione della liquidità possa impedire l'*exit* del socio a condizioni eque.

Si noti che, parimenti a quanto rilevato per il sistema francese, il nostro diritto societario non contempla alcuna previsione assimilabile alla delibera di *squeeze-out* di diritto tedesco, né consente

---

<sup>(44)</sup> V. le considerazioni di F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., p. 224 ss.

<sup>(45)</sup> Sottolinea che il *delisting* avverrebbe in questo caso per esaurimento e non per esclusione del flottante, M. NOTARI, *sub art. 131*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, cit., p. 1207 ss.

alla maggioranza, in occasione di operazioni di ristrutturazione d'impresa, di escludere la minoranza residua mediante corresponsione di denaro o strumenti finanziari diversi dalle azioni. La diretta applicazione dell'istituto è, infatti, limitata sia sotto il profilo oggettivo, poiché riguarda le sole società con azioni negoziate su un mercato regolamentato italiano, sia sotto quello soggettivo, in quanto il potere di appropriarsi della posizione giuridica della minoranza mediante corresponsione di un «indennizzo» può essere esercitato soltanto da chi, *a seguito* di o.p.a. totalitaria, abbia raggiunto la faticosa soglia<sup>(46)</sup>.

La prassi interpretativa dell'Autorità di vigilanza, in linea con le elaborazioni dottrinali in materia, si è tradizionalmente attestata nel senso di valorizzare la capacità selettiva della preventiva o.p.a. totalitaria, offrendo una lettura dell'istituto perfettamente aderente al dettato degli artt. 15 e 16 Direttiva o.p.a. Il che restringe l'ambito applicativo della previsione alle sole ipotesi ove il superamento della soglia sia *direttamente* dipeso dagli acquisti effettuati *nel periodo di validità dell'offerta* e assegna all'istituto un perimetro di rilevanza più circoscritto rispetto a quello illustrato con riguardo al sistema francese<sup>(47)</sup>. Alla luce di siffatto indirizzo, suscita senz'altro interesse il più recente orientamento Consob in materia, che attribuisce importanza *anche* ad acquisti compiuti al di fuori di qualsiasi offerta pubblica, a condizione che alla procedura, successivamente avviata ai sensi dell'art. 108, comma 2, sia pervenuta almeno un'adesione<sup>(48)</sup>. Guadagnano così rilievo non più (o non solo) il profilo delle *modalità* di concentrazione del capitale, ma quelli della frazione di titoli residuali, della conseguente illiquidità del mercato e della corresponsione alla minoranza di un prezzo definito *ex lege*.

Non volendo in questa sede affrontare il complesso interrogativo se sul piano dei rapporti endo-societari il nostro ordinamento riconosca una sorta di tutela assoluta al «diritto» alla conservazione della posizione di socio<sup>(49)</sup>, è sufficiente rimarcare che una tale innovativa proposta

---

<sup>(46)</sup> Sulla legittimità di una clausola statutaria che attribuisca al socio di maggioranza la facoltà di riscattare le azioni residue della minoranza, cfr. G. PRESTI, *Nota a Trib. Milano nota a Trib. Milano, d. 17 aprile 1982, come riformato da App. Milano, decr. 14 luglio 1982*, in *Giur. Comm.* 1983, II, p. 397 ss.; M. PASSARELLI, *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? Analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Riv. notarile*, 2013, 1, p. 82; V. SALAFIA, *Squeeze-out societario*, in *Società*, 2007, p. 1450 ss.; A. LUCIANO, M. LACCHINI, *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. Comm.*, 2011, I, p. 904 ss.

<sup>(47)</sup> Cfr. Comunicazione Consob n° 7112548 del 28 dicembre 2007; Comunicazione Consob n° 8081984 del 3 settembre 2008.

<sup>(48)</sup> Comunicazione Consob n° 183968 del 1° giugno 2018. V in proposito la notizia apparsa su *Riv. soc.*, 2018, p. 1578 ss.

<sup>(49)</sup> Sul punto v. già Cass., 13 febbraio 1978, n. 660, in *Giur. Comm.*, 1978, II, p. 665, con nota di G. GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio*

ermeneutica parrebbe confermare l'idea secondo cui è proprio l'interesse alla liquidità dell'investimento a fondare la partecipazione della minoranza residuale alla società e che sia il venir meno di quell'elemento *per effetto* della concentrazione dei titoli ad attribuire alla maggioranza il «potere» di escluderla coattivamente, in cambio di un congruo indennizzo.

L'intima connessione tra le fattispecie regolate dagli artt. 108 e 111 è ulteriormente attestata dai criteri di determinazione del corrispettivo, che risultano *identici* in virtù del rinvio che l'art. 111, comma 2 opera ai commi 3, 4 e 5 dell'art. 108. Si tratta, in particolare, di criteri di calcolo volti a definire il valore attuale della partecipazione e che, come autorevole dottrina ha evidenziato, sono funzionalmente omogenei a quelli adottati dal legislatore con riguardo all'istituto del recesso<sup>(50)</sup>.

### 3.3. Riflessioni di sintesi e collegamento con il problema del c.d. *delisting* puro

Il confronto tra gli istituti dell'obbligo e del diritto di acquisto induce a sviluppare alcune riflessioni conclusive, utili nella prospettiva di analisi qui accolta.

Le vicende considerate si realizzano attraverso operazioni tipicamente di mercato: i presupposti che legittimano l'uscita dalla quotazione non guardano alla partecipazione degli azionisti ad un procedimento deliberativo della società, ma si ricollegano a comportamenti tenuti dagli stessi *sul mercato*. In sostanza, è la scelta di aderire o meno ad un'o.p.a. o, più in generale, di cedere le proprie azioni ad un investitore offerente che segnala il loro consenso o dissenso rispetto all'operazione. Ed è significativo che ciò avvenga fino a quando risulti possibile mantenere un mercato normale e regolare degli strumenti: al venir meno di tale presupposto, è il legislatore a disciplinare i rapporti tra maggioranza e minoranza.

Il che induce a leggere nella previsione di una «soglia» la funzione di bilanciare tra contrapposte esigenze: da un lato quella dell'azionista di maggioranza di uscire dal mercato, dall'altro, quella degli azionisti «residuali» a negoziare la propria partecipazione su un mercato *funzionante*. Al raggiungimento o superamento della soglia si attribuisce alla maggioranza il «potere» di

---

*dello status socii e situazione patrimoniale*; G. B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 768.

<sup>(50)</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 74. La pretesa pecuniaria riconosciuta all'azionista «residuale» o escluso è infatti determinata dalla Consob, avendo riguardo al corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o al prezzo di mercato nel semestre anteriore all'annuncio dell'offerta ovvero all'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo di acquisto. Fanno eccezione a tali principi le ipotesi in cui l'offerta precedente è obbligatoria o, pur essendo volontaria, ha portato l'offerente ad acquistare titoli che rappresentino non meno del 90 per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta (art. 108, commi 3, 4, e 5, t.u.f.).

abbandonare la quotazione ed alla minoranza quello di pretendere la liquidazione della propria partecipazione, sul presupposto che il mercato ha ormai perso la propria attrattività per entrambe. Né è difficile comprendere per quale ragione i criteri di liquidazione siano dettati imperativamente dalla legge: la loro determinazione è sottratta alla maggioranza, proprio alla luce della posizione di «potere» ad essa riconducibile, e non può essere rimessa al mercato, attesa la sua inidoneità a formare prezzi significativi.

La diversità di soglie e di modalità di concentrazione del capitale prevista dagli artt. 108 e 111 t.u.f. giustifica poi la diversità di soluzioni adottate dal legislatore nelle due fattispecie: l'art. 108 attribuisce al socio di minoranza il «diritto» di pretendere l'acquisto delle proprie azioni da parte della maggioranza, mentre l'art. 111 pone in capo al socio di maggioranza il «potere» di appropriarsi di quelle azioni, anche contro la volontà della minoranza, in cambio della corresponsione di un congruo indennizzo. In tale seconda eventualità, pertanto, al socio di minoranza non è soltanto sottratta la scelta circa la permanenza o meno dei titoli sul mercato, ma anche quella relativa alla sua posizione di azionista<sup>(51)</sup>.

Sebbene la soglia fissata nel nostro ordinamento ai fini dello *squeeze-out* risulti tra le più elevate nel panorama europeo, la possibilità per la maggioranza azionaria di ottenere il *delisting* già in forza del disposto dell'art. 108, comma 2, a condizione naturalmente che sia pervenuta almeno una adesione, attenua il rischio di abusi da parte di minoranze intenzionate a bloccare l'operazione. In altre parole, le vicende che hanno condotto il legislatore francese a ridurre la soglia funzionale ad estromettere la minoranza, ed agevolare così il *delisting* degli emittenti, dipendevano altresì dalla sostanziale sovrapposizione in quel sistema tra i presupposti richiesti per un'o.p.r. e una r.o. Il che rendeva complesso non solo liberarsi degli azionisti minimali, ma anche uscire dal mercato.

Risulta poi esclusa nel nostro sistema la necessità che l'emittente formuli una vera e propria *richiesta* di revoca della quotazione alla società di gestione, al fine di liberarsi da un mercato non più funzionante. Se in Germania la previsione dettata dal § 39, Abs. 2, BörsG interessa

---

<sup>(51)</sup> In un'ottica endosocietaria tale previsione testimonia, forse meglio di ogni altra, che la partecipazione è tutelata non come insieme di diritti e poteri, ma quale *valore del patrimonio dell'azionista* (cfr. in questa prospettiva, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010, *passim*, che inquadra la partecipazione sociale nell'ambito delle operazioni di affidamento di valori alla gestione altrui; C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 75, ove si legge: "nucleo centrale della «proprietà azionaria», quello che necessariamente ne caratterizza la tutela, è lo specifico interesse alla conservazione del valore oggettivo dell'azione; esso rappresenta, se si vuol dire, l'oggetto della situazione di «appartenenza» che tale formula intende evidenziare. Al punto che, mentre gli altri interessi predicabili per l'azionista possono essere in diverso modo e forma sottoposti al «potere» della società, l'«appartenenza» di quel valore è a questo in ogni caso sottratta").

soprattutto società caratterizzate da un alto grado di concentrazione delle partecipazioni e da un mercato dei titoli ormai illiquido, in Italia tale eventualità è già racchiusa al di sotto del comma 2 dell'art. 108 t.u.f. previsione sconosciuta all'ordinamento d'oltralpe<sup>(52)</sup>.

Si conferma così la sensazione per cui la possibilità per l'emittente di deliberare un *delisting* risulterebbe oggi soprattutto funzionale ad integrare il disposto dell'art. 133 t.u.f. in tema di migrazione delle negoziazioni, parimenti a quanto segnalato per la disciplina inglese sulla *cancellation of listing*. Anche in quel contesto - lo si è visto - la previsione riguarda principalmente le transazioni a cui, pur facendo seguito la disapplicazione delle LRs, non si accompagna nè un mutamento dello *status* della società ai sensi del CA 2006, né un *exit* delle minoranze a prezzo amministrato. In sostanza: le operazioni di migrazione delle negoziazioni verso un altro mercato, anche privo della qualifica di regolamentato, ovvero di *delisting* da parte di emittenti di diritto estero.

Giunti a questo stadio dell'indagine, e alla luce dei rilievi fin qui svolti, è allora opportuno interrogarci sul se e a quali condizioni il nostro ordinamento consenta alla maggioranza azionaria di abbandonare la quotazione in presenza di un mercato dei titoli ancora funzionante o quando non risultino comunque integrati i presupposti sopra enunciati. L'interrogativo riguarda, in altri termini, la possibilità per i soci di maggioranza di provocare l'esclusione dalla quotazione secondo modalità diverse da quelle definite agli artt. 108 e 111 t.u.f. che, come visto, richiedono di acquisire il consenso al disinvestimento degli investitori e *solo successivamente*, quando il flottante è ormai rarefatto o esaurito, accordano l'uscita.

Il dubbio sorge anche alla luce del ristretto ambito applicativo dell'art. 133 t.u.f. il cui tenore letterale ha condotto parte della dottrina a riconoscere nella quotazione i caratteri della «strada a senso unico»: accessibile all'emittente in forza di una richiesta formulata a tale fine, ma sacrificabile solo a condizione che il mercato sia *già* illiquido o nell'attuazione di operazioni di ristrutturazione d'impresa, garantendo ai soci che non abbiano concorso all'adozione della relativa delibera il *diritto di recesso*<sup>(53)</sup>.

---

<sup>(52)</sup> Il Regolamento di Borsa Italiana precisa, infatti, all'art. 2.5.1., comma 6, che “Qualora sussista un obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo Unico della Finanza, i titoli oggetto degli acquisti ai sensi di legge sono revocati dalla quotazione e dalle negoziazioni a decorrere dal giorno di borsa aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo, salvo che il soggetto obbligato ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo Unico della Finanza abbia dichiarato che intende ripristinare il flottante”.

<sup>(53)</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *sub art. 133*, cit., p. 1207; G. MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, in M BESSONE (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, Torino, 2002, p. 200 ss.; M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 136 ss.; D. I. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., p. 140 ss; A. DENTAMARO,

#### 4. Il *delisting* nel diritto azionario. Il rapporto tra diritto di recesso, obbligo di acquisto e disciplina sull'esclusione dalle negoziazioni.

Per affrontare il compito descritto conviene prendere le mosse proprio da alcune delle indicazioni emerse nel corso dell'indagine di diritto comparato.

Un primo elemento utile che se ne ricava è infatti l'esigenza di guardare alla vicenda, non nella prospettiva del *pubblico* degli investitori e, dunque, di un'indistinta platea di soggetti interessati a negoziare i titoli sul mercato, bensì in quella, più circoscritta, delle parti *direttamente* interessate dal provvedimento di esclusione. In altri termini, l'apposizione di limiti o perfino divieti alla facoltà per l'emittente di liberarsi del mercato di quotazione non si giustifica in un'ottica di contrarietà dell'operazione ad un interesse superiore del mercato a che le società, mantenendo il loro *status* di quotate, contribuiscano ad implementare “*le transazioni finanziarie e dunque la ricchezza generale*”<sup>(54)</sup>. E ciò per almeno due ragioni. Da un lato, perché è, al contrario, proprio la *reversibilità* della quotazione a promuovere l'attrattività del mercato agli occhi delle società quotande, soprattutto in ragione dei crescenti vincoli giuridici e costi ad essa connessi. Dall'altro, perché ricorrere a tale argomentazione significherebbe valorizzare un concetto di tutela del tutto vago, e per certi versi anche utopistico, e comprimere in misura massima l'autonomia negoziale dei soggetti direttamente coinvolti dalla decisione, ossia: gli azionisti della società.

Si noti, peraltro, che là dove si adducessero ragioni di tale natura non potrebbe non derivarsene un'estensione del divieto a *tutti* gli emittenti, anche esteri, quotati su un mercato regolamentato nazionale. Né potrebbero ignorarsi le conseguenze interpretative sulla disciplina in materia di migrazione delle negoziazioni, da leggersi nel senso di vietare il trasferimento verso mercati ove non sia assicurato quel medesimo grado «assoluto» di tutela, sì da scongiurare il rischio di

---

*Quotazione e diritto dell'azionista al disinvestimento*, Napoli, 2005, p. 245 ss.; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società: le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, p. 174. V. altresì le considerazioni di M. NOTARI, *sub art. 131*, cit., p. 1101 ss. che, prima della riforma del diritto societario, rilevava: “il *favor* di cui godono le fusioni e le scissioni, quali operazioni di integrazione e ristrutturazione aziendale, giustifica la deroga al principio di ‘andata senza ritorno’, poiché non si è ritenuto opportuno subordinare la possibilità di effettuare una fusione alla condizione del mantenimento a tutti i costi della quotazione”. Cfr. tuttavia le riflessioni sviluppate a seguito dell'introduzione nel nostro sistema della previsione di cui all'art. 2437-*quinquies* c.c. in M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-QUINQUIES C.C.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 542 ss.

<sup>(54)</sup> Così M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 145, che rileva “potrebbe ravvisarsi in questo interesse superiore del mercato un ulteriore ostacolo all'uscita della società dal mercato ancorché l'*exit* sia deliberata all'unanimità”.

manovre elusive del divieto<sup>(55)</sup>. Il che condurrebbe ad escludere dalla portata applicativa dell'art. 133 t.u.f. tutti i principali mercati regolamentati europei.

Quanto appena osservato si accompagna all'ulteriore considerazione per cui non possono neppure essere interessi di natura «protezionistica» del gestore ad impedire o ostacolare il *delisting* delle società emittenti. Si tratta di un profilo già emerso in relazione alla disciplina sul trasferimento delle negoziazioni e che mantiene anche in questa sede tutta la sua valenza sul piano interpretativo<sup>(56)</sup>.

Sicché, in coerenza con le premesse, il nucleo essenziale della questione deve individuarsi, dall'angolo visuale «esterno» all'organizzazione sociale, proprio del diritto dei mercati finanziari classico, nel significato da attribuirsi al precetto della tutela degli investitori, là dove la richiesta di de-quotazione provenga dalla stessa società emittente; dall'angolo di visuale «interno» del diritto azionario, nel rilievo dell'operazione per l'organizzazione societaria e, sulla base di tali premesse, nell'esistenza di eventuali limiti alla facoltà per la maggioranza di percorrere la strada «di ritorno».

Il fatto che l'esclusione degli strumenti finanziari non debba in ogni caso provocare un danno rilevante agli interessi degli investitori si ricava, in linea generale, dall'art. 66-ter, comma 1, t.u.f., e trova negli artt. 108 e 133 t.u.f. un riferimento direttamente connesso all'eventualità del *delisting* c.d. volontario. In entrambi i casi, la previsione di cautele si lega alla volontà di salvaguardare la liquidità degli strumenti e, con essa, l'interesse degli investitori a negoziare la partecipazione su un mercato regolarmente funzionante. La tutela si indirizza pertanto non ad un pubblico indistinto di potenziali futuri acquirenti dei titoli, ma a chi quei titoli li ha *già* acquistati nell'intenzione di disporre in futuro alle condizioni offerte dalla *trading venue* prescelta.

Il punto emerge con chiarezza tanto dalla disciplina sulla migrazione delle negoziazioni, che, oltre a richiedere il voto degli azionisti in sede di assemblea straordinaria, vincola l'emittente ad attendere un congruo lasso temporale prima di ottenere l'esclusione degli strumenti, quanto dalle norme sull'obbligo di acquisto le quali, a fronte di un rastrellamento di azioni da parte del socio di maggioranza e della rarefazione del flottante, garantiscono alla minoranza “residuale” un *exit* a prezzo amministrato. Il sintagma «interessi degli investitori» assume così nella nostra indagine il significato ben preciso di «interesse a negoziare la partecipazione sul mercato prescelto con

---

<sup>(55)</sup> Si tratterebbe di un esito interpretativo analogo a quello previsto al § 39, Abs. 2, BörsG, che subordina la libertà dell'emittente di trasferire le negoziazioni su un diverso mercato regolamentato europeo alla circostanza che la disciplina in materia di *delisting* applicabile all'esito dell'operazione assicuri un grado di tutela degli investitori perlomeno equivalente a quello garantito sul mercato tedesco.

<sup>(56)</sup> V. *supra* cap. IV, par. 2.1.

l'acquisto delle azioni e a non subire un'alterazione del valore degli strumenti per effetto di una riorganizzazione dell'investimento da parte della maggioranza».

Che tale interesse non resti “affare” del mercato, ma si presti ad essere inquadrato anche in un'ottica endosocietaria è suggerito già dalla collocazione della disciplina nel t.u.f. In altre parole, l'idoneità della vicenda ad essere riguardata quale momento di tensione tra forze contrapposte all'interno della società emerge già dalla classificazione della richiesta di esclusione tra i “diritti dei soci”, oltre che dalla previsione all'art. 2437-*quinquies* c.c. di un *diritto di recesso* da perdita della quotazione. Le scelte del sistema italiano, se osservate in chiave comparatistica, risultano invero paradigmatiche sotto i profili delle reciproche interferenze tra *Verbandsrecht* e *Kapitalmarktrecht* e dell’*“impossibilità di isolare la tutela propria del diritto azionario «classico» rispetto alla complementare tutela dell'azionista-investitore”*<sup>57</sup>. Il dato risulta di immediata percezione, là dove si consideri che la disciplina sul *delisting* si incentra, fin dai suoi albori, proprio sul confronto diretto tra gli istituti dell'o.p.a. residuale e del diritto di recesso.

#### *4.1. Delisting e diritto di recesso nel sistema italiano: genesi della norma e confronto con i sistemi francese e tedesco*

Si è detto dell'influenza che la disciplina francese in materia di offerta residuale ha esercitato sul nostro sistema e delle forti assonanze che l'istituto dell'obbligo di acquisto presenta ancora oggi con quelle previsioni. Tuttavia, se nel sistema francese il suo sviluppo riflette l'assenza nel diritto azionario di norme tese ad attribuire un potere di negoziazione alla minoranza nelle forme di un *droit de retrait*, nel nostro ordinamento l'equivalenza funzionale tra l'offerta residuale e il diritto di recesso affiora sin dall'introduzione nel 1992 delle prime disposizioni in materia di *delisting*.

Il rapporto tra le fattispecie emerge con chiarezza già da un primo confronto tra le due esperienze. In Francia, l'o.p.r. nasce e si consolida proprio al fine di bilanciare tra l'interesse alla liquidità del titolo dell'azionista “residuale” e quello della maggioranza a mutare i propri assetti o perfino abbandonare il mercato di quotazione, là dove ciò risulti funzionale al perseguimento dell'interesse sociale. Quanto al primo, esso non rileva unicamente quale interesse a negoziare la partecipazione su un mercato, bensì a beneficiare di un mercato liquido ed efficiente e a non subire un'alterazione del valore degli strumenti acquistati per effetto di una riorganizzazione dell'investimento provocata dalla maggioranza. Con riguardo al secondo, l'o.p.r. assicura, per un verso, una via d'uscita dalla quotazione a quella parte dell'azionariato che abbia concentrato nelle

---

<sup>(57)</sup> Cit. V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra «danno diretto» e «danno riflesso»*, Pisa, 2012, p. 9.

proprie mani una frazione qualificata del capitale sociale o dei diritti di voto, per un altro, la libertà alla maggioranza di apportare modifiche statutarie, anche quando ciò sia idoneo a ripercuotersi in termini peggiorativi sul mercato delle partecipazioni.

L'ingresso dell'o.p.a. residuale nel nostro ordinamento, avvenuto con l'art. 10, comma 9, della l. 149/1992, si misura invece, fin da subito, con la coesistenza di un canale di disinvestimento di natura endo-societaria: il recesso. Basti in proposito considerare che, accanto all'obbligo di lanciare un'o.p.a. volta alla "totalità dei titoli" a carico di "chi, direttamente o indirettamente, [avesse] acquistato [...] il controllo di una società quotata nei mercati regolamentati" quando il flottante fosse inferiore al 10 per cento o al minor limite stabilito dalla Consob, il legislatore italiano, all'art. 13 della medesima legge, accordava il *diritto di recesso* ai soci di società con azioni quotate in Borsa che fossero dissenzienti "*dalla deliberazione riguardante la fusione mediante costituzione di una società nuova ovvero incorporazione in una società le cui azioni non [fossero] quotate in borsa*". La scelta operata andava così nel senso di riconoscere da subito una valenza potrebbe dirsi organizzativa all'operazione di *delisting*, pur circoscrivendo il perimetro applicativo della norma alla sola eventualità della fusione che comportasse l'assegnazione ai soci di titoli non quotati in luogo di quelli quotati.

Nel volgere di un breve lasso temporale entrambi gli istituti si sono evoluti secondo linee direttrici ben note. Per un verso, l'o.p.a. residuale è stata dapprima trasposta all'art. 108 t.u.f. per giungere poi, con il recepimento della Direttiva o.p.a., alla biforcazione nelle forme di obbligo di acquisto già illustrate. Per un altro, l'art. 13 è stato rapidamente rimpiazzato dall'art. 131 t.u.f. (ai sensi del quale: "*gli azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o scissione che comportino l'assegnazione di azioni non quotate hanno diritto di recedere ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile*"), a sua volta abrogato dal d. lgs. 37/2004 e sostituito dall'art. 2437-*quinquies* c.c. Il tratto più significativo di quest'ultima previsione è senz'altro quello di aver ampliato (perlomeno testualmente) le cause di recesso al di là delle sole delibere di fusione e scissione, per ricomprendere tutte quelle che *comportino* l'esclusione dalle negoziazioni in mercati regolamentati<sup>(58)</sup>.

L'evoluzione che ha interessato il rapporto tra *delisting* e diritto di recesso nel nostro sistema ha seguito una traiettoria speculare e opposta a quella che ha interessato l'ordinamento tedesco.

In quel caso, infatti, l'originaria scelta del legislatore di confinare il "problema" del *delisting* all'alveo del diritto dei mercati finanziari spingeva la giurisprudenza e la dottrina a polarizzare la riflessione intorno alla rilevanza in chiave endo-societaria delle modifiche indotte dall'operazione. E ciò al fine di innalzare il livello di protezione accordato agli investitori, riconoscendo loro *in via*

---

<sup>(58)</sup> Sottolinea il punto, M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione*, cit., p. 533.

*interpretativa* un diritto di recesso non scritto<sup>(59)</sup>. La ricerca di un fondamento “societario” all’abbandono della quotazione si muoveva così lungo due direttrici alternative: una (più risalente) che assimilava tale fattispecie ad una vera e propria modifica strutturale della società o della singola partecipazione; l’altra volta, invece, a valorizzare l’elemento della negoziabilità del titolo azionario, non solo nella sua dimensione astratta, ma anche concreta, e ad attribuire così all’*Abfindung* una funzione in parte nuova, slegata dal significato tradizionalmente associato al sintagma «*Grundlagen- und Strukturänderung*», poiché tesa a proteggere il socio “*als Anleger*”. La successiva introduzione al § 29, Abs. 1, UmwG di un diritto di recesso per esclusione dalla quotazione rappresenta il chiaro precipitato di tale evoluzione.

Nel nostro sistema è, al contrario, proprio l’introduzione con la prima legge sull’o.p.a. di una norma in tema di recesso per esclusione dalla quotazione a stimolare un dibattito dottrinale in merito alla sua collocazione nel sistema del disinvestimento di diritto societario e agli interessi così tutelati. In altri termini, è la scelta del legislatore di riscoprire una causa di recesso già prevista dall’abrogato codice di commercio a sollevare l’interrogativo sulle ragioni a fondamento di siffatta opzione, specie alla luce della diffusa percezione del recesso quale istituto ormai «arcaico»<sup>(60)</sup> e della sua circoscritta applicazione<sup>(61)</sup>.

E non è forse un caso che anche in Italia l’esclusione sia stata dapprima inquadrata alla stregua di una trasformazione ovvero di un’operazione contraria alla fiducia riposta dal socio nell’appartenenza al modello organizzativo della società quotata, per poi acquistare gradualmente i tratti di una vicenda idonea a compromettere l’interesse del socio *in quanto investitore* a mantenere i benefici derivanti dalla negoziazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato. Il passaggio si lega a stretto filo con la «rivoluzione copernicana»<sup>(62)</sup> della disciplina sul recesso

---

<sup>(59)</sup> V. *supra* cap. I, par. 4

<sup>(60)</sup> Emblematiche in questo senso risultano le considerazioni di F. FENGHI, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sul capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974, p. 97, ove si legge: “[la] continua erosione del diritto di recesso e il suo mancato riconoscimento nella maggioranza degli ordinamenti vigenti inducono a pensare, anzitutto, che sia destinato a scomparire”. Considerazioni analoghe sono state formulate anche da S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell’azionista e interesse dell’organizzazione*, Milano, 1993, p. 82.

<sup>(61)</sup> L’art. 2437, c.c., nella formulazione allora vigente prevedeva quale uniche cause di recesso le vicende relative alla modificazione dell’oggetto sociale, trasformazione della società e trasferimento della sede sociale all’estero.

<sup>(62)</sup> L’espressione in C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, cit., p. 33.

operata dalla riforma del diritto delle società di capitali ed il radicale mutamento di paradigma consacrato dal nuovo testo legislativo<sup>(63)</sup>.

Se tali innovazioni hanno senza dubbio contribuito a fare chiarezza sotto il profilo degli interessi tutelati dalla fattispecie di recesso *ex art. 2437-quinquies* c.c., non hanno invece pienamente risolto le divergenze interpretative sull'ammissibilità di una delibera avente ad oggetto il *delisting* puro e semplice delle azioni.

#### 4.2. *La natura degli interessi tutelati*

Il quesito circa la natura degli interessi tutelati dal recesso nell'ipotesi di perdita della quotazione contrapponeva, fin dall'introduzione della fattispecie all'art. 13 della prima legge sull'o.p.a., due letture: la prima, volta a valorizzare, pur con diversi accenti, il rilievo organizzativo della decisione; la seconda, tesa invece ad inquadrare la vicenda nella prospettiva del singolo socio-investitore. È indubbio che il rinnovato quadro normativo in materia di recesso incoraggi una ricostruzione dell'opzione di *sell-out* aderente alla seconda impostazione.

A dire il vero, la prima impostazione incorreva, già nella vigenza della «vecchia» disciplina sul recesso, nelle critiche della dottrina maggioritaria ed è stata, più di recente, definita “*piuttosto accademica e forse ormai un po' anacronistica*”<sup>(64)</sup>. Si tratta dell'assimilazione della de-quotazione ad un'operazione di trasformazione, sul presupposto che l'ingresso sul mercato regolamentato sia idoneo ad incidere sulla struttura dell'ente, al punto da innescare un mutamento di tipo: da s.p.a.

---

<sup>63</sup> V. in questa prospettiva la sottolineatura del fatto che “della «vecchia» disciplina del recesso resta ben poco” di F. ANNUNZIATA, *Commento all'art. 2473, c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, *Società a responsabilità limitata*, diretto da L. A. BIANCHI, Milano, 2008, p. 456. Sulla «vecchia» disciplina del recesso si rinvia al contributo di M. ROSSI, *Il diritto di recesso dalla società per azioni prima della riforma del diritto societario (art. 2437, cod. civ.)*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 549 ss., ove ampi riferimenti bibliografici. La scarsissima applicazione del diritto di recesso fino al 2003 si può ben comprendere guardando alle poche riflessioni che ad esso dedicano anche gli studi più elaborati sulla tutela delle minoranze: si veda, in questo senso, il saggio di A. CERRAI, A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in P. ABBADESSA, A. ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni. Problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, p. 392 ss. Rilevava, del resto, “il forte disinteresse della dottrina per il tema e [la] assai scarsa produzione letteraria”, D. GALLETI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 3. Al contrario, i contributi pubblicati in materia dopo il 2003 sono numerosissimi (per un ampio inventario, v. V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio*, cit., p. 68, nota 2 e nota 3 per la giurisprudenza).

<sup>(64)</sup> Così U. MORERA, M. SCIUTO, *Revoca della quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *RDS*, 2007, 3, p. 119 ss.

non quotata a s.p.a. quotata<sup>(65)</sup>. Non è un caso che la tesi, avanzata per la prima volta all'indomani della c.d. mini-riforma del 1974<sup>(66)</sup>, sia stata riproposta anche a seguito dell'introduzione del t.u.f. e della riforma organica del diritto delle società di capitali, alla luce della sempre maggior ampiezza della disciplina speciale rispetto a quella comune<sup>(67)</sup>.

Al di là delle difficoltà poste dall'*incostanza semantica del vocabolo «tipo»*<sup>(68)</sup>, il limite maggiore ad una siffatta impostazione si rinviene nella sua scarsa coerenza: nessuna previsione del medesimo

---

<sup>(65)</sup> Cfr. G. FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 209 ss.; G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 1993, Tomo VI, p. 139; G. OPPO, *Sulla «tipicità» della società quotate*, cit., p. 490 ss.; D. GALLETI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 87 ss. e 350 ss.; L. PISANI, *sub art. 131*, in G. CAMPOBASSO (diretto da), *Il Testo Unico della Finanza*, Torino, 2002, Vol. II, p. 1080, che assume una posizione più sfumata, secondo cui: “la nuova ipotesi di recesso [...] rappresenta il più evidente sintomo della tendenza a dotare le società con azioni quotate di uno statuto differenziato rispetto alla comune disciplina azionaria [...] Altro è però rilevare una tendenza del sistema, altro è ricondurre senz'altro l'ipotesi di recesso [...] al mutamento del tipo, assimilando così la nuova fattispecie a quella già regolata dall'art. 2437, c.c.”.

<sup>(66)</sup> G. FERRI, *La filosofia della miniriforma*, cit., p. 209 ss. Fino alla c.d. mini-riforma del 1974, il sistema risultante dalla legge 20 marzo 1913 n. 272 e dagli innesti successivi lasciava del tutto irrisolte le questioni di maggior spessore legate all'investimento di capitali in titoli azionari quotati, riflettendo così la permanenza di una inesatta concezione sulla Borsa. Quest'ultima costituiva, tradizionalmente, un “centro di riunione per agevolare la conclusione degli affari”, la cui funzione principale era quella di “accertare il corso delle merci, dei valori e dei cambi che formano oggetto più frequente di operazioni” (C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Vol. I, 3° ed. riveduta e ampliata, Milano, 1906, p. 373). Pur essendo aperta al pubblico, essa consentiva di fatto l'incontro di banchieri, mediatori e altri soggetti esperti negli affari, rispetto ai quali non erano avvertite esigenze di protezione speciale. È solo con il processo di crescente industrializzazione del paese e con il sempre più largo ricorso delle imprese ai mercati dei capitali che emerge la necessità di una normativa atta ad assicurare tutela ai piccoli risparmiatori [cfr. l'analisi storica di P. MARCETTI, *La regolamentazione delle società quotate*, in CONSOB (a cura di), *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, disponibile all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 43 ss.). Coerentemente con quell'impostazione, l'ammissione in Borsa concerneva soltanto il titolo azionario e non la società: quest'ultima, a seguito della quotazione ufficiale, non acquisiva alcun particolare status, né risultava destinataria di una speciale disciplina.

<sup>(67)</sup> P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. IV, Tomo II, Padova, 2004, p. 59 ss., secondo cui: “negare la configurabilità della società quotata come tipo significa in definitiva negare l'organica e pervasiva differenziazione di statuto”. V. tuttavia la più recente qualificazione della società quotata quale *sub*-modello, come conseguenza della tesi secondo cui il principio di tipicità in senso tradizionale deve ormai ritenersi “fortemente appannato” (ID., *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in P. MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 61 ss.).

<sup>(68)</sup> L'espressione è tratta da M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 69, nota 141. V. nella stessa direzione le considerazioni di M. SCIUTO, *La «mancanza dell'atto costitutivo» di società per azioni*, Padova, 2000, p. 175 ss. È chiaro che, là dove si accolga una nozione di «tipo» aderente a quella elaborata da P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, deve concludersi che la mera disapplicazione di un corpo normativo

tenore è, infatti, contemplata nell'ipotesi di nuova quotazione<sup>(69)</sup>. Il che, allora, rafforza l'idea secondo cui la tesi trovava in passato il proprio fondamento, sostanziale e non teorico, nella volontà *i)* di ampliare la tutela accordata dal recesso al di là delle sole delibere di fusione e scissione - le uniche espressamente contemplate all'art. 131 t.u.f. - per ricomprendervi *tutte* quelle che comportassero il venir meno della quotazione e *ii)* di ricondurre la fattispecie al sistema di disinvestimento endo-societario, al tempo articolato in tre sole cause di recesso (la trasformazione della società, la modificazione dell'oggetto sociale ed il trasferimento della sede sociale all'estero)<sup>(70)</sup>.

Le difficoltà riflettono - lo si è visto - il dibattito sorto nel contesto tedesco in relazione alla possibilità di inquadrare il *delisting* tra quei mutamenti organizzativi di rilievo tale da giustificare la previsione di un diritto del socio dissenziente a dismettere la partecipazione e percepirne il valore effettivo. Ed è significativo che in entrambi i sistemi i tentativi di associare il carattere «fondamentale» della decisione alle sue conseguenze sulla struttura dell'ente o perfino sulla sfera della proprietà azionaria si siano scontrati con un argomento difficilmente superabile, ossia: la dequotazione non implica *di per sé* alcuna modifica statutaria, andando, piuttosto, ad incidere su di un elemento formalmente *esterno* all'organizzazione, dato dall'esistenza di un mercato di scambio regolamentato dei titoli azionari<sup>(71)</sup>.

---

non incide in alcun modo sul programma negoziale predisposto dai soci e, di conseguenza, sulla sua conformità o meno al “modello di fattispecie contrattuale” delineato dal legislatore.

<sup>(69)</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria*, cit., p. 153, che rileva “Sotto un primo profilo, si potrebbe ritenere che la fusione in una società che non abbia azioni quotate rappresenti una «trasformazione» del tipo di società [...] In tal caso, però, la norma sarebbe scarsamente coerente, in quanto non prevede alcun diritto di recesso nel caso inverso”.

<sup>(70)</sup> La *ratio* di tali ipotesi era, infatti, comunemente ravvisata nell'esigenza di tutelare la minoranza dissenziente rispetto a modifiche statutarie di carattere fondamentale per l'organizzazione societaria, per le quali non fosse richiesta l'unanimità dei consensi [cfr. in questo senso, F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1995, p. 597, ove si legge che il socio “non può frustrare la volontà della maggioranza, ma può esigere il proprio disinteressamento”; P. MARCHETTI, *La costituzione, i conferimenti e le modifiche dell'atto costitutivo*, in A. DANOVÌ (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 8 ss., che associa il progressivo affermarsi del recesso al venir meno del diritto di veto quale strumento di autotutela; uno spunto in questo senso].

<sup>(71)</sup> Può essere interessante segnalare, in chiave essenzialmente storica, che prima dell'intervento della c.d. mini-riforma del 1974 vi era chi osservava che alla quotazione ufficiale dovessero ricondursi, sotto il profilo giuridico, modificazioni sostanziali nella disciplina relativa alla legge di circolazione delle azioni, tali da far loro acquisire “un ‘quid’ in più, una qualità precedentemente non riconosciuta, un modo di essere nuovo”. Si riteneva che la quotazione, pur non incidendo sulla struttura delle azioni, conferisse loro l'ulteriore caratteristica di “*titoli valore*, come tali particolarmente idonei al rapido e pronto investimento dei capitali disponibili derivanti dal risparmio e ad una rapida e pronta mobilitazione secondo le circostanze

---

e i bisogni dei loro titolari” (così S. SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, I, 1958, p. 54). A suffragio di tali osservazioni, si rilevava che la diversa funzionalità giuridica delle azioni quotate, destinate a rendere possibile la partecipazione del pubblico alla società, spiegava perché, sia con riferimento all'emittente, sia con riferimento all'acquirente di quelle azioni, trovassero applicazione alcune norme speciali dettate in materia di valutazione dei titoli quotati in bilancio, liquidazione della quota al socio receduto da una società con azioni quotate, contratti di borsa, negoziazioni e liquidazione coattiva e consensuale di borsa. La tesi, rimasta poi isolata nel panorama dottrinale, merita di essere richiamata, in quanto l'unico Autore ad essersi specificamente occupato della nostra materia in questa prima fase fondava le proprie riflessioni proprio su questa premessa. Si tratta, in particolare, dei contributi del SOTGIA: i primi ad affrontare *de iure condito* ed in via più estesa il tema del ritiro delle azioni di società dalla quotazione [cfr. cfr. S. SOTGIA, *Il ritiro delle azioni*, cit., p. 44 ss. (il saggio è stato poi unito a ID., *L'ammissione delle azioni di società alla quotazione nella Borsa valori*, in *La Borsa valori*, 1957, p. 205 ss. e 1958, fasc. I nel volume *Quotabilità presso la borsa valori delle azioni di società. Ammissione e ritiro*, cit.). Le opinioni espresse dall'Autore in questi scritti si trovano altresì riassunte in ID., *Borsa Valori. Disciplina Giuridica. (Lezioni al corso di Aggiornamento sulla Borsa Valori)*, Milano, 1961, p. 95 ss. e, con parziali rettifiche, in ID., *Le azioni quotate in borsa*, in *Studi in memoria di Tullio Ascarelli*, vol. IV, Milano, 1969, p. 2221 ss.]. Secondo l'Autore, la circostanza che fosse il provvedimento di ammissione ad attribuire alle azioni una particolare “funzionalità strumentale” portava infatti con sé due conseguenze di rilievo: la prima era quella di riconoscere agli azionisti un interesse legittimo a mantenere nel tempo le facoltà derivanti dalla quotazione, facoltà esistenti solo in potenza prima di quel momento; la seconda, strettamente legata alla prima, era quella di escludere che la caducazione di quegli effetti potesse avvenire al di fuori dei casi di variazione della situazione che aveva fondato l'ingresso sul mercato ovvero di deliberazione *unanime* dei soci (v. S. SOTGIA, *Il ritiro*, cit., p. 69). La tesi secondo cui la qualità di “titolo valore” rappresenterebbe un *quid* proprio delle azioni quotate veniva da subito giudicata in letteratura come “eccessiva” (così A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 5 ed., 1962, p. 180, nota 4, secondo cui “Riconosciuta così l'indubbia rilevanza economica e giuridica della ammissione alla quotazione di borsa, sembra eccessivo affermare, come fa il SOTGIA, che, con l'ammissione alla quotazione, le azioni «vengono ad acquistare un *quid* in più, una qualità precedentemente non riconosciuta, un modo di essere nuovo»). Del resto, si era ormai fatta strada anche nella letteratura italiana l'idea delle azioni come “titoli valore”, ossia titoli la cui qualità di “beni di secondo grado” imponeva di attribuire al termine “valore” un preciso significato giuridico (v. T. ASCARELLI, *In tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, p. 180 ss.). Da ciò si deduceva che le azioni quotate si distinguevano dalle non quotate solo in quanto queste ultime “sebbene giuridicamente circolabili, [mancavano] di fatto della possibilità di circolazione” (T. ASCARELLI, *Principi e problemi delle società anonime*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, p. 325). Si vedano anche le considerazioni di F. SANTONASTASO, *Limiti statutarî al trasferimento delle azioni ed ammissione dei titoli in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1972, I, p. 104 ss., il quale sottolineava come la differenza tra azioni quotate e non quotate sia da ravvisare nella diversa regolamentazione *esterna* al titolo, la quale si giustifica alla luce del maggior rilievo che il profilo della circolazione presenta per le prime. La questione - lo si è detto - presenta oggi un valore essenzialmente storico: l'affermarsi della società per azioni ha condotto alla “ricerca [...] di un punto di equilibrio tra le esigenze di lungo termine dell'impresa e quelle di breve termine del socio-investitore” (C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, 2° ed., Padova, 2006, p. 87). Ed è in quest'ottica che si colloca l'importanza del principio di libera trasferibilità delle azioni e della possibilità di monetizzare la quota di partecipazione sottoscritta. V. per tutti, M. NOTARI, *Le società azionarie – Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, 5° ed., Milano, 2012, p. 153 ss., ove l'Autore, in

Se nel sistema tedesco le difficoltà di inquadramento emergono ancora oggi, soprattutto sul versante della liquidazione della quota del socio recedente e del tradizionale legame tra proprietà azionaria e pieno indennizzo<sup>72</sup>, in quello italiano, l'abbandono di una chiave di lettura del fenomeno di stampo puramente organizzativo appare quasi obbligato alla luce del “*capovolgimento di prospettiva*” a cui è andato incontro “*l'assetto di interessi sottostanti alla disciplina societaria*”<sup>(73)</sup>. In particolare, “*mentre all'origine si discuteva, in un'ottica tipicamente associativa, del mantenimento della qualità di socio in termini di diritto, allora, a non disinvestire [...] è andato poi affermandosi un diverso punto di vista, tendente a configurare all'opposto un vero e proprio diritto a disinvestire*”<sup>(74)</sup>. L'esercizio dell'opzione di *sell-out* altro non sarebbe se non la riappropriazione da parte del socio recedente di una ricchezza pari al prezzo che egli ritrarrebbe dalla cessione a terzi della partecipazione, a fronte dell'adozione da parte della maggioranza di una decisione idonea a mutare i caratteri fondamentali della sua operazione di investimento. A venire in rilievo è, pertanto, la rappresentazione della partecipazione a una società di capitali quale fenomeno di investimento<sup>(75)</sup> ed il conseguente e

---

relazione al principio in commento, rileva: “si tratta di una regola evidentemente rivolta a favorire l'investimento azionario, in quanto la possibilità di vendere le proprie azioni liberamente, a chiunque e in qualunque momento, facilita lo smobilizzo dell'investimento, rende possibile la formazione di un mercato per il loro acquisto e pertanto contribuisce ad incrementare il flusso di capitali di rischio alle società per azioni”. Né il carattere dispositivo del principio ed i conseguenti spazi riconosciuti all'autonomia statutaria in materia consentono di metterne in discussione la vigenza: per un verso, infatti, la possibilità di deviazioni incontra da sempre limiti volti a tutelarne l'essenza (v. già i rilievi di T. ASCARELLI, *Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, I, p. 288 ss.); per un altro, le innovazioni apportate dalla riforma del 2003 ed il deciso ampliamento dei margini di deroga hanno comportato la valorizzazione, in senso «compensativo», di meccanismi alternativi di disinvestimento, quali il recesso o il riscatto obbligatorio (sul punto, v. A. DENTAMARO, *sub art. 2355-bis*, in G. COTTINO *et al.* (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna-Roma, 2004, p. 378 ss.).

<sup>(72)</sup> V. *supra*, cap. I, par. 5.3.

<sup>(73)</sup> G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 157.

<sup>(74)</sup> G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., p. 157, nota 70. Nega la qualificazione del recesso in termini di vero e proprio diritto (individuale), A. DACCÒ, *Diritti particolari e recesso del socio dalla s.r.l.*, Milano, 2013, p. 25, che invece propende per una lettura dell'istituto nei termini di strumento tecnico di difesa di un interesse giuridicamente rilevante.

<sup>(75)</sup> Già prima della riforma, G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., p. 25 ss., che rileva come il conferimento “più che in termini di trasferimento di beni o di destinazione di elementi produttivi all'attività, sembra emergere innanzitutto in quelli di impiego di ricchezza da parte del socio”; dopo la riforma, cfr. in particolare M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 112 ss.; P. SPADA, *Diritto commerciale – II. Elementi*, 2° ed., Padova, 2009, p. 6 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, cit.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, cit. Si tratta di riflessioni che si legano a stretto filo con la configurazione della società per azioni quale strumento tipico per la raccolta di capitale da destinare allo svolgimento di un'attività d'impresa e della sua disciplina come

speculare inquadramento del recesso quale istituto “*strutturalmente di disinvestimento*”<sup>(76)</sup>. Presupposto della fattispecie è il rilievo della modifica di volta in volta considerata in relazione agli elementi fondanti la scelta del *singolo socio-investitore* di destinare la propria ricchezza verso il *capitale azionario*<sup>(77)</sup>. In sostanza, la valutazione normativa muove dalla previa individuazione di fattispecie di modifica a cui assegnare rilievo decisivo nella scelta del singolo di affidare la gestione del valore conferito all’iniziativa comune, a fronte di una pretesa di natura residuale sui suoi risultati; in corrispondenza di quelle modifiche, e della conseguente variazione dei tratti essenziali dell’iniziativa di investimento originariamente assunta, riconosce al socio la facoltà di riappropriarsi di un valore corrispondente “*alla ricchezza oggettivamente prodotta dalla gestione di impresa*”<sup>(78)</sup> sino al momento del verificarsi della decisione di volta in volta rilevante.

Sulla base dei rilievi tracciati, ad importare non è tanto che l’alterazione si traduca in una formale modifica dello statuto e quindi delle regole con cui è disciplinata l’organizzazione sociale, ma che i suoi effetti siano tali da rendere potenzialmente non più conveniente il mantenimento della partecipazione, alla luce dei presupposti iniziali di adesione. Una prospettiva, in sostanza, *individuale*.

Tale passaggio non può che leggersi - lo si è detto - assieme al deciso ampliamento delle cause legittimanti il diritto di recesso operato dalla riforma del 2003. Il rinnovato fondamento, teorico e normativo, dell’istituto ha interessato direttamente anche la nostra materia, atteso che il nuovo art. 2437-*quinquies* c.c., non si è limitato ad «assorbire» il contenuto dell’art. 131 t.u.f. ma ne ha

---

organizzazione delle possibili modalità di finanziamento a cui la medesima può attingere (cfr. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1084 ss.; C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, Torino, 2006, I, p. 17 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma, I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento d’impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673 ss.).

<sup>(76)</sup> In questo senso v. l’ampia analisi di C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, cit., p. 145 ss., che muove dalla ricostruzione elaborata già prima della riforma da G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., p. 154 ss.

<sup>(77)</sup> Sul punto, si vedano le considerazioni di M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 519 ss., che annovera il “diritto alla «liquidabilità» dell’investimento tramite ora l’insopprimibile diritto di recesso dalla società nei casi indicati dal primo comma dell’art. 2437 (con il corrispondente diritto alla liquidazione anticipata delle azioni) ora il diritto alla circolazione delle azioni[...]” tra i diritti che “necessariamente si ricollegano alla partecipazione sociale con una relazione biunivoca, in forza della quale ove v’è l’una vi sono gli altri e viceversa”.

<sup>(78)</sup> M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d’impresa*, cit., p. 212.

esteso la portata applicativa ad ogni “*deliberazione che comporta l’esclusione dalla quotazione*”<sup>(79)</sup>. Appare così superata anche l’esigenza di ricorrere ad espedienti interpretativi che consentano di dilatare il dato letterale oltre le sole decisioni di fusione e scissione<sup>(80)</sup>.

Ecco che, allora, l’istituto del recesso, lungi dal ricondurre al *delisting* alcun formale mutamento «organizzativo», segnala che, parimenti all’astratta negoziabilità delle azioni, anche la *concreta possibilità* di liquidarle in ogni momento e a costi di transazione ridotti rappresenta, nella prospettiva del singolo socio-investitore, un tratto *qualificante* la partecipazione azionaria<sup>(81)</sup>. In quest’ottica, l’aver acquistato i titoli su un mercato di scambio regolamentato concorre a definire i tratti essenziali dell’operazione di investimento e fonda la previsione di un *exit* a prezzo amministrato, là dove la perdita della quotazione dipenda da una decisione volontariamente assunta dai soci<sup>(82)</sup>.

---

<sup>(79)</sup> Sebbene vi sia chi ritenga che il riferimento contenuto nella rubrica dell’art. 2437-*quinquies* c.c. alle “società con azioni quotate in mercati regolamentati”, in linea con quello enunciato all’art. 2325-*bis* c.c. comprenda anche le società quotate su mercati al di fuori dell’Unione Europea che possano definirsi regolamentati (così, G. MINERVINI, *Commento all’art. 2325-bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 17), pare più coerente con il fatto che parte dello “statuto” delle società con azioni quotate si rinvenga non nel codice civile, ma nel t.u.f., ove l’art. 119 circoscrive l’ambito territoriale di rilevanza dei mercati ai soli “mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea”, offrire una lettura unitaria dei due riferimenti (v. in questo senso, M. NOTARI, *Commento all’art. 119*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di) *La disciplina delle società quotate*, cit., p. 753 ss.). Peraltro, l’art. 2437-*quinquies* c.c. recepisce ed amplia proprio il contenuto dell’art. 131 t.u.f. abrogato dal d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (v., sul punto le considerazioni di R. ROSAPEPE, *Modificazioni statutarie e diritto di recesso*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p. 303, che rilevava, già prima che intervenisse la formale abrogazione dell’art. 131 t.u.f. che la previsione poteva ritenersi ormai superata, in virtù dell’introduzione dell’art. 2437-*quinquies* c.c.). Abbiamo già accennato al dibattito *supra* cap. IV, par. 2.1., nota 26.

<sup>(80)</sup> Tale esigenza era ancor più avvertita in relazione all’art. 13 l. 149/1992, che prevedeva espressamente soltanto l’ipotesi della fusione.

<sup>(81)</sup> In questo senso, v. le considerazioni, già prima della riforma, di D. REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, p. 83, nota 74, e P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 211 ss., che suggeriva di soffermare l’attenzione sulle conseguenze dell’operazione di *delisting* non per la società, ma per le azioni oggetto di scambi; Cfr. altresì, M. NOTARI, *Il recesso per esclusione*, cit., p. 536 ss., secondo cui l’art. 2437-*quinquies* c.c., così come il previgente art. 131 t.u.f. è “essenzialmente volto a tutelare l’interesse - che fa capo al socio in quanto *titolare di azioni quotate* - a mantenere i benefici derivanti dalla negoziazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato”; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 89; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018, p. 400; M. CALLEGARI, *sub art 2437-quinquies*, in G. COTTINO *et al* (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, cit., p. 1441.

<sup>(82)</sup> Può ritenersi che a legittimare il recesso siano *tutte* le delibere idonee a produrre l’effetto del *delisting*, anche se in via indiretta. Se si guarda, infatti, alle conseguenze in rapporto all’esistenza o meno di un mercato regolamentato delle azioni non si ravvisano differenze sostanziali tra le delibere in grado di

La fattispecie di recesso in esame non tutela, invece, la mera appartenenza ad un modello organizzativo soggetto allo “statuto” delle società quotate<sup>(83)</sup>. Al di là del rilievo secondo cui una siffatta tutela non è prevista nemmeno in relazione al modello della società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, è significativo che l’introduzione della norma e la sua successiva evoluzione abbia sempre mantenuto più di un punto di contatto con la disciplina in materia di o.p.a. residuale (oggi: obbligo di acquisto). La compresenza dei due istituti all’interno della prima legge sull’o.p.a. spingeva la dottrina già a quel tempo a porre in luce come le previsioni si misurassero essenzialmente sul medesimo terreno, pur riflettendo i diversi contesti di emersione<sup>(84)</sup>. Ad assumere rilievo è, in entrambi i casi, la perdita della *negoziabilità* del titolo sul mercato regolamentato: nel caso del recesso, per effetto di una delibera adottata dalla maggioranza e idonea a far venir meno il mercato; nel caso dell’obbligo di acquisto, per la concentrazione nelle mani di un solo azionista di una frazione qualificata dei titoli ammessi alle negoziazioni e la conseguente insufficienza del flottante ad assicurare un regolare andamento del mercato.

Che i due strumenti perseguano la medesima finalità trova conferma nel fatto che le regole, individuate al fine di calcolare il corrispettivo da corrispondere ai soci di minoranza che dichiarino di voler cedere le proprie azioni, perseguono, nell’una e nell’altra ipotesi, l’obiettivo di far emergere il valore *attuale* della partecipazione.

---

condurre a quel risultato direttamente e quelle che vi giungano solo per via indiretta (conformi, M. NOTARI, *Il recesso per esclusione*, cit., p. 536; D. GALLETI, *Commento all’art. 2437-quinquies c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, II, p. 1625 ss.). L’effetto dell’esclusione dei titoli deve tuttavia essere conseguenza certa, e non meramente eventuale, della decisione (si collocano in questa prospettiva, se ben abbiamo inteso, le considerazioni di M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, p. 30, nota 69, che rileva come la scelta di ricomprendere tra le delibere suscettibili di accordare il recesso *ex art. 2437-quinquies c.c.* anche quelle “che esplicando i propri effetti sull’attività della società e sui suoi risultati economici, e quindi sugli scambi delle azioni, potrebbero, almeno in linea di principio, essere considerate tra le cause di una successiva esclusione dalle quotazioni” condurrebbe ad evidenti incertezze applicative). Possono indicarsi, a titolo esemplificativo, le delibere di fusione o scissione con assegnazione in concambio di azioni non quotate o quelle di conversione obbligatoria di azioni.

<sup>(83)</sup> La tesi è stata sostenuta, prima dell’introduzione dell’art. 2437-*quinquies c.c.* da M. NOTARI, *sub art. 131*, cit., p. 1207 ss.

<sup>(84)</sup> V. F. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria*, cit., p. 169, che rilevava: “Le finalità dell’o.p.a. residuale sembrano - quantomeno nel caso italiano - reagire anche sul «vecchio» istituto del recesso rivitalizzandone ed estendendone la portata”.

#### 4.2.1. Valore della liquidazione e risultato attuale dell'investimento

Quanto al recesso *ex art. 2437-quinquies* c.c., la specialità della fattispecie risiede nella sola diversità di *causa* rispetto a quelle «ordinarie» di cui all'art. 2437 c.c., ma non riguarda né gli effetti, né la disciplina ad esso applicabile<sup>(85)</sup>. Il valore di liquidazione è determinato, pertanto, ai sensi

---

<sup>(85)</sup> E ciò anche in punto di legittimazione ad esercitare il diritto in questione, estesa oggi a tutti i soci “che non abbiano concorso all'adozione della delibera”. Il che consente di ritenere ormai superata la *querelle* relativa alla possibilità di ricomprendersi anche gli azionisti di risparmio, in quanto istituzionalmente privi del diritto di voto. Sui termini del dibattito, prima della riforma del 2003, cfr. M. SEPE, *Commento all'art. 145*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della inter-mediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998*, Milano, 1999, p. 769; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, in G. F. Campobasso (diretto da), *Testo Unico della finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario*, Vol. II, Torino, 2002, p. 1174; G. E. COLOMBO, *Delisting e azioni di risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, p. 365 ss.; P. MARCETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, p. 372 ss., concordi nell'escludere che l'autonomia statutaria potesse giungere, in forza del disposto dell'art. 145, comma 2, t.u.f., ad attribuire agli azionisti di risparmio dissenzienti un diritto di recesso, in linea con l'orientamento dottrinale e giurisprudenziale che riteneva tassativo il catalogo *ex art. 2437*, c.c. (v. *ex multis*, G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, cit., p. 143 ss.); si esprimeva, invece, in favore del riconoscimento di un diritto di recesso, pur nella sola ipotesi di esclusione «coatta», D. GALLETI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società quotate*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 622, che sottolineava la portata innovativa della norma: “Si tratterebbe del primo caso di recesso concesso alla disponibilità dell'autonomia statutaria [...] Probabilmente i redattori avevano in mente rimedi diversi, più consueti nella prassi finanziaria, come conversione di azioni in altra categoria (ordinarie o privilegiate), distribuzione gratuita di *warrants*, etc.; tutto questo sarà certamente possibile, e sostituibile al diritto di recesso. Ma ciò non toglie che possa procedersi, a richiesta dei soci interessati, ad una liquidazione delle azioni corrispondenti [...]”. L'attuale assetto normativo risolve ogni dubbio sul punto, lasciando tuttavia aperti due altri quesiti. Il primo concerne l'*obbligatorietà* o meno di prevedere una clausola statutaria in attuazione dell'art. 145, comma 2, t.u.f., ai sensi del quale “L'atto costitutivo [...] stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio”. Il secondo riguarda proprio il contenuto della clausola ed il suo rapporto con il diritto di recesso. Quanto alla portata da attribuirsi al termine “stabilisce” è affermata l'idea secondo cui esso debba intendersi quale “indicativo con funzione imperativa” (così, M. NOTARI, *sub art. 145*, in P. MARCETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, cit., p. 1544; v. altresì P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate (Atti del convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998)*, Milano, 1998, p. 235; M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 769; G. MIGNONE, *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013, p. 55 ss.; *contra* R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1173). Sicché, in coerenza con tale premessa, l'autonomia statutaria è chiamata a definire in ogni caso il *contenuto* della clausola, non potendo sopprimerla *tout-court*. Quanto alle sue possibili articolazioni, ci si potrebbe domandare se l'art. 145, comma 2, t.u.f., richieda la necessaria previsione di un *quid pluris* rispetto agli elementi già desumibili dalle norme di legge, ossia: *i)* che l'esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie non preclude *di per sé* il mantenimento della quotazione per quelle di risparmio; *ii)* che l'esclusione dalle negoziazioni delle azioni di risparmio non ne preclude la sopravvivenza quali titoli non quotati, dotati dei diritti già incorporati nello strumento; *iii)* che, là dove l'esclusione si ricolleggi all'adozione di una delibera assembleare, agli azionisti di risparmio spetta il diritto di recesso. Fermo

dell'art. 2437-ter, comma 3, c.c., facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata a deliberare, salvo che lo statuto non stabilisca criteri differenti in virtù dei quali si giunga a determinare un valore superiore a quello che sarebbe altrimenti dovuto.

Sotto questo profilo, non è casuale la scelta del legislatore di collocare il momento della determinazione del valore di liquidazione delle azioni nella fase che *precede* l'assemblea, sì da evitare che il valore di disinvestimento, offerto al socio in alternativa al mantenimento della partecipazione, recepisca i «mutamenti» connessi al *delisting*. Un valore «depurato» da ogni alterazione connessa alla scelta di abbandono ed idoneo ad assicurare al recedente un *exit* a condizioni non penalizzanti. In quest'ottica si colloca altresì la scelta di assumere a riferimento un lasso temporale piuttosto esteso: non può escludersi che la notizia di una futura de-quotazione possa giungere al mercato già ben prima della pubblicazione o ricezione dell'avviso di convocazione, con il rischio che verrebbe così vanificata l'effettiva alternatività tra alienazione delle azioni sul mercato ed esercizio del recesso<sup>(86)</sup>.

Stessa finalità permea i criteri enunciati all'art. 108, commi 3 e 4, t.u.f. per l'obbligo di acquisto, atteso il riferimento all'eventuale offerta totalitaria precedente ovvero al prezzo di mercato nel semestre anteriore all'annuncio dell'offerta o all'acquisto che ha determinato il superamento della soglia. Del resto, è proprio l'esiguità del flottante e l'impossibilità di negoziare regolarmente la partecipazione a fondare, in questo secondo caso, l'opzione di *sell-out* ad un prezzo amministrato<sup>(87)</sup>.

Se si confrontano queste previsioni con il dettato dell'art. 133 t.u.f. se ne ricavano due indicazioni utili.

Per un verso, è chiara la predilezione verso uno strumento di tutela patrimoniale più incisivo rispetto ad un mero *grace period*, là dove al *delisting* segua il *venir meno* della quotazione su un

---

l'ampia catalogo di diritti attribuibili, tanto sul versante patrimoniale quanto su quello amministrativo, è proprio l'assenza di criteri di determinazione espressi a far ritenere che resti nella discrezionalità dell'emittente la scelta in merito alle misure idonee a soddisfare, nell'eventualità di un *delisting*, gli interessi degli azionisti di risparmio. Nulla osta a che l'emittente mantenga, quale tutela "compensatoria", i medesimi diritti loro spettanti già prima del *delisting*, lasciando così che sia il mercato a valutarne l'effettività (in questo senso, v. M. NOTARI, *sub art. 145*, cit., p. 1545; M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 145; *contra* U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tomo II, Padova, 1998, p. 1333).

<sup>(86)</sup> Cfr. A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 407 ss.

<sup>(87)</sup> V. *supra*, cap. IV, par. 2.1.

mercato regolamentato. L'intento è quello di assicurare un *exit* effettivo, che non incorpori l'eventuale deprezzamento del titolo connesso alla scelta di abbandono. Si tratta di una scelta che accomuna tutti i sistemi, ad eccezione di quello inglese che - lo si è visto - affianca alla c.d. *majority of minority rule* un mero *grace period*.

Per un altro, emerge con chiarezza il principio di *graduazione* delle tutele a cui si ispira anche il nostro sistema, al pari di quello tedesco e di quello francese. La disciplina, pur valorizzando il rilievo per cui l'investimento azionario sia avvenuto su un *determinato* mercato, prescelto dal socio in ragione della liquidità e delle tutele garantite, non si spinge fino al punto di «appiattare» le regole su un modello unico, ma calibra l'«intensità» dei vincoli apposti all'operazione, a seconda delle sue concrete conseguenze sulla posizione dell'investitore. La graduazione assicurata dal sistema italiano risulta direttamente confrontabile a quella del sistema tedesco: in entrambi i casi, la disciplina «isola» le fattispecie di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato regolamentato europeo da tutte le altre.

I criteri di valutazione previsti in materia di recesso e obbligo di acquisto perseguono un'ulteriore funzione, ossia: quella di garantire “*un rimborso corrispondente al risultato economico attuale dell'investimento del socio uscente*”<sup>(88)</sup>. In quest'ottica, centrale – se non esclusiva – rilevanza è attribuita al *valore medio di scambio* dei titoli nel semestre che precede l'assemblea o l'acquisto rilevante<sup>(89)</sup>.

Nell'ipotesi dell'obbligo di acquisto, qualora la partecipazione non sia stata raggiunta a seguito di o.p.a. totalitaria alla quale abbia aderito non meno del 90 per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta, è la Consob a determinare direttamente il corrispettivo nel rispetto della procedura dettata all'art. 50 Regolamento Emittenti<sup>(90)</sup>. Nell'ipotesi del recesso, salva diversa previsione statutaria, l'importo spettante al recedente è frutto di una mera operazione matematica, attesa la sua perfetta coincidenza alla media semestrale del prezzo di chiusura.

In entrambi i casi, emerge la volontà di individuare nei *valori di borsa* il criterio idoneo ad assicurare la percezione di un valore congruo. La scelta non è rimasta esente da dubbi e critiche da parte della letteratura, che ha posto in luce come i prezzi di listino siano sovente influenzati da manovre speculative o fattori estranei alla società, tali da comportare un potenziale scostamento

---

<sup>(88)</sup> Così, con riferimento al diritto di recesso, P. PISCITELLO, “*Valore di disinvestimento*” e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. soc.*, 2015, p. 840 ss.

<sup>(89)</sup> Parla di *modello a struttura rigida*, P. PISCITELLO, “*Valore di disinvestimento*”, cit., p. 840 ss, distinguendolo da quello previsto per le società non quotate e definito *a struttura elastica*. V. altresì M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 93 ss; ID., *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2015, p. 111 ss.

<sup>(90)</sup> Sul punto, v. ampiamente F. M. MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., p. 221 ss.

del valore di mercato da quello *intrinseco* della partecipazione. Rilievi di questo tenore sono stati formulati anche con specifico riguardo al *delisting* e alla possibilità per la maggioranza azionaria di avviare l'operazione profittando di una fase di ribasso dei corsi azionari, al fine di «appropriarsi» del plusvalore rimasto inespresso<sup>(91)</sup>.

Si tratta di timori che, seppur fondati, porrebbero in discussione la bontà della scelta normativa soltanto se si ritenesse che finalità dell'*exit* sia proprio quella di attribuire al recedente il *valore intrinseco* della sua partecipazione. Si giunge, tuttavia, a conclusioni differenti se si valorizza la natura dell'opzione di *sell-out*, quale atto *strutturalmente di disinvestimento*. Obiettivo non è quello di corrispondere al socio il *valore intrinseco* delle azioni, bensì quello di pervenire ad una liquidazione che si avvicini quanto più possibile “*al risultato attuale dell'investimento*”, ossia: a quanto egli ritrarrebbe alienando le azioni *sul mercato*<sup>(92)</sup>. Del resto, l'acquirente di azioni quotate vede nel mercato la sede naturale di dismissione della partecipazione ed è sui valori di borsa che fonda le proprie valutazioni circa la convenienza o meno delle operazioni di contrattazione<sup>(93)</sup>.

---

<sup>(91)</sup> A. POMELLI, *Delisting di società quotata*, cit., p. 407 ss.: “L'azionista di controllo è poi nelle condizioni di appropriarsi della differenza tra valore intrinseco dell'emittente e valore corrente di mercato, che può venire accentuata da temporaneamente avverse condizioni di mercato o da situazioni di elevata volatilità dei corsi di borsa ovvero ancora da ragionevoli prospettive di un futuro apprezzamento del valore del capitale azionario, fintantoché queste ultime non divengano di pubblico dominio”. Rileva inoltre l'A. che “in ogni momento, l'azionista di controllo è in grado di calcolare il costo dell'operazione di *delisting* allorché debba convincere gli azionisti oblati ad aderire alla prima offerta con la prospettiva di una futura fusione con un veicolo non quotato. Non appena la situazione risulti favorevole per l'azionista di controllo, questi potrà offrire un premio sul corrente prezzo di mercato nella misura strettamente sufficiente a superare il futuro valore di recesso, in tal modo inducendo gli azionisti di minoranza ad aderire indipendentemente dall'adeguatezza dell'offerta”. In forza di queste argomentazioni, egli giunge a suggerire l'estensione alle offerte finalizzate al *delisting* di alcuni dei presidi dettati in materia di operazioni con parti correlate: in particolare, un rafforzamento dei poteri degli amministratori indipendenti, nonché l'attribuzione alla maggioranza degli azionisti indipendenti del potere di condizionare l'esito o i termini dell'offerta.

<sup>(92)</sup> La disapplicazione del criterio del prezzo medio costituisce, infatti, “l'*extrema ratio*, che deve essere limitata ad ipotesi ben definite di oggettiva impossibilità di farvi ricorso come nel caso in cui le azioni siano state quotate per un periodo inferiore ai sei mesi o la quotazione sia stata sospesa, ed è inevitabile utilizzare il criterio di valutazione stabilito per le società non quotate [...] tra esse non possono essere ricomprese [quelle] in cui la media dei prezzi può essere rettificata attraverso l'impiego di coefficienti di correzione che consentono di neutralizzare gli effetti di un determinato evento straordinario” (così, P. PISCITELLO, *sub art. 2437-ter c.c.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Tomo II, p. 2527 ss., spec. 2533).

<sup>(93)</sup> Le vicende legate al c.d. *insider di se stesso* devono leggersi proprio in questo quadro. La fattispecie ha posto all'attenzione degli interpreti due interrogativi: il primo, invero più risalente, relativo alla possibilità che anche il soggetto a cui si deve l'*elaborazione* dell'informazione privilegiata possa incorrere nell'illecito di

---

cui all'art. 8 MAR; il secondo, più recente, concernente la riconducibilità o meno al divieto di utilizzo di informazioni privilegiate degli acquisti di azioni della società *target* effettuati in borsa dal socio di controllo, prima di promuovere un'o.p.a. volta al *delisting* della controllata.

Quanto al primo, la sua portata appare oggi del tutto ridimensionata: la tesi, già emersa in passato, secondo cui la nozione di informazione coincide con quella di conoscenza, a prescindere dal fatto che quest'ultima sia stata o meno trasmessa ad altri dall'agente, risulta avvalorata da una serie di indici testuali e sistematici. L'attuale formulazione dell'art. 187-*bis* t.u.f. non contiene alcun riferimento alla provenienza del dato conoscitivo, facendo piuttosto uso del concetto neutro di "possesso". Allo stesso tempo, il verbo "ottenere" rientra sì nella regolamentazione europea, in particolare all'art. 3 della direttiva 57/2014/UE, ma proprio al fine di estendere la prescrizione al c.d. *insider* secondario, soggetto per definizione esterno ai processi decisionali dell'emittente. Si noti, inoltre, che in materia di o.p.a. è lo stesso art. 102 t.u.f. ad imporre all'offerente di comunicare senza indugio alla Consob e rendere pubblici "la decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio". E ciò al fine di limitare le possibilità di abuso di informazioni privilegiate (cfr. Considerando 12 Direttiva o.p.a.). Risulta così chiaro che a costituire l'informazione privilegiata è qui la stessa *decisione* di lanciare l'offerta (v. in questo senso, Corte di Giustizia, 23 dicembre 2009, Spector Photo Group NV e a. contro Commissie voor het Bank-Financie, - en Assurantiewezen (CBFA), Causa C-45/08, in *Giur. Comm.*, 2011, II, p. 49 ss., con nota di A. F. TRIPODI, *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di Giustizia: «utilizzazione (implicita) della notizia» e presunzione d'offesa*). Si è del resto osservato che "nella prospettiva dell'«investitore ragionevole» non fa alcuna differenza che l'informazione sia generata dall'emittente, e poi illecitamente sfruttata da un *insider* primario, o sia invece il frutto della libera e autonoma scelta di un *outsider* che decide di attuare un proprio disegno [...] In entrambi i casi si tratta, infatti, solo di accertare *se quella informazione modifichi il quadro conoscitivo preesistente e induca conseguentemente una nuova stima del valore intrinseco del titolo azionario* [...] Una informazione la quale finisce allora con il *separarsi* dalla persona di chi l'ha elaborata e con l'assumere un rilievo *oggettivo* per il mercato" (M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, p. 296).

Quanto al secondo interrogativo menzionato, è di recente emerso in giurisprudenza un orientamento volto a qualificare quale «abuso» ex art. 8 MAR la scelta dell'azionista di controllo di acquistare titoli della società *target* in funzione del successivo lancio di un'offerta volta al *delisting* della società [cfr. Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, II, p. 698, con nota di A. BARTALENA, *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di sé stesso*, nonché in *Giur. Comm.*, 2018, II, p. 666, con nota di S. LOMBARDO, *L'insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*; App. Bologna, 29 ottobre 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, II, p. 564, con nota di E. RECCIA, "Insider di se stesso" e la distinzione tra o.p.a. per la scalata e o.p.a. per il delisting; Trib. Milano, Sez. III penale, 5 febbraio 2016, n. 12149, in *Società*, 2016, p. 1272 ss., con nota di S. CONFALONIERI, *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche dell'o.p.a.: problemi e prospettive*. In senso contrario, v. T.a.r. Lazio, Sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2014, II, p. 95 ss., con nota di A. LAUDONIO, *Rastrellamento di azioni, delisting e il fantasma dell'insider di se stesso*]. La tesi si fonda, tuttavia, su argomenti non condivisibili. Appare anzitutto debole il tentativo di impostare una partizione sistematica tra o.p.a. per la scalata e o.p.a. per il *delisting* sul presupposto che la prima sarebbe funzionale "all'efficienza e alla trasparenza del mercato societario", mentre la seconda risponderebbe unicamente "all'interesse del gruppo di controllo" (così, App. Bologna, 29 ottobre 2013, cit., p. 568). L'assenza di un solido fondamento si accompagna, infatti, alla considerazione per cui al socio di controllo non è certo vietato di procedere ad acquisti preventivi; piuttosto, la tutela degli azionisti esterni è rimessa, ai sensi dell'art. 39-*bis*, comma 2, Regolamento Emittenti, alla redazione da parte degli

Il che induce nuovamente a valutare con attenzione il rapporto che lega l'art. 133 t.u.f, agli istituti dell'obbligo di acquisto e del diritto di recesso: nel primo caso, a venir meno non è la negoziabilità delle azioni *tout-court*, stante l'avvenuta ammissione su un diverso mercato regolamentato, ma la mera possibilità di avvalersi di un *determinato* mercato; nel secondo caso, ad essere pregiudicata è invece l'esistenza stessa di un luogo di scambio *regolamentato* dei titoli. Quest'ultima eventualità ricomprende due fattispecie: quella dell'abbandono delle negoziazioni e quella del trasferimento verso una piattaforma che esuli dal perimetro qualitativo e territoriale individuato dagli artt. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c. Ciò segnala che se anche la *trading venue* di approdo fosse idonea ad assicurare un grado di liquidità equiparabile a quello offerto dal mercato regolamentato, l'impossibilità di stabilire un'equivalenza di tutele tra le due piattaforme, o la sua

---

amministratori indipendenti della *target* di un preventivo “parere motivato contenente la valutazione sull'offerta e la congruità del corrispettivo”. Né pare corretto ritenere che la presunzione di legittimità posta dall'art. 9, par. 5, MAR in relazione alla condotta di chi “utilizzi la propria cognizione di aver deciso di acquisire o cedere strumenti finanziari per l'acquisizione o la cessione di tali strumenti finanziari” scatti solo qualora vi sia “identità tra le operazioni oggetto della previa decisione e le operazioni successivamente poste in essere dall'operatore in esecuzione della stessa” (così Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, cit.). Se si aderisse ad una siffatta impostazione ne deriverebbe, infatti, che non deve considerarsi utilizzazione dell'informazione privilegiata “l'effettuazione degli acquisti conseguenti al lancio dell'OPA (ossia, appunto, gli acquisti costituenti oggetto della decisione – previamente assunta e costituente oggetto di informazione privilegiata – di dare corso ad un'OPA” (v. Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, cit.), con il risultato che la presunzione opererebbe soltanto con riguardo ad informazioni che hanno già cessato di essere privilegiate. Il che indurrebbe a dubitare della stessa utilità applicativa dell'art. 9, par. 5, MAR (così, M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, cit., p. 295).

Alla luce delle riflessioni che precedono, resta aperto l'interrogativo relativo alla possibilità di individuare un percorso argomentativo alternativo a quello accolto dalla giurisprudenza e tale da consentire all'Autorità competente di accertare la sussistenza di un “motivo illegittimo” alla base delle operazioni altrimenti esenti (art. 9, par. 6, MAR). Vero è che l'azionista di controllo, a differenza dell'*outsider*, si trova in una posizione (perlomeno presunta) di vantaggio conoscitivo circa l'effettivo valore della controllata (v. ancora le riflessioni di A. POMELLI, *Delisting di società quotata*, cit., p. 462 ss., riprese da M. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, cit., p. 301 ss.; nonché da F. CADORIN, *OPA per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*, in *Giur. Comm.*, 2019, II, p. 126 ss.) e che ciò gli consente sia di lanciare l'offerta in un momento di sottovalutazione delle azioni da parte del mercato, sia di fissare un prezzo funzionale ad assicurargli una percentuale di adesione tale da integrare le fattispecie di cui agli artt. 108 e 111 t.u.f. Meno agevole è affermare che tale vantaggio configuri *di per sé* un possesso di informazioni privilegiate o che gli acquisti effettuati sul mercato dal socio di controllo nella prospettiva dell'o.p.a. non consentano *mai* di ritenere integrata la presunzione *ex art. 9, par. 5, MAR*. Una tale soluzione interpretativa finirebbe, infatti, per tracciare una distinzione tra o.p.a. per la scalata e o.p.a. per il *delisting* in forza di argomentazioni senz'altro opinabili e del tutto slegate dalle circostanze *concrete* entro cui l'operazione si compie.

mera collocazione al di fuori dell'Unione Europea, comporta, nell'ottica del legislatore, una perfetta sovrapposizione all'ipotesi del ritorno ad un modello azionario chiuso.

#### 4.3. Il *delisting* «puro»: il problema

Si rinviene frequentemente negli scritti il riferimento al c.d. *delisting* «puro», quale fattispecie di recesso unilaterale della società emittente dal contratto di quotazione<sup>(94)</sup>. Si tratterebbe di un'ipotesi solo parzialmente assimilabile al *reguläres delisting* di diritto tedesco: *i)* per un verso, infatti, si attuerebbe attraverso una *richiesta di esclusione* formulata dall'emittente e rivolta al gestore; *ii)* per un altro, tuttavia, non sarebbe idonea a ricomprendere al proprio interno le operazioni di migrazione delle negoziazioni compiute ai sensi dell'art. 133 t.u.f.<sup>(95)</sup>.

Sotto il primo profilo, l'attributo «puro» consente di marcare una linea di separazione tra le operazioni che conducono alla de-quotazione per via indiretta e quelle che invece hanno *ad oggetto* tale finalità. Il che richiama la distinzione tra *kalt* e *reguläres delisting*: l'uno è disposto dal gestore in relazione a titoli che hanno *già* perduto le caratteristiche di negoziabilità previste dal regolamento, l'altro dipende da un'*espresa* manifestazione di volontà dell'emittente, che, in forza di una valutazione costi-benefici, si risolve ad abbandonare il mercato. Il *delisting*, in quest'ultima eventualità, non solo è slegato da altre vicende dell'impresa sociale (quale, ad esempio, una fusione), ma è formalmente imputabile alla volontà collettiva dei soci, secondo i meccanismi decisionali previsti dal diritto societario applicabile.

Sotto il secondo profilo, la formula sembrerebbe altresì implicare che finalità dell'operazione sia quella di abbandonare lo *status* di società quotata. La sua latitudine è, allora, più circoscritta di quella accolta dal § 39, Abs. 2, BörsG, il cui elemento chiave è il mero fatto che l'esclusione avvenga “*auf Antrag des Emittenten*”, rilevando poi solo in sede di presupposti che ad essa segua o meno il venir meno dello *status* di *Börsennotierte AG*.

Questa non perfetta sovrapposizione concettuale dipende dai dubbi che gravitano ancora oggi attorno al significato dell'art. 133, secondo cui il *delisting* è permesso a condizione che coincida con l'ammissione su un altro mercato regolamentato (italiano o dell'Unione) che assicuri agli investitori una tutela equivalente. Vi è infatti chi, a partire da tale previsione, ha argomentato come la legge avrebbe così inteso *vietare* all'emittente di ottenere l'esclusione degli strumenti, quando ciò sia funzionale a privare i portatori di azioni quotate di un mercato equipollente a quello regolamentato italiano. A suffragio di tale tesi si è sovente invocata la vigenza di un

---

<sup>(94)</sup> M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 139.

<sup>(95)</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *sub art. 133*, cit., p. 1207; M. NOTARI, *sub art. 119*, cit., p. 759; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, cit., p. 30.

«obbligo di quotazione perpetua», in forza del quale, una volta approdate alla quotazione, le società non potrebbero liberarsene di propria iniziativa, salvo che nel compimento di operazioni di ristrutturazione d'impresa<sup>(96)</sup>. Questa impostazione fonda la scelta di «isolare» il *delisting* puro dalla mera migrazione delle negoziazioni *ex art. 133 t.u.f.* sì da circoscrivere le fattispecie di esclusione ammesse dall'ordinamento *soltanto* al secondo insieme.

Le ragioni che consentirebbero di pensare al *listing* come ad una «strada a senso unico» si rinvergono, secondo alcuni Autori, nella volontà del sistema di salvaguardare la quotazione quale «naturale approdo» del tipo azionario, evitando così che la regressione allo *status* di non quotata possa intervenire al di fuori dei casi di fusioni e scissioni o di deliberazione *unanime* dei soci. Secondo altri, nemmeno il consenso di tutti gli azionisti legittimerebbe l'esclusione, poiché l'operazione contrasterebbe in ogni caso con l'interesse del mercato ad uno sviluppo non asfittico<sup>(97)</sup>.

Se si accogliessero queste letture, ne deriverebbero due conseguenze: *i)* la vigenza di un divieto implicito di *delisting* «puro»; *ii)* la valorizzazione degli artt. 108 e 111 t.u.f. quali vie «tipiche» di uscita, in quanto idonee ad incidere sul mercato soltanto previa *adesione* degli azionisti all'offerta e venir meno del regolare andamento delle negoziazioni<sup>(98)</sup>.

La tesi dell'«obbligo di quotazione perpetua» rappresenta, in verità, una riflessione sviluppata in relazione ad un contesto, empirico e normativo, ben diverso da quello attuale. Sebbene le perplessità circa il significato sotteso all'art. 133 permangano ancora oggi, l'idea secondo cui all'operazione di *delisting* debba riconoscersi carattere regressivo contrasta con la crescente differenziazione e segmentazione dei canali di finanziamento accessibili all'impresa azionaria. L'analisi ha difatti confermato come tutti i sistemi siano giunti nel tempo ad affermare la reversibilità del percorso di quotazione, anche al fine di promuovere l'attrattività del mercato. I crescenti vincoli e costi imposti agli emittenti quotati, nonché le innovazioni intervenute nella disciplina delle *trading venues*, sollecitano un generale ripensamento dell'impostazione, al fine di valorizzare il rilievo secondo cui il *delisting*, al pari del *listing*, dipende da una *valutazione costi-benefici*.

Ciò non esclude, *di per sé*, che l'uscita dal mercato, a differenza dell'ingresso, comporti una modifica degli equilibri fra i diversi titolari dell'investimento in capitale azionario. Basti in proposito considerare che i presidi della delibera assembleare a maggioranza rafforzata e del

---

<sup>(96)</sup> V. *supra*, cap. IV, par. 3.3., nota 53.

<sup>(97)</sup> M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 145.

<sup>(98)</sup> V. Comunicazione Consob n. DME/11065125 del 21-7-2011, *Criteri generali per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. n. 58/1998, in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108, comma 2, del medesimo decreto*.

disinvestimento a prezzo amministrato intervengono proprio per «compensare» la perdita della concreta negoziabilità della partecipazione. Un elemento, quest'ultimo, *indissolubilmente* legato alla scelta di investire ricchezza in capitale azionario<sup>(99)</sup> ed *esaltato* dall'esistenza di un luogo di scambio liquido e regolamentato.

Se si dimostrasse corretto assegnare all'art. 2437-*quinquies* c.c. un ruolo integrativo dell'art. 133 t.u.f. ne deriverebbe una disciplina in larga parte confrontabile a quella prevista nel sistema tedesco. Dalla lettura combinata delle due norme si ricaverebbe, infatti, che: *i)* l'esclusione è in ogni caso accordata dal gestore, previa verifica della sussistenza delle condizioni dettate a tal fine; *ii)* l'abbandono del mercato deve essere deliberato dall'assemblea in sede straordinaria; *iii)* agli azionisti che non abbiano concorso all'adozione della delibera deve essere riconosciuto il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* c.c.; *iv)* il recesso non spetta qualora, assieme alla richiesta, sia depositato l'attestato di ammissione alle negoziazioni su un diverso mercato regolamentato all'interno dell'Unione Europea che assicuri tutele equivalenti, secondo i criteri stabiliti dalla Consob.

Così impostato, il modello italiano affiancherebbe ad una *property rule*, data dall'intervento dell'assemblea in sede straordinaria, una *liability rule*, diversamente *graduata* a seconda che al *delisting* segua o meno il venir meno dello *status* di società quotata. Il che consentirebbe di individuare, in linea con quanto osservato nel sistema tedesco, un'attenuazione dei vincoli in corrispondenza delle operazioni di migrazione tra mercati regolamentati all'interno dell'Unione, ed un modello residuale destinato a coprire le altre richieste di esclusione, comprese quelle di *downlisting*.

È forse superfluo ribadire che se nelle realtà societarie prive di una stabile azionariato di controllo lo strumento della *supermajority approval* potrebbe effettivamente prestarsi ad obiettivi di mediazione tra interessi confliggenti, è ben difficile immaginare che quella mediazione possa attuarsi in presenza di un azionista o di un gruppo capace di determinare l'esito della votazione<sup>(100)</sup>. Escluso, dunque, che dalla norma possa ricavarsi un effettivo potere interdittivo delle minoranze, l'accento non può che cadere sulla tutela compensativa.

Se si giungesse, all'opposto, a ritenere inammissibile la reciproca integrazione tra le due previsioni, il modello italiano finirebbe per superare in rigidità anche quello francese. Quest'ultimo, sebbene individui nella r.o. la via di abbandono «tipica», fa della *graduazione* delle norme un punto centrale dell'intera disciplina, riservando la regola di indisponibilità alle sole

---

<sup>(99)</sup> V. ancora M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale*, cit., p. 519 ss.

<sup>(100)</sup> V. *supra*, cap. IV, par. 2.

ipotesi di abbandono della quotazione. L'impostazione del sistema francese, inoltre, si lega all'*assenza* nel diritto societario di uno strumento assimilabile al diritto di recesso ed al conseguente «dirottamento» della disciplina sul *delisting* verso il canale dell'o.p.a. residuale.

#### 4.4. (segue) *Riflessioni conclusive*

Per affrontare il compito descritto, giova prendere le mosse dal dato letterale dell'art. 2437-*quinquies* c.c. che assegna il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso all'adozione della delibera "*che comporta l'esclusione dalla quotazione*".

La formula risulta, a nostro avviso, sintomatica della volontà di attribuire rilevanza agli *effetti* della delibera sulla quotazione delle azioni, non ravvisandosi in questa prospettiva alcuna differenza sostanziale tra l'eventualità in cui la decisione abbia direttamente «ad oggetto» quella modifica o vi giunga per via indiretta<sup>(101)</sup>.

La scelta si lega a stretto filo con l'ampliamento delle cause di recesso oltre le delibere di fusione e scissione. In questo senso, è corretto affermare che, se nella vigenza dell'art. 131 t.u.f. il dato testuale apriva ad un'interpretazione volta a fondare la deroga al principio di «andata senza ritorno» sul *favor* dell'ordinamento verso le operazioni di ristrutturazione d'impresa, quella lettura risulta oggi non più predicabile. Né la previsione consente di individuare un criterio alternativo, in virtù del quale giustificare perché il sistema tolleri che la maggioranza possa indirettamente provocare il *delisting*, senza tuttavia essere legittimata a deliberarlo apertamente. Altro è ritenere che siano le esigenze di riassetto organizzativo a consentire alla maggioranza di «appropriarsi» del mercato, salvo il diritto di recesso, dovendosi in tutti gli altri casi acquisire il consenso degli investitori sul mercato; altro è derivare dalla mera assenza di un riferimento *diretto* alla delibera di *delisting*, la possibilità di marcare una separazione tra le due classi di decisioni.

Al di là del rilievo secondo cui la rivitalizzazione dell'istituto del recesso segnalerebbe la contestuale espansione dell'ambito di operatività del principio maggioritario<sup>(102)</sup>, in linea con la

---

<sup>(101)</sup> Del resto, la medesima impostazione è accolta dalla dottrina con riguardo al significato dell'art. 2473, comma 1, c.c., che assegna il diritto di recesso al socio di s.r.l. che non abbia consentito "al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'art. 2468, quarto comma". V. le considerazioni di A. DACCÒ, *I diritti particolari dei soci nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Liber amicorum G. F. Campobasso*, Torino, 2006, 3, p. 411.

<sup>(102)</sup> Cfr. in particolare le considerazioni di G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 135 ss.; V. CALANDRA BONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 291. V. altresì G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole*:

svolta efficientistica impressa dalla riforma, è un altro l'elemento che ci appare decisivo per la soluzione del problema. La rappresentazione del recesso quale istituto “*strutturalmente di disinvestimento*” e la previsione di regole in materia di valutazione delle azioni idonee ad attribuire al recedente quanto egli ritrarrebbe dall'alienazione della partecipazione sul mercato (*rectius: un rimborso corrispondente al risultato economico attuale dell'investimento*) rende lo strumento, nella prospettiva del titolare di strumenti quotati, funzionalmente equipollente alla persistenza di un mercato di scambio. L'investitore che non sia interessato a mantenere la partecipazione può, infatti, riscuoterne il valore attuale e destinarlo ad una diversa iniziativa. Il sacrificio così sofferto consiste soltanto nell'impossibilità di scegliere il momento a sé più favorevole per negoziare gli strumenti, stante la decisione della maggioranza di abbandonare il mercato. Sacrificio, in verità, imposto soltanto a quella parte di azionariato che non si trovi nelle condizioni di apporre un veto all'operazione in sede di deliberazione assembleare.

Di conseguenza, là dove:

*i)* si attribuisca al sintagma «interessi degli investitori» il significato sopra proposto di «interesse a negoziare la partecipazione su un certo mercato e a non subire un'alterazione del valore degli strumenti per effetto di una riorganizzazione dell'investimento da parte della maggioranza»<sup>(103)</sup>;

*ii)* si valorizzi il potenziale interesse dell'emittente ad abbandonare il mercato per ragioni di convenienza<sup>(104)</sup>;

*iii)* si ricerchi un punto di equilibrio tra i due poli che assicuri una diretta proporzionalità tra i vincoli apposti alla libertà dell'emittente e le contrapposte istanze di tutela degli investitori,

non paiono sussistere ragioni per negare l'esistenza di un rapporto di integrazione tra gli artt. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c.

---

*appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 6, che rilevano come la riforma abbia rafforzato i poteri della maggioranza e spostato la protezione dei soci di minoranza “verso un sistema di tutela di natura prevalentemente obbligatoria” di cui il recesso è l'istituto che “meglio rappresenta questa filosofia”.

<sup>(103)</sup> V. *supra*, cap. IV, par. 4.

<sup>(104)</sup> Nella medesima direzione conduce anche la valorizzazione della natura contrattuale del rapporto e della libertà d'iniziativa dell'emittente. V. G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, cit., p. 490 che pone in luce come la privatizzazione delle borse ed il venir meno dell'ammissione d'ufficio si pongano in contrasto con l'obbligo di quotazione perpetua.

## CONCLUSIONI

### MODELLI E REGOLE IN MATERIA DI *DELISTING* VOLONTARIO: LE PROSPETTIVE EUROPEE

#### 0. Premessa

Nei capitoli che precedono ci siamo occupati di svolgere un'indagine sullo sviluppo e il contenuto delle norme applicabili alle operazioni di *delisting* c.d. volontario nell'ordinamento tedesco, francese, inglese e italiano. Abbiamo tentato volta per volta di porre in luce i punti di convergenza e divergenza tra le singole esperienze con riguardo alla *ratio disciplinae*, alla collocazione delle previsioni nel sistema delle fonti, alle interferenze tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari, ai modelli di tutela adottati ed al loro grado di compatibilità con gli obiettivi che le regole dichiarano di perseguire. Alla luce dei risultati raggiunti, ci occuperemo di sviluppare alcune riflessioni in un'ottica di comparazione tra modelli, al fine di valutare se vi siano e quali siano (del)le direttrici evolutive comuni.

Si tratta di un'analisi quanto più opportuna, atteso l'incessante processo di integrazione e armonizzazione condotto dal legislatore europeo in materia di quotazione di strumenti finanziari. È, invero, significativo che il *delisting* volontario ne sia rimasto ad oggi sostanzialmente escluso, sebbene il suo rilievo sia emerso nel tempo in tutti i sistemi. Ciascun ordinamento ha infatti dovuto intraprendere interventi di riforma volti a bilanciare tra l'esigenza di salvaguardare l'attrattività della quotazione, posta sempre più in discussione dai crescenti costi e vincoli ad essa connessi, e quella di garantire agli investitori tutele effettive ed uniformi. La competizione tra *trading venues*, stimolata dalle novità introdotte con la MiFID I e II, ha inoltre esaltato il rilievo delle operazioni di migrazione delle negoziazioni, la cui disciplina incide inevitabilmente sull'effettiva libertà dell'emittente di selezionare in ogni momento il mercato a sé più conveniente.

L'interprete che si confronti con il quadro normativo non può mancare di osservarne l'eterogeneità. Quest'ultima attiene non solo agli strumenti di tutela e all'equilibrio complessivamente disegnato, ma anche alla stessa collocazione della disciplina tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. Compito dell'analisi è, allora, quello di ricercare le determinanti che hanno impresso tale indirizzo e di indagare la possibilità di scorgere linee di convergenza funzionale su cui costruire un futuro nucleo di regole comuni.

## 1. Argomento

L'esame dei sistemi ha posto in luce come il problema dell'abbandono volontario del listino e della tutela degli investitori innanzi ad una scelta siffatta abbia rivestito negli ultimi anni un rilievo centrale. Si noti che, sebbene il tema non risulti di per sé né nuovo né recente, il progressivo aumento dei vincoli e dei costi legati alla permanenza delle azioni sul mercato regolamento ed i mutamenti intervenuti nella disciplina sulle *trading venues* hanno sollecitato un ripensamento del quadro normativo applicabile in tutti i principali mercati dell'Unione.

La familiarità degli ordinamenti con l'eventualità di un'esclusione non deliberata d'ufficio, bensì riconducibile all'iniziativa della maggioranza azionaria risulta ormai risalente nel tempo. In Germania, è con l'introduzione nel 1998 del § 43, Abs. 2, BörsG, ed il suo recepimento ad opera dei regolamenti delle Borse, che si sedimentano i principi ancora oggi fondanti la materia. In Francia, è la COB in via di prassi, a partire dagli anni settanta del secolo scorso, a plasmare l'istituto dell'o.p.a. residuale, al fine di mediare tra l'interesse dell'emittente alla de-quotazione e quello degli investitori-azionisti di minoranza alla liquidità del titolo. In Inghilterra, l'operazione si inquadra tradizionalmente nell'alveo delle norme sul *going private* e sul diritto di *squeeze-out*. Similmente l'ingresso nel sistema italiano con la prima legge sull'o.p.a. del 1992 delle previsioni in materia di o.p.a. residuale e diritto di recesso in favore dei soci dissenzienti dalla "*deliberazione riguardante la fusione mediante costituzione di una società nuova ovvero incorporazione in una società le cui azioni non sono quotate in borsa*" assicurava disciplina al fenomeno nelle sue manifestazioni più frequenti, ossia: quelle del *delisting* per rarefazione del flottante ovvero a margine di operazioni di ristrutturazione d'impresa.

Su questo terreno, ben tre dei quattro sistemi oggetto di analisi hanno provveduto, in tempi recenti, a riformare e meglio articolare le previsioni in materia. Fa eccezione l'ordinamento italiano, ove, nel volgere di poco più di un decennio, le norme introdotte con la prima legge sull'o.p.a. sono state trasposte nel t.u.f., per poi giungere, con la riforma organica del diritto societario nel 2003, ad un terzo stadio di evoluzione, che ne ha cristallizzato i contenuti, rimasti fino ad oggi sostanzialmente invariati. Sotto questo profilo, la disciplina italiana pone oggi problemi di coordinamento di non poco conto, che si avvertono soprattutto sul versante delle operazioni di migrazione delle negoziazioni.

Come detto, la rinnovata attenzione verso il nostro tema di indagine può ascriversi a due fattori principali, per certi versi legati tra loro.

In primo luogo, il progressivo incremento dei vincoli e dei costi legati alla quotazione degli strumenti su un mercato regolamentato ha messo in luce l'importanza di definire con chiarezza le condizioni legittimanti l'emissione di un provvedimento di esclusione, a vantaggio sia degli emittenti che degli investitori. I primi possono così conoscere, già nella fase prodromica alla quotazione, i costi e i tempi di un'eventuale successiva de-quotazione; ai secondi sono garantite *ex ante* le informazioni relative alla sorte dell'investimento, nell'eventualità in cui la liquidità offerta dal mercato dovesse venir meno per effetto di un *delisting*. Si giunge così a ricercare sul versante dell'uscita dal mercato quello stesso grado di minuziosità che caratterizza le previsioni relative alla fase di ingresso, sul presupposto che ad entrambi i momenti debba riconoscersi pari rilevanza.

Tale comune tendenza si accompagna all'ulteriore considerazione per cui l'attrattività del mercato, e con essa la propensione delle società a farvi il proprio ingresso, dipende anche, e sempre più, dai limiti apposti alla libertà di uscirne. Configurare la quotazione quale strada a senso unico, accessibile sulla base di un atto di volontà, ma poi priva di una via di uscita, non contribuirebbe certo allo sviluppo del mercato, ma forzerebbe gli emittenti ad intraprendere inutili operazioni di finanza straordinaria o perfino a violare le previsioni regolamentari al fine di ottenere l'esclusione dei propri strumenti. L'abbandono dal mercato, al pari dell'ingresso, può infatti essere indotto da una varietà di determinanti, tutte riconducibili ad un principio comune, ossia quello per cui i costi di quotazione risultano giustificati fino a quando non eccedono i benefici assicurati dall'esistenza di un mercato di scambio dei titoli.

Per altro verso, il progressivo affermarsi di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, caratterizzati da regole di funzionamento e requisiti di accesso semplificati, ma comunque idonei ad assicurare un apprezzabile grado di tutela dell'investimento, ha arricchito il *delisting* di un significato in parte nuovo. La concorrenza non solo orizzontale, ma anche verticale, tra *trading venues* ha incrementato il numero di transazioni volte a trasferire la quotazione da un mercato regolamentato ad un MTF, portando alla luce un interrogativo fino ad allora rimasto in secondo piano, ossia: quale disciplina riservare alle operazioni di migrazione che abbiano quale *trading venue* di approdo una piattaforma priva della qualifica di mercato regolamentato.

In forza di queste premesse, le riforme nei sistemi tedesco, francese e inglese si sono appuntate sulla ridefinizione dell'equilibrio tra gli interessi coinvolti nell'operazione, alla luce dell'insufficiente e ristretta prospettiva espressa dall'assetto previgente. Le opzioni concretamente accolte hanno seguito, tuttavia, direzioni differenti. Nel caso tedesco, il legislatore ha rafforzato la posizione degli investitori, inasprendo così le condizioni apposte alla libertà degli emittenti di liberarsi di un luogo di scambio regolamentato dei titoli. Al contrario, le modifiche adottate in

Francia hanno attenuato i vincoli previgenti, al fine di scongiurare il rischio che un'eccessiva protezione degli investitori potesse agevolare condotte di natura abusiva. Ancora diversa è la posizione del sistema inglese che ha invece provveduto a formulare *ex novo* una disciplina in materia di *cancellation at issuer's request*, fattispecie fino a quel momento sostanzialmente irrilevante.

L'apparente forte eterogeneità delle soluzioni adottate cela, tuttavia, un più profondo processo di convergenza che i sistemi mostrano con riguardo agli interessi oggetto di tutela e al grado *minimo* di protezione assicurato a ciascuno di essi.

## **2. Le fonti delle regole e la capacità di adattamento nel tempo**

Le modifiche intervenute negli ultimi anni hanno esaltato l'importanza della flessibilità del sistema e della sua capacità di adattamento al rapido e costante mutamento che contraddistingue la struttura e il funzionamento dei mercati. Si tratta di un profilo che mostra forti connessioni con il tema del contenuto delle regole e della loro idoneità ad assicurare una *graduazione* dei vincoli apposti all'operazione in ragione delle sue concrete conseguenze sulla liquidità e sui costi di gestione dell'investimento. Su questa seconda questione avremo modo di intrattenerci oltre.

La diversa impostazione dei sistemi riflette i diversi meccanismi con cui ciascuno dei modelli di regolazione si è affermato nel tempo.

Quanto alla produzione delle regole, nel sistema inglese il tradizionale inquadramento del *delisting* tra le operazioni di trasformazione, ristrutturazione o consolidamento delle partecipazioni ha «assorbito» per lungo tempo il profilo della tutela degli investitori. È solo in tempi recenti che la materia ha acquistato un rilievo autonomo, sollevando l'interrogativo (più pratico che teorico) di quali regole destinare alle transazioni che, per un verso, sfuggono ai rimedi preposti dal diritto societario in ragione del ritorno al modello della *private company* e, per l'altro, non giungono allo *squeeze-out* delle azioni di minoranza. È altresì significativo che della risposta al quesito si sia fatta carico l'Autorità di vigilanza nella sua veste di *Listing Authority* e non il legislatore o il regolamento di mercato.

Il modello inglese si distingue, infatti, per l'attribuzione alla FCA di un ampio *rule-making power*, il cui esercizio è funzionale *inter alia* al perseguimento degli obiettivi della tutela degli investitori e della promozione della competitività dei mercati finanziari britannici. È in questa cornice che la Part. 9A del FSMA le aggiudica la competenza a plasmare le LRs in forza di una procedura naturalmente più snella rispetto a quella richiesta dall'*iter* parlamentare e idonea a reagire

prontamente ai mutamenti del mercato. Siffatta impostazione si riflette sul limitatissimo ricorso al canale giudiziario nella nostra materia.

Le innovazioni apportate alla LR 5.2 in materia di *cancellation of listing* sono frutto di un lungo periodo di consultazioni: il primo documento di discussione risale infatti al 2003 ed apre una stagione di riforme che si conclude soltanto nel maggio del 2014. A sollecitare l'intervento dell'Autorità è l'intenzione di salvaguardare l'attrattività dei mercati britannici, alla luce della sempre più articolata struttura delle *trading venues*, del conseguente intensificarsi del grado di competizione tra le stesse e del numero crescente di emittenti esteri quotati sul mercato nazionale. L'intero processo è un ottimo esempio dell'approccio «olistico» con cui la FCA provvede ad esercitare la funzione di regolazione finanziaria: il tutto prende avvio dalla chiara individuazione delle finalità di *policy* e si avvale di una serie di consultazioni volte a stimolare la partecipazione pubblica all'*iter* di riforma e a selezionare, sulla base dei responsi ricevuti e delle valutazioni di impatto formulate, la soluzione meglio rispondente agli obiettivi prefissati. In quest'ottica, la definizione della disciplina applicabile risulta poco influenzata da elaborazioni di stampo fortemente dogmatico, per mantenersi più aderente alle esigenze concretamente espresse dalla prassi.

All'estremo opposto di questo modello vi è quello tedesco, ove l'Autorità preposta dal governo federale alla vigilanza prudenziale dei mercati svolge un ruolo del tutto depotenziato nella definizione della disciplina finanziaria. A differenza del caso inglese, non rientrano tra le finalità perseguite dalla BaFin né la tutela della competitività della piazza finanziaria tedesca, né la promozione dell'efficienza dei mercati. L'enfasi è invece posta sul ruolo del legislatore (e, indirettamente, della giurisprudenza), oltre che dei regolamenti di mercato.

Le vicende legate al “problema” del *delisting* esemplificano in maniera paradigmatica il rilievo di queste osservazioni. Per un verso, infatti, il cuore delle previsioni si ricava dal contenuto dei §§ 39, Abs. 2, BörsG, e 29, Abs. 1, S. 1, H. 1, UmwG; per un altro, quella disciplina costituisce il precipitato di un'intensa opera di *rechtsfortbildung* dei giudici del BGH, volta a «compensare» l'insufficiente grado di protezione che i regolamenti di mercato accordavano agli investitori.

L'influenza esercitata della giurisprudenza in materia di *delisting* non stupisce se si considera l'importanza rivestita dalla stessa fino ai primi anni duemila per lo sviluppo del diritto societario e finanziario tedesco. La sostanziale inattività del legislatore, protrattasi fino ai primi interventi di modernizzazione del BörsG alla fine degli anni novanta, ha trovato un contrappeso proprio nell'attività interpretativa del BGH, diretta a colmare le lacune e ad adattare il sistema all'evolversi della prassi e delle esigenze dei mercati. Non è allora un caso che il dibattito si sia distinto in

questo contesto per il suo carattere fortemente dogmatico, incentrato sull'applicabilità dei rimedi offerti dalla disciplina sulle società azionarie ad una fattispecie collocata «al confine» tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari.

Il modello tedesco è l'unico tra quelli oggetto di indagine ove la giurisprudenza abbia svolto un ruolo così significativo. Se si confronta il modello francese con i due poli non appena illustrati non può mancarsi di osservare che ad una fase più risalente, segnata dalla centralità degli interventi adottati *in via di prassi* dalla COB, ha fatto seguito una seconda contraddistinta da un'influenza più spiccata della norma primaria.

Si deve invero all'iniziativa della COB la progressiva espansione dell'obbligo di offerta di acquisto oltre il perimetro applicativo del mutamento del controllo, a tutela della liquidità e del valore di scambio dei titoli. Considerazioni di tenore analogo valgono per la *procédure de retrait ordonné* in materia di migrazione delle negoziazioni, introdotta dalla COB nel 1990 e successivamente recepita dal regolamento di mercato. Si è detto che tali interventi avvenivano non senza una «forzatura» dei poteri interpretativi e regolamentari di cui essa disponeva. La scelta di imporre all'azionista di controllo l'acquisto dei titoli detenuti dalla minoranza "residuale" in occasione di transazioni idonee ad incidere sulla *decision d'investissement* dell'azionista trovava il proprio fondamento nell'Autorità morale di cui la COB disponeva e nella sua capacità di conformare il sistema alle proprie valutazioni. Ciò si rifletteva, del resto, negli inviti rivolti al legislatore ad intervenire per recepire tale prassi.

A partire dall'introduzione con la legge del 2 agosto 1989 dell'istituto dell'o.p.r. è il legislatore ad aver assunto un ruolo centrale nello sviluppo delle previsioni in materia. L'impostazione del modello francese si è tuttavia mantenuta aderente al tracciato segnato dalla COB, facendo dell'o.p.r. il fulcro della disciplina sul *delisting*, tanto nella prospettiva della società emittente, quanto in quella degli azionisti "residuali".

La forte presenza della norma primaria nella definizione della disciplina ha fatto sì che anche in Francia, come in Germania, l'adattamento del sistema all'evolversi dei mercati sia risultato meno agevole di quanto illustrato con riguardo all'ordinamento inglese. Sebbene le rigidità ed i rischi di abusi connessi alla previgente soglia in materia di r.o. fossero emersi in letteratura già nei primi anni duemila, è solo con la *Loi Pacte* che il sistema abbandona quel riferimento per allineare i requisiti a quelli previsti sui principali mercati europei. Ciò induce a guardare con altrettanto interesse alla scelta, poco precedente, di graduare i vincoli apposti all'operazione, là dove all'abbandono segue la migrazione delle negoziazioni verso un mercato privo della qualifica di regolamentato, opzione rimasta - ad oggi - estranea a tutti gli altri modelli.

Quanto al sistema italiano, la disciplina risulta, come negli ordinamenti tedesco e francese, incentrata sulle norme di fonte primaria. Il problema della adattabilità delle regole all'evolversi dei mercati risulta in questo contesto particolarmente attuale, atteso il carattere ormai risalente della regolamentazione. Alcuni dei quesiti di fondo legati alla nostra materia appaiono infatti ormai superati se posti a raffronto con l'evoluzione che ha connotato gli altri sistemi, ove la direzione assunta dalla disciplina assume contorni ben più definiti. Ciò suggerisce di guardare al dettato normativo prestando speciale attenzione alle esigenze di coordinamento che esso pone, affidate proprio al lavoro dell'interprete. Merita inoltre segnalare che anche nel sistema italiano, come in quello francese, né la giurisprudenza, né il regolamento di mercato mostrano di aver giocato nel tempo alcun ruolo significativo. Lo spazio riservato alle fonti secondarie di disciplina, e in particolare al potere regolamentare della Consob, appare altrettanto circoscritto.

In definitiva, la tendenza a cui si assiste è quella di affidare la regolazione della materia alle norme di fonte primaria. Il che segnala come l'esigenza di definire in via imperativa *standard* di tutela uniformi ha prevalso su quella di assicurare un maggior grado di flessibilità al sistema. Si pone sul medesimo piano anche la scelta di non formulare mere indicazioni di principio<sup>(1)</sup> ma di provvedere a disciplinare *direttamente* forme e limiti dell'operazione, sì da circoscrivere lo spazio assegnato al potere di autoregolamentazione del mercato e alla discrezionalità tecnica del gestore in sede di esclusione. Emblematica in tal senso è l'esperienza dell'ordinamento tedesco, unico tra quelli oggetto della nostra analisi ad aver per lungo tempo *delegato* ai regolamenti la valutazione su come articolare in concreto il bilanciamento, per poi abbandonare tale opzione in favore della definizione delle condizioni di uscita con disposizione di legge. Né può ritenersi che la materiale collocazione tra le *Règles de négociation Euronext* della disciplina francese in tema di *Radiation sur demande de l'Emittent* e migrazione delle negoziazioni sconfessi le considerazioni non appena formulate. Vero è, tuttavia, che in Francia la mancata espressa disciplina da parte del legislatore delle operazioni di *delisting* avviate da emittenti di diritto estero trova il proprio contrappeso proprio nel regolamento di mercato, che estende a questi ultimi i limiti vigenti per le richieste di de-quotazione provenienti dalle società di diritto francese. Si tratta di un dato interessante, soprattutto in ragione delle scelte operate nell'ordinamento italiano e della sostanziale assenza di indicazioni in tal senso, al di fuori del (ristretto) perimetro applicativo dell'art. 2.5.6. del Regolamento.

---

<sup>(1)</sup> Il passaggio si avverte soprattutto nel sistema tedesco, ove - lo si è visto - fino al 2015 il § 39, Abs. 2, BörsG si limitava a prevedere che la revoca della quotazione disposta dalla Borsa su richiesta dell'emittente non contrastasse con la tutela degli investitori.

### 3. Il *delisting* tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari

La diversità di modelli, a fronte di obiettivi di tutela che - lo vedremo - si mostrano convergenti, si lega altresì all'inquadramento che ciascun sistema fa della fattispecie alla luce del rapporto tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. È, infatti, indubbio che la vicenda si presti ad essere riguardata da un duplice angolo di visuale, ossia dal punto di vista del «mercato» e da quello della «società». Ciò fa sì che la disciplina possa attingere volta a volta, e a seconda del contesto entro cui l'operazione si colloca, a strumenti di natura diversa, sollevando l'interrogativo in merito all'effettiva confrontabilità ed equipollenza dei modelli.

Dei quattro sistemi oggetto di analisi si è messa in luce la peculiarità di quello inglese, che sfugge per certi versi ad una proficua comparazione sul punto. Sebbene, infatti, le *public companies* risultino destinatarie, già all'interno del CA 2006, di regole più stringenti rispetto a quelle dettate per le *private companies*, è indubbio che là dove si tratti di una *publicly traded company* ad acquistare rilievo essenziale siano le LR. Il CA 2006, a dire il vero, quasi non distingue tra società che abbiano o meno offerto le proprie azioni al pubblico: la divaricazione normativa tra i due modelli dipende dalle integrazioni operate dalle LR, la cui ampiezza è tale da riguardare sia temi «a cavallo» tra diritto dei mercati e diritto societario, sia temi puramente riconducibili all'ambito «endo-societario». Ciò si lega all'impossibilità di marcare nel contesto inglese una separazione tra diritto dei mercati finanziari e diritto societario assimilabile a quella che ha invece tradizionalmente contraddistinto il sistema tedesco. La collocazione della disciplina sul *delisting* all'interno delle LR non può dunque che leggersi alla luce di queste premesse.

Se si guarda, invece, agli altri sistemi, un primo approccio potrebbe essere quello di impostare la questione guardando al rapporto tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari nel suo significato più tradizionale, ossia: come corpi normativi rigidamente separati, in ragione della forte eterogeneità degli scopi perseguiti e delle tecniche di tutela adottate. In questa prospettiva, la tutela dell'azionista in quanto partecipante all'organizzazione sociale risulta isolata rispetto a quella accordatagli nella sua veste di acquirente di strumenti negoziati su un mercato regolamentato: la prima è «affare» del diritto azionario, mentre la seconda rientra nel perimetro del diritto dei mercati finanziari. Si tratta di un approccio che rispecchia le posizioni della dottrina tedesca più risalente, restia ad abbandonare una concezione del diritto azionario del tutto «*Kapitalmarktfern*».

Se questa fosse la premessa della nostra analisi, sarebbe agevole rilevare come ciascuno dei sistemi attribuisca alla vicenda un rilievo differente. Nel caso francese, è il diritto dei mercati ad aver sviluppato nel tempo istituti volti a tutelare l'azionista "residuale" nella sua veste di titolare di strumenti quotati. Nel sistema italiano, la vicenda assume, al contrario, i tratti di un'operazione direttamente rilevante in un'ottica endo-societaria, come attestato dal ricorso al canale del disinvestimento dato dal diritto di recesso. In quello tedesco, la separazione tra *kalt* e *reguläres delisting*, quanto agli strumenti di tutela adottati, riflette la concettuale distinzione tra i due corpi normativi.

Che una siffatta impostazione sia ormai incompatibile con il naturale orientamento dell'impresa azionaria verso il mercato dei capitali è attestato in maniera paradigmatica dall'evoluzione che ha caratterizzato la disciplina nel sistema tedesco. In quest'ultimo contesto, ove fino ai primi anni duemila la rigida contrapposizione tra *Verbandsrecht* e *Kapitalmarktrecht* induceva il legislatore a confinare il rilievo del *delisting* all'alveo del mercato finanziario, si è fatta spazio nel tempo una visione funzionale a valorizzare la posizione «ibrida» fra l'*Anleger* e il *Verbandsmitglied* dell'azionista. In quest'ottica non sorprende che le difficoltà inizialmente riscontrate dalla giurisprudenza nell'inquadrare il *delisting* tra le c.d. *Grundlagen- und Strukturänderung* e accordare così alla minoranza un diritto di recesso non scritto, non abbiano impedito al legislatore di introdurre al § 29, Abs. 1, UmwG una fattispecie di *Abfindung* precipuamente volta a tutelare la *quotazione del titolo* o, con una terminologia differente, l'azionista in qualità di *Anleger*. Lo strumento risulta funzionalmente equiparabile a quello previsto al § 39, Abs. 2, BörsG: lo stesso principio a cui si informa la tutela della minoranza azionaria in occasione di modifiche fondamentali dell'assetto organizzativo, sintetizzabile con la formula "*dulde und liquidiere*", acquista valore anche là dove i mutamenti intervenuti coinvolgano l'azionista nelle sue vesti di investitore.

Anche nel sistema italiano la scelta di affidare alla delibera dell'assemblea straordinaria e, soprattutto, al diritto di recesso la protezione dei titolari di strumenti quotati non deve intendersi quale indice del rilievo che l'abbandono della quotazione presenta per la struttura della società o della singola partecipazione. Al contrario, essa segnala come la presenza di un mercato di scambio regolamentato delle partecipazioni arricchisce la sfera di interessi del singolo azionista-investitore di un tratto ulteriore: quello dell'agevole negoziabilità del titolo. Il fatto che tale interesse trovi tutela mediante ricorso ad uno strumento di natura tipicamente associativa, quale il recesso, e non «di mercato», quale un'o.p.a., risulta nel nostro ordinamento ancora meno sorprendente, se letto valorizzando una ricostruzione del recesso come "atto strutturalmente di disinvestimento", e non come strumento di dialettica endo-societaria o sanzione per il comportamento abusivo della

maggioranza. Lo strumento diviene, in altri termini, funzionale a valorizzare le esigenze di finanziamento dell'impresa e, con esse, le aspettative riposte da ciascun azionista nella salvaguardia del valore della partecipazione in corrispondenza di decisioni adottate dalla maggioranza e idonee ad alterare le originarie condizioni di rischio dell'investimento. Non è un caso che l'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* c.c. sia coincisa con il radicale cambio di paradigma adottato dalla riforma del 2003 ed il contestuale ampliamento delle cause di recesso al di là delle sole delibere di fusione e scissione.

Ecco che, allora, in entrambi i contesti la vicenda acquista tratti equiparabili sia che la si guardi dall'angolo di visuale del diritto dei mercati finanziari, sia che la si guardi da quello societario.

Per un verso, l'investitore che compra titoli negoziati fonda la propria scelta di acquisto sulle aspettative riposte nella futura liquidabilità della partecipazione alle condizioni offerte dall'esistenza di un mercato *liquido e funzionante* dei titoli. Il venir meno di quest'ultimo elemento si pone, pertanto, in contrasto con tale fiducia e sollecita la previsione di rimedi. Per un altro verso, il fatto che la partecipazione sia stata assunta su un mercato di scambio regolamentato qualifica in maniera determinante le caratteristiche dell'operazione di investimento e legittima così la previsione di salvaguardie, là dove la maggioranza dovesse riorganizzare le regole che disciplinano l'attività comune in modo tale da incidere su quell'elemento.

Considerazioni analoghe possono svilupparsi anche guardando alla vicenda nella prospettiva della maggioranza azionaria. Da un lato, assicurare alle società emittenti che l'ingresso sul mercato non è una «strada senza via di ritorno» rappresenta un chiaro incentivo alla quotazione e promuove l'attrattività e la competitività del mercato in una prospettiva internazionale. Dall'altro, il funzionamento dell'ente si fonda sul principio maggioritario: modifiche, anche radicali, dell'assetto organizzativo trovano il proprio limite non certo nel riconoscimento in capo al singolo azionista di diritti individuali intangibili senza il concorso della sua volontà, ma, piuttosto, nella tutela dell'*interesse al disinvestimento* di chi “*non abbia contribuito a determinare il mutamento [e si trovi] coinvolto in un'operazione diversa da quella alla quale aveva scelto di partecipare*”<sup>(2)</sup>.

Ed è proprio quest'ultima salvaguardia a stimolare l'investimento in capitale azionario.

Dal confronto dell'esperienza francese con quella tedesca e italiana si trae una conferma della bontà delle considerazioni formulate. Il diritto societario presenta in Francia un rilievo del tutto marginale nella definizione della disciplina in discorso. Le sue norme assumono senz'altro peso là dove l'uscita si accompagna ad operazioni straordinarie o sul capitale, specialmente sul versante dei meccanismi di formazione della volontà dell'ente, ma è al diritto dei mercati che si deve

---

<sup>(2)</sup> Il virgolettato in C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali*, cit., p. 93.

l'elaborazione di regole sul *delisting*. Il punto emerge con chiarezza se si considerano due elementi: per un verso, l'abbandono delle negoziazioni non può mai avvenire in forza di una delibera (assembleare o consiliare) avente tale oggetto, ma è un risultato perseguibile soltanto con operazioni *di mercato*; per un altro, là dove il mercato e la sua liquidità dovessero essere pregiudicati (anche solo in via potenziale) per effetto della concentrazione delle azioni nelle mani di un gruppo di controllo ovvero di modifiche statutarie deliberate dalla maggioranza, alla minoranza residuale si riconosce la facoltà di «riscuotere» il valore monetario del proprio investimento. Lo strumento predisposto a tale fine è quello dell'o.p.r., la cui ampia articolazione si spiega anche alla luce dell'assenza nel diritto azionario di un istituto assimilabile all'*Abfindung* o al diritto di recesso. Emerge così un ulteriore momento di contatto tra le due discipline: la natura collettiva degli strumenti di tutela apprestati dal diritto societario francese e la rigidità sottesa alla categoria dei c.d. *droits propres* sollecitano la previsione di rimedi da parte del diritto dei mercati finanziari, funzionalmente equipollenti ai canali di disinvestimento endo-societari previsti nei sistemi tedesco e italiano.

Non volendo in questa sede prendere posizione sul complesso dibattito relativo al rapporto tra regole e sviluppo dei mercati finanziari<sup>(3)</sup>, ciò che preme rilevare è che il terreno sul quale si misurano i diversi modelli attesta l'esistenza nella nostra materia di un interessante processo di convergenza non «formale», ma «funzionale» tra discipline<sup>(4)</sup>.

---

<sup>(3)</sup> Si tratta di un filone di ricerca sviluppato da R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER E R. VISHNY, autori di numerosi saggi volti ad illustrare come il maggior grado di dispersione della proprietà azionaria – presunto indice di sviluppo avanzato del mercato finanziario – debba intendersi quale conseguenza della superiorità della disciplina di *common law* su quelle di *civil law* in materia di protezione della minoranza. Di qui la tesi iniziale secondo cui “corporate law matters” (cfr. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.* 52, 1997, p. 1131 ss.; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate ownership around the world*, in *J. Fin.* 54, 1999, p. 471 ss.; R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Agency problems and dividend policies around the world*, in *J. Fin.* 45, 2000, p. 1 ss.; ID., *Investor protection and corporate governance*, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000, p. 3 ss.), a cui ha fatto seguito una parziale revisione, nel senso di ritenere che “securities law matters, perhaps even more so than company law” (v. R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *What works in securities law?*, in *J. Fin.* 61, 2006, p. 1 ss.). Le critiche a tale impostazione sono altrettanto note (cfr., tra gli altri, B. R. CHEFFINS, *Does law matter? The separation of ownership and control in the United Kingdom*, in *Journal of Legal Studies* 30, 2001, p. 459 ss., il quale pone in luce come, al contrario, il diritto abbia contribuito in misura davvero ridotta alla nascita dei mercati; J. C. COFFEE, *Convergence and its critics, what are the preconditions to the separation of ownership and control?*, University of Columbia, Working Paper No. 179, 2000, che esalta l'importanza dell'autoregolamentazione; ID. *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, in *Yale Law Journal* 111, 2001, p. 1 ss.).

<sup>(4)</sup> V. *infra*, par. 4 ss.

Al quadro che si è avuto modo di tracciare merita di essere aggiunta un'ultima osservazione: vi sono, infatti, due ragioni per le quali il *delisting* coinvolge *in ogni caso* aspetti di diritto dei mercati finanziari. Da un lato, la disciplina deve fare i conti con il fatto che l'operazione potrebbe riguardare società straniere, nei cui confronti non trovano applicazione le norme di diritto societario interno. Dall'altro, è il diritto finanziario ad attribuire al gestore il potere di escludere gli strumenti, anche quando ciò avvenga per iniziativa della società emittente.

Sotto il primo profilo, se non fosse possibile individuare una disciplina di riferimento là dove la società emittente coinvolta sia di diritto estero ne deriverebbe una grave lesione della tutela degli investitori, che si vedrebbero privati di salvaguardie per il solo fatto di aver acquistato titoli emessi da una società straniera. Allo stesso tempo, la previsione di una via di uscita dal mercato, anche in assenza di un contestuale trasferimento delle negoziazioni, assicura *soprattutto* agli emittenti esteri una garanzia di reversibilità della scelta assunta. Il punto emerge con chiarezza sia nel sistema tedesco, ove il § 39, Abs. 2, BörsG, nell'intento di promuovere la competitività e l'attrattività del mercato, si indirizza anche alle richieste di esclusione formulate da emittenti stranieri, sia nel sistema francese, ove la disciplina sui trasferimenti riguarda *tutti* gli emittenti quotati sul mercato nazionale e quella in materia di *Radiation sur demande de l'Emittent*, prevista dal regolamento di mercato, si indirizza a quelli stranieri. Alla luce di tali riflessioni, si è messa in luce la posizione di retroguardia dell'ordinamento italiano, che si distingue, invece, proprio per l'assenza sia nel t.u.f., che nel regolamento di mercato di indicazioni che consentano di ricostruire con completezza il sistema normativo applicabile alle società straniere con azioni quotate in mercato regolamentato italiano.

Quest'ultimo aspetto si lega al secondo profilo sopra menzionato. Si è detto che la MiFid II all'art. 52 abilita il gestore ad escludere gli strumenti finanziari che abbiano cessato di rispettare le regole del mercato regolamentato, a meno che tale esclusione non rischi di causare un danno rilevante agli investitori o al funzionamento ordinato del mercato. In tutti questi casi, la valutazione del gestore interviene quando sono ormai *già* venute meno le condizioni richieste per il mantenimento di un mercato normale degli strumenti. Diversa è l'ipotesi in cui l'esclusione abbia ad oggetto strumenti *di per sé* ancora negoziabili: in questo caso, infatti, il potere di esclusione non trova fondamento nell'art. 52 MiFid II poiché la valutazione interviene in un momento in cui gli investitori dispongono ancora di un mercato regolarmente funzionante su cui liquidare la partecipazione.

Ciò che qui interessa rilevare è che *tutti* i sistemi riconoscono al gestore di un mercato regolamentato un potere di esclusione degli strumenti *più ampio* di quello attribuitogli dalla MiFid

II. Le indicazioni più chiare in questo senso provengono dai sistemi inglese e tedesco, che accordano *expressis verbis* il potere di esclusione anche «su richiesta della società emittente». In Francia è il regolamento di mercato che, nell'integrare quanto previsto all'art. L. 421-14, V, Code mon. fin. in materia di *downlisting*, abilita il gestore ad escludere gli strumenti, quando la domanda avanzata dall'emittente sia volta a mantenere o a trasferire la quotazione su un altro mercato che assicuri tutele equivalenti. Parimenti nell'ordinamento italiano, gli artt. 2.5.5. e 2.5.6. del regolamento consentono al gestore di escludere gli strumenti su richiesta dell'emittente, in attuazione degli artt. 133 t.u.f e, non senza una certa «forzatura» del dato letterale, 2437-*quinquies*, c.c.

Dalle previsioni richiamate si ricavano alcuni elementi comuni. È anzitutto chiaro che, là dove il potere di esclusione sia esercitato dal gestore in relazione a fattispecie che esulano dal perimetro applicativo dell'art. 52 MiFid II è necessario che l'iniziativa provenga dalla *società emittente*, mediante formulazione di un'espressa *richiesta* in tal senso. È altresì chiaro che in nessun caso l'esclusione è conseguenza automatica della domanda, ma che spetta al gestore accordarla, dopo aver verificato che le condizioni richieste a tale fine risultino adempiute.

#### **4. Gli interessi oggetto di tutela**

Nell'esaminare il contenuto delle regole giova muovere da un'affermazione preliminare.

È, infatti, chiaro che tutti i sistemi disciplinano la materia a partire dal presupposto secondo cui l'operazione coinvolge interessi per loro natura contrapposti. Da un lato, vi sarebbe la volontà dell'emittente (o del suo azionista di controllo) di liberarsi del mercato di quotazione dei propri titoli; dall'altro, quella degli azionisti-investitori di non perdere i benefici e le garanzie assicurati dall'esistenza di un luogo di scambio delle partecipazioni liquido e funzionante.

Quanto alla prima, si è detto che il *delisting* volontario presuppone, in ogni caso, che il risultato dell'esclusione sia frutto di un'iniziativa dell'emittente o del suo azionista di controllo. È proprio questo tratto a distinguerlo da quello disposto d'ufficio dal gestore, secondo il tenore dell'art. 52, comma 1, MiFid II: in quel caso, infatti, l'esclusione è adottata quale *extrema ratio* in relazione a strumenti che abbiano cessato di rispettare le regole del sistema e la cui permanenza sul mercato rischierebbe di causare un danno agli investitori più rilevante di quello che provocherebbe un provvedimento di *delisting*. Si tratta, pertanto, di una fattispecie che trova quale fondamento e limite la sola tutela degli investitori.

L'idea secondo cui l'abbandono del mercato possa dipendere, non solo da interessi di natura pubblica funzionali a salvaguardare la fiducia nell'integrità del mercato, ma anche da esigenze

riconducibili alla stessa società emittente è ormai risalente nel tempo. Sotto un primo profilo, la quotazione non impedisce alle società di intraprendere operazioni straordinarie o sul capitale che abbiano quale conseguenza, pur indiretta, il venir meno della negoziabilità dei titoli azionari. Sotto un secondo profilo, tutti i sistemi riconoscono (già da tempo) all'azionista o al gruppo di controllo che abbia concentrato nelle proprie mani una frazione di capitale tale da rendere pressoché irrisorio il flottante residuo il «potere» di abbandonare il mercato, ormai non più funzionante. Accanto a queste fattispecie, si è fatta spazio nel tempo anche quella della «pura» richiesta di esclusione, la quale assume, tuttavia, contorni non perfettamente aderenti nei quattro sistemi<sup>(5)</sup>.

In linea più generale, può affermarsi che l'importanza di assicurare alle società la facoltà di liberarsi del mercato, quando esso abbia cessato di rappresentare un'opzione di finanziamento conveniente, va affermandosi con sempre maggior vigore. Nel sistema tedesco, l'assenza di previsioni in materia di o.p.a. obbligatoria e *squeeze-out* spingeva il legislatore ad affermare a chiare lettere già nel 1998 che la quotazione può essere revocata dalla Borsa anche “*auf Antrag des Emittenten*”. Nel sistema francese, le difficoltà in cui incorrevano gli emittenti intenzionati ad abbandonare il mercato hanno condotto nel tempo ad un abbassamento della soglia funzionale al lancio di una r.o., sì da scongiurare il rischio di abusi da parte di minoranza residuali. In Inghilterra, l'eventualità di una *cancellation at issuer's request*, del tutto sconosciuta fino all'introduzione delle LRs, si afferma in tempi recenti come corpo normativo a sé stante. Nel sistema italiano è ormai superata la tesi secondo cui dovrebbe ritenersi implicitamente vigente un principio di «andata senza ritorno», soprattutto alla luce delle profonde innovazioni apportate dalla riforma del 2003 all'istituto del recesso.

Se tale premessa emerge con chiarezza in tutti gli ordinamenti esaminati, risulta altrettanto chiaro che in nessun caso la «strada di ritorno» può essere percorsa liberamente. In altre parole, così come l'ingresso sul mercato non dipende da un mero atto di volontà della società quotanda (pur presupponendolo), anche l'uscita incontra precisi vincoli e condizioni. Sebbene «l'intensità» e la natura di siffatte restrizioni siano diverse in ciascun sistema, uno dei profili sui quali abbiamo avuto modo di soffermarci nell'analisi è proprio quello dell'idoneità di queste regole a tradursi direttamente in uno strumento di protezione dell'azionista-investitore dalla perdita del mercato.

Si può dire, in via preliminare, che la comune tendenza ad apporre limiti alla facoltà per l'emittente di ottenere l'esclusione degli strumenti non si giustifica in un'ottica di contrarietà dell'operazione ad un interesse superiore del mercato a che le società, mantenendo il loro *status* di

---

<sup>(5)</sup> V. *infra* par. 4.3.

quotate, contribuiscano ad implementare la ricchezza generale. In altre parole, la disciplina non mira a valorizzare l'interesse di un'indistinta platea di soggetti a negoziare i titoli sul mercato, ma guarda alla vicenda secondo una prospettiva ben più circoscritta, ossia: quelle delle parti *direttamente* interessate dal provvedimento. È altresì evidente che in nessun caso le regole conferiscono rilevanza agli incentivi del gestore a salvaguardare le dimensioni del listino azionario.

L'interprete si trova così in tutti i sistemi a prendere atto della medesima impostazione generale: l'operazione di *delisting* innesca un conflitto tra forze contrapposte *all'interno* dell'organizzazione sociale, la cui soluzione non può che richiedere la formulazione di un *bilanciamento*. Nel sistema inglese tale conflitto può alternativamente instaurarsi: *i)* tra i titolari della funzione gestoria e gli azionisti tutti, là dove si tratti di un'operazione avviata da una società priva di un azionista di controllo; *ii)* tra soci di maggioranza e soci minoritari, in caso contrario. Negli altri sistemi, ove la disciplina si sviluppa in relazione ad un contesto di proprietà azionaria in prevalenza concentrata, le regole assumono a riferimento principale la dialettica maggioranza-minoranza.

La premessa da cui muovono tutti gli ordinamenti è che la *scelta* di abbandonare il mercato sia *in re ipsa* destinata ad incidere negativamente sugli interessi di tutti i soci o di un gruppo di essi. Ed è proprio il profilo della natura di tali interessi e degli argomenti che giustificano la previsione di cautele a rappresentare un punto di chiara convergenza tra i quattro sistemi.

Sotto un primo profilo, risulta sempre meno diffusa l'idea secondo cui il *delisting* debba intendersi alla stregua di un evento patologico, in quanto contrario all'essenza stessa del tipo azionario e pertanto ammissibile solo in presenza di circostanze eccezionali. Con il moltiplicarsi dei canali di finanziamento e la crescente segmentazione delle sedi di negoziazione, appare sempre più chiaro come la de-quotazione altro non sia se non il frutto di una valutazione costi-benefici, non dissimile da quella che caratterizza la decisione di domandare l'ammissione sul mercato delle azioni. La presenza di limiti al suo compimento non si giustifica dunque in alcun caso per un suo presunto carattere "regressivo".

È tuttavia vero che questo passaggio comporta una modifica degli equilibri fra i diversi titolari dell'investimento in capitale azionario che non risultano invece turbati dall'ingresso dell'emittente sul mercato, come attestato dalla predisposizione di cautele del tutto estranee alla fase del *listing*. Ed è già questa asimmetria a spiegare perché il *delisting* non presenti in alcun caso i caratteri di un'operazione di trasformazione. Piuttosto, ciò che emerge dagli studi più recenti sul rapporto tra la società per azioni orientata verso il mercato dei capitali e quella che ne è lontana è che il diritto azionario appare, nei sistemi continentali, sempre più polarizzato sulla coesistenza di due regimi

giuridici per due “*Realtypen*”, diversi sì, ma non al punto da far pensare al passaggio di *status* come ad un mutamento di tipo.

L'apposizione di «barriere» all'uscita si spiega, allora, per altre ragioni.

Le esperienze tedesca, francese e italiana risultano sul punto direttamente confrontabili: la comune ispirazione dipende dall'attenzione rivolta ai profili della liquidità e dei costi di transazione dell'investimento azionario. Si è, infatti, posto in luce come in questi sistemi l'esistenza di un luogo di scambio dei titoli, soggetto ad una disciplina speciale, non rappresenti un valore tutelato *ex se*, ma, piuttosto, nella sua qualità di presupposto fondante la partecipazione azionaria.

L'agevole negoziabilità dei titoli e la trasparenza informativa rappresentano l'incentivo accordato agli investitori che decidano di sottoporre le proprie risorse al potere di riorganizzazione detenuto dalla maggioranza azionaria, in cambio di una pretesa di natura residuale sui risultati dell'attività comune. L'apposizione di limiti mira, di conseguenza, a salvaguardare la fiducia riposta dal titolare di strumenti quotati nella permanenza di quelle garanzie per il tutto il tempo che intercorre tra l'acquisto e la liquidazione della partecipazione. Non serve poi spendere molte parole per rimarcare come la possibilità di dismettere in ogni momento l'investimento presupponga non solo che un mercato esista, ma che esso funzioni regolarmente.

Sul punto si rendono opportune due precisazioni ulteriori. Per un verso, a rilevare non è il mero fatto di aver acquistato le azioni su un mercato, ma di aver selezionato un *determinato* mercato, caratterizzato da precise regole di funzionamento e un certo grado di liquidità e di tutele. Tutti i sistemi mostrano, infatti, di circondare di cautele anche l'operazione di mera *migrazione* delle negoziazioni, perfino là dove la *trading venue* di approdo sia un diverso mercato regolamentato all'interno dell'Unione Europea. Per un altro verso, pur essendo indubbio che la vicenda si presti ad essere riguardata da un duplice angolo di visuale, ossia dal punto di vista del «mercato» e da quello della «società», si è detto come tale diversità di approcci non debba intendersi nel senso di una diversità di fondo tra gli interessi oggetto di tutela. In particolare, la *negoziabilità* della partecipazione, non in termini astratti di mera possibilità di trasferirla, bensì *concreti*, di esistenza ed efficienza di un luogo di scambio ove liquidarla *in ogni tempo e a costi ridotti*, finisce nei sistemi italiano e tedesco per rientrare tra quegli elementi a cui il legislatore attribuisce carattere qualificante la scelta del singolo di partecipare a una società per azioni. Ne deriva, già in un'ottica «endo-societaria», il riconoscimento di un *exit* in favore della minoranza che voglia riappropriarsi della ricchezza investita a fronte del venir meno del mercato per volere della maggioranza. Nel

sistema francese, ove al diritto societario manca uno strumento protettivo della medesima natura, l'articolata disciplina in materia di o.p.r., del tutto sconosciuta in Germania e solo in minima parte presente in Italia, si basa sul medesimo principio, pur disciplinando la vicenda in una prospettiva «esterna» all'organizzazione ed incentrata sui presupposti fondanti il c.d. *contrat d'investissement*.

Non perfettamente sovrapponibile risulta, invece, la posizione adottata nel sistema inglese, ove il “bene” protetto non pare esaurirsi nella quotazione del titolo. Le cautele dettate dalle LRs risultano, piuttosto, funzionali a salvaguardare il rilievo che, sotto il profilo del governo societario e dei diritti accordati alle minoranze, presenta la scelta dell'emittente di destinare le proprie azioni alla quotazione sul segmento *Premium* del LSE. In altre parole, l'interesse (dei soci tutti o di quelli minoritari) a non perdere il mercato acquista in questo contesto un significato più ampio, legato all'appartenenza ad un modello societario connotato da *standard* di tutela più elevati, non solo di quelli previsti dal CA 2006 per le *public companies*, ma anche di quelli assicurati sul segmento *Standard* del LSE. La fiducia riposta dagli investitori nella possibilità di liquidare in ogni tempo la propria partecipazione pare, invece, recedere *di per sé* innanzi alla scelta dell'emittente di domandare l'esclusione degli strumenti. Ad una tale conclusione si giunge - lo si è visto - valorizzando: *i*) l'assimilazione in punto di disciplina tra *delisting* e *downgrading* sul segmento *Standard* o, più in generale, ogni operazione di migrazione delle negoziazioni; *ii*) la radicale diversità di prospettiva adottata dal legislatore con riguardo alla richiesta di esclusione sui segmenti *Standard* e *Premium*.

#### 4.1. L'operazione nella prospettiva dell'emittente: le «strade» di uscita

Uno dei punti nodali della disciplina in ciascuno dei sistemi esaminati si lega alla considerazione per cui l'operazione di *delisting* si presta ad essere attuata con modalità differenti. Non esiste, invero, una sola «strada» di uscita, ma la varietà di ragioni e contesti che possono fondare la scelta di abbandono si riflette sulla pluralità di strumenti selezionabili dall'emittente a tale fine.

Si può dire, in via generale, che la comune tendenza dei sistemi ad attribuire al *delisting* tre possibili rilievi pratici si accompagna ad una non perfetta coincidenza tra le soluzioni concretamente predisposte in relazione a ciascuno di essi.

##### a) Il *delisting* come strumento per un'operazione di going private

Il *delisting* può anzitutto costituire il *mezzo* funzionale al compimento di un'operazione di c.d. *going private*. Ciò che lo caratterizza in questi casi è il fatto di rappresentare la mera *conseguenza* di operazioni (societarie o di mercato) le quali, pur non avendo quale unica e primaria finalità

l'abbandono del listino, conducono a quel risultato, in quanto esauriscono o riducono a percentuali irrisorie il flottante, ovvero incidono sulla stessa negoziabilità delle azioni (c.d. *kalttes* o *cold delisting*). L'uscita dal mercato non dipende, pertanto, da un'espressa richiesta formulata a tal fine dall'emittente, ma è direttamente disposta dal gestore per impossibilità di mantenere un mercato normale degli strumenti.

Rilievo centrale assumono in quest'ottica le transazioni funzionali a concentrare l'intero capitale azionario nelle mani di un azionista o di un gruppo di controllo e a determinare per questa via la cancellazione del titolo dal listino. Si noti che, sebbene la direttiva o.p.a. abbia familiarizzato tutti gli ordinamenti con gli istituti del *sell-out* e dello *squeeze-out*, l'analisi ha portato alla luce le differenze che ancora oggi sussistono quanto alla libertà per la maggioranza azionaria di escludere la minoranza. Le maggiori aperture in questo senso provengono dal diritto societario tedesco e inglese, che accordano tale facoltà anche nel compimento di operazioni di ristrutturazione d'impresa, a condizione che le partecipazioni coinvolte non superino il 10 per cento del capitale complessivo. Ben più rigida è la posizione dei sistemi francese e italiano, ove l'o.p.a. risulta ancora l'unico canale disponibile a tale fine.

Al di là di questi rilievi, è comunque chiaro che in *nessun caso* il compimento di operazioni straordinarie è precluso al fine di mantenere salva la quotazione ad ogni costo. Piuttosto, il fatto che la transazione comporti, pur se in via indiretta, la sparizione del mercato delle azioni sollecita la previsione di rimedi, sì da scongiurare il rischio che la sua attuazione possa tradursi in un'elusione dei vincoli generalmente apposti al *delisting*.

Un esempio particolarmente significativo dell'operare di questo meccanismo si rinviene nel sistema francese, ove lo strumento dell'o.p.r. si estende fino a ricomprendere ogni alterazione del "*contrat d'investissement par lequel l'actionnaire a adhéré à la société*", là dove innescata da un potere (pur legittimo) di riorganizzazione dell'investimento esercitato dalla maggioranza. Anche nei sistemi tedesco e italiano tale indirizzo emerge con chiarezza: qualora la de-quotazione sia l'effetto di un'operazione di diritto societario, alla minoranza azionaria è in ogni caso assicurato un *exit* nelle forme di un diritto di recesso<sup>(6)</sup>. E ciò anche se l'operazione di volta in volta considerata non rientri *di per sé* tra quelle a cui il diritto azionario associa un diritto al disinvestimento. Il modello inglese si fonda sul medesimo principio: basti in proposito considerare il disposto della LR 5.2.12 R, che attesta, in relazione alle operazioni ivi richiamate, come le cautele previste dal CA 2006 e dall'*Insolvency Act 1986* siano già idonee ad assicurare un grado sufficiente di tutela degli azionisti,

---

<sup>(6)</sup> Cfr. § 29, Abs. 1, S. 1 HS. 1, UmwG e art. 2437-*quinquies* c.c.

doendosi, invece, procedere negli altri casi ad un'integrazione delle norme via via applicabili con quelle dettate in materia di *cancellation of listing at issuer's request*.

*b) Il delisting come strumento di reazione ad un mercato delle azioni non più funzionante*

Là dove al *delisting* si accompagna il definitivo venir meno delle negoziazioni sui titoli, è indubbio il peso rivestito dalle operazioni di ristrutturazione d'impresa e consolidamento delle partecipazioni. Ciò non preclude, tuttavia, che l'esclusione possa intervenire anche al di fuori di tali vicende, quale reazione ad un mercato che abbia ormai perso l'originaria capacità di finanziamento. In proposito, è corretto affermare che tutti i sistemi accordano all'emittente il diritto di ottenere l'esclusione degli strumenti, qualora il capitale si sia concentrato per una frazione quasi totalitaria nelle mani di un azionista o di un gruppo di controllo, stante l'esiguità del flottante residuo. Sebbene le soluzioni predisposte a tale fine risultino formalmente diverse, è chiara la comunanza di intenti ad esse sottesa.

Il modello francese e quello italiano attribuiscono rilievo centrale al canale dell'offerta residuale: al raggiungimento della soglia del 90 per cento (del capitale o dei diritti di voto, nel sistema francese, dei titoli ammessi alla negoziazione in quello italiano) alla maggioranza è assicurato il diritto di uscire dal mercato dietro corresponsione di un prezzo adeguato agli azionisti residuali. A dire il vero, entrambi i modelli *sollecitano* tale esito: nel caso italiano, il diritto dei soci minoritari di chiedere al socio di maggioranza di acquistare le loro azioni sorge automaticamente se, nei novanta giorni successivi al raggiungimento della soglia, quest'ultimo non ripristini un flottante idoneo a garantire il corretto funzionamento del mercato; nel sistema francese, in presenza dei medesimi presupposti, si riconosce a ciascun titolare delle azioni conferenti i diritti di voto non detenuti dalla maggioranza, il diritto di pretendere da quest'ultima l'acquisto dei propri titoli ad un prezzo adeguato, là dove il mercato sia illiquido (c.d. *demand de retrait*).

I sistemi tedesco e inglese hanno per certi versi mantenuto nel tempo le peculiarità proprie nell'affrontare il problema in questione. Nel primo, ove la disciplina sul *delisting* emerge anteriormente all'introduzione di norme in materia di o.p.a. obbligatoria e esclusione della minoranza azionaria, il canale della *Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten* assicura un *exit* anche a quelle società che presentino le caratteristiche associate dagli altri modelli all'o.p.a. residuale. Sebbene non si tratti di presupposti espressamente enunciati dalla disciplina, gli studi empirici in materia segnalano come le richieste provengano solitamente da emittenti il cui capitale è ormai concentrato nelle mani di un solo azionista ed il cui mercato dei titoli ha cessato di funzionare correttamente. Nel sistema inglese, ove la disciplina sullo *squeeze-out* esiste dal 1929 e

L'esclusione della minoranza è possibile anche mediante ricorso agli *schemes of arrangement*, è indubbio che queste restino le «vie di uscita» principali.

*c) Il delisting come strumento di migrazione delle negoziazioni verso un diverso mercato (anche privo della qualifica di regolamentato)*

Terza e ultima eventualità è quella in cui l'esclusione sia funzionale ad una migrazione delle negoziazioni. Si tratta, come più volte rilevato, di una fattispecie che ha assunto nel tempo un significato nuovo, legato allo sviluppo dei sistemi multilaterali di negoziazione e al potenziale interesse dell'emittente ad intraprendere un'operazione di *downlisting*. Le opzioni di quotazione disponibili non si limitano più, infatti, all'alternativa tra diversi mercati regolamentati, ma contemplano piattaforme che, pur assicurando un apprezzabile grado di protezione all'investimento azionario, non attribuiscono all'emittente lo *status* di società quotata.

Se nell'ipotesi di abbandono delle negoziazioni l'interesse dell'emittente al *delisting* è inteso quale interesse ad abbandonare la quotazione *tout-court*, la fattispecie del trasferimento implica un giudizio di convenienza i cui termini di confronto sono mercati differenti. In sostanza, la scelta di percorrere «la via di uscita» si deve all'individuazione di un altro mercato che, in forza di una valutazione costi-benefici, si mostra maggiormente idoneo a soddisfare le esigenze di finanziamento dell'impresa. Nella prospettiva degli investitori, la sede di destinazione potrebbe rappresentare un'alternativa funzionalmente equiparabile al mercato prescelto con l'acquisto dei titoli o, al contrario, potrebbe implicare un mutamento *in peius* sia delle condizioni di liquidità dell'investimento che delle tutele apprestate. Ed è proprio su questo terreno che si misura l'idoneità di ciascun modello ad assicurare una *graduazione* della disciplina in funzione di siffatti elementi<sup>(7)</sup>.

Si noti che nel contesto europeo la valorizzazione delle istanze connesse al trasferimento della quotazione risulta ancor più accentuata in virtù della libertà di circolazione dei capitali che connota il mercato unico. Restrizioni a siffatta libertà devono ritenersi ammissibili se motivate da esigenze di protezione dell'investimento e se proporzionate alle finalità perseguite.

#### *4.2. Interessi degli investitori e limiti all'uscita dal mercato: i modelli di tutela*

Le considerazioni da ultimo formulate si legano al profilo dei modelli di tutela apprestati in favore dei soci-investitori e dell'equilibrio complessivamente disegnato da ciascun sistema.

---

<sup>(7)</sup> V. *infra* par. 4.3.

A tal proposito, giova muovere da un rilievo preliminare: in nessun caso il *delisting* dell'emittente è impedito al fine di assicurare il mantenimento del mercato ad ogni costo. Accogliere un principio siffatto comporterebbe l'impossibilità stessa per la società di abbandonare la quotazione al di fuori delle ipotesi in cui tale esito le è perfino imposto dal gestore. Si è detto come, piuttosto, tutti i sistemi disciplinino la materia a partire dall'esigenza di evitare che il mercato possa essere percepito dagli emittenti come un "*choix sans ticket de retour*". Il motivo chiave della regolazione è pertanto quello di giungere a definire un punto di equilibrio.

Nella prospettiva dell'emittente, ciò non può che tradursi in una «compressione» della libertà di abbandonare il mercato, in misura, tuttavia, *non superiore* a quanto strettamente necessario a conseguire i contrapposti obiettivi di tutela; nella prospettiva degli investitori, ciò impone di individuare un limite di sacrificio oltre cui l'emittente non può spingersi nel percorrere la «strada di ritorno».

L'analisi dei sistemi ha portato alla luce l'esistenza di due modelli di tutela.

Il primo consiste nel riqualificare l'interesse degli investitori in termini puramente compensativi: il mercato è elemento disponibile per la maggioranza azionaria a condizione che ai titolari di strumenti quotati sia corrisposto un equo indennizzo (c.d. *liability rule*). L'interesse a negoziare la partecipazione acquista così, in sede di *delisting*, le forme di un interesse a liquidarla a *condizioni adeguate*. In quest'ottica, l'esistenza di negoziazioni sui titoli non è mai elemento *di per sé* ostativo ad un *delisting*; essa impone però all'iniziatore dell'operazione un costo, la cui entità potrebbe già rappresentare un solido deterrente a percorrere la «strada di ritorno». Si tratta di una soluzione che pone all'attenzione dell'interprete i problemi della determinazione del corrispettivo e del controllo sulla congruità di quanto effettivamente versato.

La seconda impostazione consiste, invece, nell'attribuire ai soggetti lesi dall'esclusione il potere di impedire il *delisting* (c.d. *property rule*). Detto risultato può alternativamente conseguirsi: *i*) imponendo che l'operazione sia approvata dalla maggioranza dei soggetti incisi, ovvero *ii*) selezionando un criterio obiettivo di valutazione (tipicamente una soglia di concentrazione del capitale) a cui ancorare il giudizio circa la non contrarietà del *delisting* agli interessi degli investitori.

Nel primo caso, è chiaro l'intento di garantire che l'esclusione sia frutto di una decisione condivisa anche dal *gruppo* di azionisti su cui sono destinati a ripercuotersi gli effetti pregiudizievoli dell'operazione. In sostanza, la valutazione normativa muove dalla assimilazione del *delisting* ad una modifica implicita del contratto sociale tale da beneficiare il gruppo di controllo ed incidere, invece, negativamente sulle garanzie offerte alla minoranza dal mercato. È in forza di questa premessa che si giunge a subordinare l'accoglimento della richiesta di esclusione

al consenso della maggioranza della minoranza, assimilando così il trattamento a quello predisposto in favore degli azionisti di categoria in occasione di delibere idonee a modificarne *in peius* i diritti.

Il contesto proprietario di riferimento ha chiaramente delle ricadute sulla concreta articolazione di siffatto strumento di tutela: là dove la società sia priva di un azionista di controllo, la questione riguarda il rapporto tra *managers* e proprietà, essendo qui *tutti i soci* minoranza; in caso contrario, l'esigenza di tutela si pone con riguardo alla tipica dialettica «maggioranza-minoranza». Una distinzione che spiega il perché nel primo caso sia sufficiente ricorrere ad una *supermajority approval*, mentre nel secondo sia opportuna una sua combinazione con la *majority of minority approval*.

Diverso è il meccanismo con cui opera l'individuazione di una «soglia» di tutela assoluta della quotazione. In questo caso, infatti, la valutazione normativa muove dal presupposto secondo cui in presenza di una frazione di capitale non minimale detenuta da azionisti indipendenti, l'uscita dell'emittente finirebbe per pregiudicare gli interessi di un numero *troppo elevato* di investitori e per porsi così irrimediabilmente in contrasto con la fiducia da essi riposta nel corretto funzionamento del mercato. È solo con il superamento della soglia che la conformità del *delisting* agli interessi degli investitori non dipende più dall'adesione di ciascuno di essi all'operazione.

Un ulteriore profilo sul quale abbiamo avuto modo di soffermarci nel corso dell'analisi riguarda il rapporto tra le due impostazioni delineate, su cui è opportuno spendere alcune parole.

Fatta eccezione per il sistema tedesco, ove la scelta del legislatore è ricaduta su un modello di tutela *puramente* compensativo, nessuno degli altri sistemi adotta una posizione altrettanto radicale. L'individuazione di un punto di equilibrio dipende, infatti, da una combinazione tra i due rimedi, sul presupposto che il ricorso ad uno solo dei due si rivelerebbe inadeguato ad assicurare un equo bilanciamento. Per un verso, non si ritiene opportuno prescindere dalla volontà degli investitori, atteso che è su di essi che la decisione incide direttamente. Per l'altro, l'esclusivo ricorso ad una *property rule* incontra due limiti: lascia sprovvisti di tutele gli azionisti «residuali», e cioè quelli privi del potere di condizionare l'esito dell'operazione, e si concilia più difficilmente con il proposito di graduare le regole a seconda della tipologia di *delisting* di volta in volta considerata. Di contro, la previsione di un rimedio compensativo, pur autorizzando l'esclusione senza il consenso della minoranza, ha i pregi di assicurare protezione a tutti gli investitori e di potersi meglio adattare alle effettive conseguenze dell'operazione. La compensazione può infatti consistere in una mera *chance* di liquidazione sul mercato prima che il *delisting* produca i suoi effetti (c.d. *grace period*), ovvero in una garanzia di dismissione della partecipazione a condizioni non penalizzanti (c.d. *cash offer*).

Il primo espediente si attua imponendo all'emittente di mantenere gli strumenti sul mercato anche dopo l'annuncio del *delisting*, fino a quando non sia decorso un determinato lasso temporale. Nel definire la durata minima e massima del termine rileva, da un lato, la necessità di garantire agli investitori un *congruo* periodo di tempo per liberarsi delle azioni sul mercato, dall'altro, quella di evitare che un eccessivo prolungamento della transazione possa determinare incertezza sui suoi esiti. Lo strumento in esame dispensa la società dall'incorrere in costi direttamente associati alla salvaguardia del contrapposto interesse alla permanenza della quotazione: dopo che la decisione è stata assunta dall'organo competente, la transazione si conclude allo spirare di un lasso temporale. La sua elasticità consente inoltre di modularne la durata in ragione delle conseguenze dell'operazione di *delisting*, distinguendo a seconda che si tratti di un abbandono definitivo o di una migrazione delle negoziazioni e, in tale seconda eventualità, a seconda delle caratteristiche della *trading venue* di approdo.

Il c.d. *grace period* costituisce, tuttavia, uno strumento di protezione efficace a condizione che il mercato dei titoli funzioni correttamente anche dopo che la richiesta sia stata resa pubblica. La scelta di accordare agli investitori dissenzienti la possibilità di rivolgersi al mercato per vendere le azioni non assicura loro né di trovare *effettivamente* un acquirente, né di disinvestire a *condizioni eque*<sup>(8)</sup>. Quanto al primo profilo, potrebbe rivelarsi complesso accertare in tempo utile l'esistenza di potenziali acquirenti dei titoli. Quanto al secondo, una cosa è declinare l'interesse al disinvestimento nelle forme di un diritto alla liquidazione della partecipazione a condizioni *non penalizzanti*, prevenendo così il rischio di un deterioramento del valore di mercato dei titoli in conseguenza dell'operazione; altra cosa è assicurare una mera *chance* di liquidazione, che incorpora in sé la possibilità di un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento direttamente connesse all'annuncio del *delisting*.

È proprio in questa cornice che si inserisce lo strumento della *cash offer*. Esso neutralizza nella prospettiva degli investitori l'eventualità che la scelta di abbandono del mercato assunta dalla società possa condurre allo scenario di un disinvestimento penalizzante: il *delisting*, pur non avvenendo a condizioni *ottimali*, e cioè a quelle valutate dall'investitore come più profittevoli, non sconta il potenziale deprezzamento dei titoli indotto dall'operazione di esclusione.

Nell'ottica di cui sopra, si è posta in luce l'equipollenza tra le *tecniche di tutela* prescelte da ciascun ordinamento<sup>(9)</sup>. La varietà di strumenti di cui l'interprete si trova a prendere atto sottende, infatti, un più profondo processo di convergenza *funzionale* che i sistemi mostrano con riguardo al profilo

---

<sup>(8)</sup> V. ampiamente *supra*, cap. I, par. 3.1.

<sup>(9)</sup> V. *supra* cap. I, par. 5.3. e cap. II, par. 3.1.

in esame. Le regole assicurano, in ogni caso, che agli investitori sia corrisposto un prezzo *equo*, la cui determinazione è sottratta al mercato, attesa la sua inidoneità a formare prezzi significativi.

#### *4.3. (segue) ... ed il punto di equilibrio. Convergenze e divergenze tra modelli.*

Giunti a questo stadio dell'analisi, conviene guardare agli equilibri disegnati in ciascuno degli ordinamenti per indagare se vi siano e quali siano le linee di convergenza su questo versante. A tale fine, è utile attingere alle classificazioni sopra proposte in relazione alle possibili concrete articolazioni dell'operazione<sup>(10)</sup> e ai modelli di tutela<sup>(11)</sup>.

Previsioni analoghe si rinvengono in tutti i sistemi, là dove il *delisting* intervenga quale mera conseguenza di operazioni straordinarie, prima fra tutte la fusione. È infatti chiaro che in tale eventualità la de-quotazione si lega ad un evento già circondato da numerose cautele procedimentali alle quali si sovrappone una tutela di natura puramente compensativa in favore degli investitori. In quest'ottica, la presenza di negoziazioni sui titoli non è mai elemento ostativo al compimento dell'operazione, ma ne aggrava i costi: ai titolari di azioni quotate, a fronte della perdita del mercato, si riconosce il diritto di dismettere la partecipazione e percepirne il valore *attuale*.

Soluzioni direttamente confrontabili si rinvengono altresì in presenza di un flottante ormai rarefatto. È indicativo che tutti i sistemi legittimino l'azionista o il gruppo di controllo che abbia concentrato nelle proprie mani una frazione quasi totalitaria del capitale a liberarsi del mercato, a condizione che gli investitori coinvolti nell'esclusione siano debitamente compensati. Al di là dei profili di armonizzazione già introdotti dalla Direttiva o.p.a., al superamento di una soglia qualificata (posizionata in corrispondenza del 90 per cento del capitale complessivo ovvero ammesso alle negoziazioni) l'abbandono della quotazione risulta perfino incentivato, sul presupposto che gli investitori abbiano ormai perso l'interesse per il mercato. E ciò anche al fine di evitare che quello stesso esito possa poi successivamente intervenire con un provvedimento coercitivo del gestore e in assenza di alcuna compensazione in favore di questi ultimi.

I modelli francese e italiano sono quelli che più fortemente risultano caratterizzati dalla tendenza in parola: nel primo caso, in presenza di un grado di concentrazione del capitale o dei diritti di voto pari al 90 per cento, la maggioranza può lanciare un'o.p.r. e la minoranza può chiedere all'AMF di imporre tale onere, là dove il mercato sia illiquido; nel secondo, l'art. 108,

---

<sup>(10)</sup> V. *supra*, conclusioni, par. 4.1.

<sup>(11)</sup> V. *supra*, conclusioni, par. 4.2.

comma 2, t.u.f., offre a chiunque abbia superato la soglia del 90 per cento dei titoli ammessi alle negoziazioni l'alternativa tra il ripristino del flottante e il *delisting*, prevedendo in questo secondo caso un obbligo di acquisto dei titoli detenuti dagli investitori che ne facciano richiesta ad un prezzo definito *ex lege*. Analoghe considerazioni valgono anche per i sistemi tedesco e inglese, sebbene in questi casi il *delisting* richieda in ogni caso l'*iniziativa* della maggioranza<sup>(12)</sup>.

I sistemi mostrano, infine, una tendenza comune per quanto attiene alla *graduazione* delle regole in relazione alle operazioni di migrazione delle negoziazioni su un diverso mercato regolamentato all'interno dell'Unione Europea. Tralasciando l'esperienza inglese, la cui peculiarità è più volte emersa nel corso del lavoro<sup>(13)</sup>, tutte le altre assicurano un deciso affievolimento dei vincoli apposti all'operazione, a condizione che la *trading venue* di approdo garantisca *tutele equivalenti* nei casi di mutamento del controllo e *delisting*<sup>(14)</sup>. Alla base della fattispecie si suole rintracciare una chiara considerazione normativa: la persistenza di un mercato equipollente a quello prescelto dall'investitore con l'acquisto dei titoli consente di circoscrivere la tutela accordatagli ad un mero diritto al disinvestimento a costi di transazione invariati, valorizzando così il contrapposto interesse dell'emittente a selezionare il mercato più conveniente all'interno dell'Unione. Gli strumenti a tale fine predisposti – il c.d. *grace period* e la *procédure de retrait ordonné* – sono invero equiparabili.

Sorprende la scelta del sistema italiano di affiancare a tali presidi l'approvazione del trasferimento da parte dell'assemblea in sede straordinaria, potendosi ben dubitare che le conseguenze dell'operazione siano di portata tale da fondare un intervento dell'assemblea dei soci, per giunta in sede straordinaria. Tale previsione non pone, tuttavia, in discussione la complessiva idoneità del sistema ad assicurare una graduazione delle regole: se, infatti, l'art. 2437-*quinquies*, c.c., affianca alla delibera il diritto di recesso, l'art. 144, Regolamento Emittenti, in attuazione del 133, t.u.f., si limita ad accordare un termine di preavviso.

Divergenze tra i modelli si rinvergono, invece, in relazione alle operazioni di *delisting* non riconducibili a quelle sopra individuate, che rappresentano ad oggi una «zona grigia», all'interno della quale è tuttavia possibile individuare alcune interessanti direttrici evolutive comuni. Si tratta

---

<sup>(12)</sup> V. *supra*, conclusioni, par. 4.1.

<sup>(13)</sup> Il segmento *Premium* del LSE subordina ogni *delisting*, a prescindere dalle sue conseguenze, alla medesima disciplina. Tale peculiarità si lega, tuttavia, alla particolare funzione svolta dalle LRs nell'ordinamento inglese e alla disapplicazione delle stesse, là dove l'emittente trasferisca le negoziazioni su di un mercato regolamentato di un diverso Stato dell'Unione Europea.

<sup>(14)</sup> La medesima disciplina interessa altresì le operazioni di *delisting* volte a concentrare le negoziazioni nelle ipotesi di *multiple listing*.

di operazioni di *delisting* funzionali a trasferire le negoziazioni al di fuori dell'Unione Europea o su una piattaforma priva della qualifica di mercato regolamentato, oltre che quelle avanzate da emittenti intenzionati a fare ritorno ad un modello azionario «chiuso», la cui struttura proprietaria non riflette le caratteristiche di concentrazione del capitale sopra richiamate. Le transazioni condividono due elementi di fondo: *i*) comportano il venir meno dello *status* di emittente quotato, al fine dell'applicazione di determinate discipline (ad esempio: o.p.a., obblighi informativi, tutela delle minoranze); *ii*) risultano «slegate» da altre vicende dell'impresa sociale e si attuano, pertanto, attraverso una richiesta di esclusione rivolta al gestore.

Il modello più flessibile è senz'altro quello tedesco, che affida la tutela degli investitori alla sola previsione di un *exit* a condizioni non penalizzanti. L'emittente è pertanto libero di domandare l'esclusione (c.d. *Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten*), dovendo, tuttavia, depositare a tale fine un'offerta di acquisto degli strumenti oggetto del provvedimento ad un prezzo che ne rifletta il valore medio *di scambio* nei sei mesi antecedenti la pubblicazione della richiesta (c.d. *cash offer*).

L'esigenza di assicurare una graduazione del sistema delle regole risulta, così, attenuata in ragione della libertà di manovra generalmente riconosciuta all'emittente in fase di *delisting*: l'esistenza e la consistenza del flottante non costituiscono mai elementi *di per sé* ostativi alla dequotazione, ma impongono un costo all'uscita. Ecco che, allora, la necessità di assicurare una proporzionalità tra i vincoli apposti alla libertà della società di liberarsi del mercato e le istanze di tutela degli investitori si traduce nella sostituzione della *cash offer* con un mero *grace period*, là dove all'esito dell'operazione gli investitori possano ritenersi salvaguardati dall'esistenza di un mercato equipollente a quello selezionato con l'acquisto dei titoli. Equipollenza che si misura non solo sul piano della liquidità, ma anche della disciplina applicabile.

Il modello che sembra, invece, aver fatto della graduazione delle norme un punto centrale dell'intera disciplina è quello francese. Tale graduazione trova espressione nella segmentazione delle regole su ben *tre livelli*, a seconda che il *delisting* prelude: *i*) ad un abbandono delle negoziazioni o ad una loro migrazione su una piattaforma di negoziazione che sfugge all'applicazione delle norme in materia di o.p.a. obbligatoria; *ii*) ad un *downlisting* su un MTF c.d. *organisé*; *iii*) ad una migrazione delle negoziazioni su un diverso mercato europeo o di un paese terzo che offra agli investitori tutele equivalenti. L'emittente si trova, pertanto, ad affrontare vincoli e costi differenti, a seconda che l'operazione intrapresa rientri nell'una o nell'altra categoria.

A dire il vero, non sorprende che la tendenza in parola abbia interessato proprio il modello francese, se si considera la rigidità della disciplina generalmente prevista in materia di *delisting*. Sebbene il rischio di condotte ostruzionistiche da parte di minoranze organizzate si sia attenuato con le novità introdotte dalla *Loi Pacte*, le scelte operate dal legislatore francese si distinguono ancora oggi per il ricorso ad una *property rule* a garanzia del mercato, chiaramente orientata in favore degli investitori. La sostanziale sovrapposizione tra i presupposti dettati per il *delisting* e lo *squeeze-out* assicura, infatti, ai titolari di strumenti quotati che fino a quando il capitale o i diritti di voto non abbiano raggiunto un grado di concentrazione almeno pari al 90 per cento, alla maggioranza non è consentito di liberarsi della quotazione senza il concorso della loro volontà. Volontà che si esplica non mediante la partecipazione ad un procedimento deliberativo della società, ma con comportamenti tenuti *sul mercato*: in sostanza, aderendo ad un'o.p.a. o cedendo le proprie azioni ad un investitore offerente.

Ebbene, se l'azzeramento del flottante è solitamente gradito a chi voglia fare ritorno ad un modello azionario «chiuso», potrebbe, al contrario, finire per imporre vincoli e costi eccessivamente elevati a chi sia meramente intenzionato a *trasferire* le negoziazioni. Di qui, la tendenza a compensare tale impostazione ponendo l'accento proprio sulla *graduazione* del sistema delle regole.

Il punto emerge con tutta evidenza se si considera il passaggio da una *property rule* ad una mera *liability rule*, nell'ipotesi in cui “*l'émetteur qui demande la radiation [...] prévoit de rester admis aux négociations sur un autre marché réglementé ou un marché d'un pays tiers présentant des caractéristiques équivalentes*”. Nella medesima direzione deve altresì leggersi la scelta di assicurare alle società, la cui capitalizzazione borsistica non superi un miliardo di euro, la possibilità di concludere un'operazione di *downlisting* sull'MTF Euronext Growth, senza dover “passare” dalla procedura di *squeeze-out*. E ciò: riducendo la soglia del consenso al *quorum* richiesto per la deliberazione dell'assemblea in sede ordinaria; affiancando ad esso un mero *grace period*; colmando la disparità di tutele garantite sulle due piattaforme mediante estensione, per un periodo transitorio di tre anni dal trasferimento, di tutte le norme in materia di o.p.a. obbligatoria, comprese quelle relative alle procedure di *sell-out* e *squeeze-out*. Quest'ultima previsione, del tutto peculiare nel panorama comparatistico, ha, ormai, perduto il rilievo originario, attesa l'applicazione in via generale di tali previsioni agli MTF *organisé* decisa dal legislatore francese nell'ottobre del 2010.

Il progressivo ravvicinamento tra mercati regolamentati e MTF anche sotto il profilo della tutela delle minoranze rappresenta un'interessante prospettiva da cui esaminare lo sviluppo futuro della disciplina sul *delisting*. L'opportunità di dilatare, pur in presenza di alcune cautele minime, l'area di

«libera migrazione» tra mercati all'interno dell'Unione anche agli MTF *organisé* (il c.d. *qualifizierte Freiverkehr*, secondo la definizione tedesca o il mercato AIM italiano) è stata oggetto di dibattito giurisprudenziale e dottrinale anche in Germania, sebbene poi non abbia trovato seguito all'atto della riforma del § 39 BörsG. È, tuttavia, chiaro che maggiore è la rigidità del modello prescelto in materia di de-quotazione, maggiore è la difficoltà di adattarne la configurazione all'attuale struttura e articolazione delle *trading venues*.

Le osservazioni da ultimo formulate acquistano rilievo soprattutto in relazione al sistema italiano, ove - lo si è visto - il dettato dell'art. 133 t.u.f., induce l'interprete ad integrarne il contenuto facendo ricorso al disposto dell'art. 2437-*quinquies* c.c. Il modello che ne deriva risulta per certi versi confrontabile a quello inglese: in entrambi i casi la disciplina coniuga una *property rule* ad una *liability rule*, pur con graduazioni differenti. Nel caso italiano, la regola di proprietà tutela i soci come collettività: è la (super) maggioranza di questi a dover prestare il proprio consenso, riservandosi invece alle minoranze più esigue una regola di responsabilità nelle forme di un diritto di recesso. Nel caso inglese, la regola di proprietà risulta diversamente articolata, a seconda di quale sia la minoranza oggetto di protezione: alla *supermajority approval* si affianca la *majority of minority approval*, allorquando la presenza di un azionista di controllo finisca per svuotare di significato l'approvazione a maggioranza, pur se rafforzata. Di qui l'ulteriore scelta di affiancare a tali presidi un mero *grace period*, tutela compensativa più debole di quella garantita da un diritto di recesso.

## INDICE OPERE CITATE

### Monografie

- AA. VV., *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017
- ANGELICI, C., *La riforma delle società di capitali*, 2° ed., Padova, 2006
- ANNUNZIATA, F., *La disciplina del mercato mobiliare*, 8° ed., Torino, 2017
- BALESTRA, L., *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000
- BERR, C., *L'exercice du pouvoir dans les sociétés commerciales, Gérance et administration des sociétés commerciales*, Paris, 1961
- BEZARD, P., *La Société anonyme*, Paris, 1986
- BEZARD, P., *Les offres publiques d'achat*, Masson, 1982
- BONNEAU, T. - DRUMMOND, F., *Droit des Marchés Financiers*, Paris, 2010
- BONNEAU, T., *Droit Financier*, Paris, 2017
- BOTH, H., *Delisting, Eine Analyse der kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des vollständigen Rückzugs von den deutschen Wertpapierbörsen*, Regensburg, 2006
- CALABRESI, G., *The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven-London, 1970
- CAPIZZI, A., *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Torino, 2018
- CHIVERS, D. - SHAW, B., *The Law of Majority Shareholder Power: Use and Abuse*, Oxford, 2008
- CLARK, R. C., *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986
- COSTI, R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2018
- COURET, A., DONDERO, B., *Loi Pacte et droit des affaires*, Levallois-Perret, 2019
- DACCÒ, A., *Diritti particolari e recesso del socio dalla s.r.l.*, Milano, 2013
- DAVIES, P. - WORTHINGTON, S., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012

- DE MARI, M., *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004
- DEL GIUDICE, A., *Going private transactions. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, 2012.
- DELLA TOMMASINA, L., *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018
- DENTAMARO, A., *Quotazione e diritto dell'azionista al disinvestimento*, Napoli, 2005
- FENGGI, F., *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sul capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974
- FERRAN, E., *Principles of Corporate Finance Law*, 1° ed., Oxford, 2008
- FERRARA JR., F. - CORSI, F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1995
- FERRI JR., G., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001
- FRIGENI, C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009
- FUNKE, S., *Minderheitenschutz im Aktienrecht beim "kalten" Delisting*, Berlin, 2005
- GALLETTI, D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000
- GASTAUD, J., *Personalité morale et droit subjectif*, Paris, 1977
- GERMAIN, M. - MAGNIER, V., *Les Sociétés commerciales*, Parigi, 2017
- GEBLER, H., *Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungs Zuständigkeiten*, in *Festschrift für Walter Stimpel*, Berlin-New York, 1985
- GRAZIANI, A., *Diritto delle società*, Napoli, 5° ed. ,1962
- GRUNEWALD, B. - SCHLITT, M., *Einführung in das Kapitalmarktrecht*, 3° ed., München, 2014
- GRUPP, A., *Börseneintritt und Börsenaustritt. Individuelle und Institutionelle Interessen*, Berlin, 1995
- GUACCERO, A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società: le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007
- HANNIGAN, B., *Company Law*, 3° ed., Oxford, 2012
- HOLLINGTON, R., *Shareholders's Rights*, 4° ed., London, 2004
- JANNUZZI, A., *La Consob*, Milano, 1990

- LAMANDINI, M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001
- LAMANDINI, M., MUÑOZ, D. R., *EU Financial Law. An Introduction*, Milanofiori Assago, 2017
- LE CANNU, P. - DONDERO, B., *Droit des sociétés*, Paris, 2015
- MAUGERI, M., *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2010
- MAYSON, S. - FRENCH, D. - RYAN, C., *Company Law*, 35° ed., Oxford, 2018
- MESTRE, J., VELARDOCCHIO, D., MESTRE-CHAMY, A., *Lamy sociétés commerciales*, Paris, 2016
- MEYSSAN, M., *Les droits des actionnaires et des autres porteurs de titres dans les sociétés anonime*, Paris, 1962
- MIGNONE, G., *Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario*, Napoli, 2013
- MINERVINI, G., *La Consob*, Napoli, 1989
- MOLONEY, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014
- MOTTI, C., *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997
- MUCCIARELLI, F. M., *Società per azioni e offerta pubblica di acquisto*, Milano, 2004
- MÜLBERT, P., *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt. Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht*, 2° ed., München, 1996
- PACCHI PESUCCI, S., *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993
- PACE, D. I., *Ammissione sospensione esclusione. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012
- PERRONE, A., *Il diritto del mercato dei capitali*, 2° ed., Milano, 2018
- PINTO, V., *La tutela risarcitoria dell'azionista fra «danno diretto» e «danno riflesso»*, Pisa, 2012
- REGOLI, D., *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996
- RIPERT, G., *Traité élémentaire de droit commercial*, vol. II, Paris, 1996
- SANDERS, C., *Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht*, Berlin, 2017
- SAUGET, I., *Le droit de retrait de l'associé*, Paris X, 1991
- SCHINDLER, H., *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften*, München, 1999

- SCHMIDT, D., *Les droits de la minorité*, Paris, 1970
- SCIUTO, M., *La «mancanza dell'atto costitutivo» di società per azioni*, Padova, 2000
- SEIBERT, U., *Die Kleine AG*, Köln, 1995
- SEMLER, J., *Leitung und Überwachung der Aktiengesellschaft. Die Leitungsaufgabe des Vorstands und die Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats*, 2° ed., Köln-Berlin-Bonn-München, 1996
- SOTGIA, S., *Borsa Valori. Disciplina Giuridica. (Lezioni al corso di Aggiornamento sulla Borsa Valori)*, Milano, 1961
- SPADA, P., *Diritto commerciale – II. Elementi*, 2° ed., Padova, 2009
- SPADA, P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974
- STANGE, K., *Zwangsausschluss von minderheitsaktionären (squeeze-out). Eine empirische und dogmatische Analyse*, Jena, 2010
- VAUPLANE, H. - BORNET, J., *Droit de la Bourse*, Parigi, 1994
- VEIL, R., *European Capital Markets Law*, Oxford, 2017
- VENTORUZZO, M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012
- VIANDIER, A., *OPA, OPE et autres offres publiques*, 5° ed, Levallois, 2014
- VIANDIER, A., *OPA, OPE, garantie de cours, retrait, OPV*, 2° ed, Paris, 1993
- VIVANTE, C., *Trattato di diritto commerciale*, Vol. I, 3° ed. riveduta e ampliata, Milano, 1906
- VON BERG, C., *Der Marktrückzug des Emittenten*, Tübingen, 2018
- WIEDEMANN, H., *Gesellschaftsrecht. Ein Lehrbuch des Unternehmens- und Verbandsrecht*, Band 1: Grundlagen, München, 1980

Contributi su rivista

- ANNUNZIATA, F., “Nuovi mercati” e ruolo della società di gestione, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2018, p. 1236
- ASCARELLI, T., *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 1958, I, p. 444

- ASCARELLI, T., *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1953, I, p. 288
- ASSANT, O. - KANOVITCH, B., *Simplifyng French public-to-private deals*, in *IFLR*, 2005, p. 25
- AUSTMANN, A. - MENNICKE, P., *Übernahmerechtlicher Squeeze-out und Sell-out*, in *NZG*, 2004, p. 846
- BAJ, C., *Le retrait obligatoire des actionnaires minoritaires des sociétés cotées*, in *Rev. dr. bancaire*, 1994, pp. 154
- BHARATH, S. T. – DITTMAR, A. K., *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, p. 1771
- BAUM, H. *Changes in Ownership, Governance and Regulation of Stock Exchanges in Germany: Path Dependent Progress and an Unfinished Agenda*, in *EBOR*, 2004, p. 677
- BAYER, W., *Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber*, in *ZIP*, 2015, p. 853
- BECK, H., HEDTMANN, O., *Ausgewählte Rechtsfragen des börsenrechtlichen Delistings, zugleich Anmerkung zum Urteil des VG Frankfurt a.M. NJOG 2002*, in *BKR*, 2003, p. 190
- BENSAID, L., *Nouveau Dispositif permettant le transfert vers Alternext des titres cotés sur Euronext*, in *Bull. Joly Bourse*, 2009, p. 533
- BEZARD, P. - CHAPUT, Y., *La Commission des opérations de bourse (COB) et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de sociétés*, in *Rev. soc.*, 1982, p. 481
- BIARD, J. - MATTOU, J., *Les offres publiques d'acquisition: l'émergence de principes directeurs de droit boursier*, in *Banque et Droit*, 3-4, 1993, p. 3
- BLARY-CLEMENT, E. - DUHAMEL, J. C., *Transfert d'Euronext vers Alternext: la transparence au cœur du débat*, in *Bull. Joly Bourse*, 2010, p. 348
- BONNEAU, T., *Commentaire de l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et portant diverses dispositions en matière financière*, in *JCP E Affaires* n° 7, 12 febbraio 2009, n° 6, p. 1165
- BOMPOINT, D., PIETRANCOSTA, A., *Le projet de loi de régulation bancaire et financière: dernière réforme des offres publique (en date...)*, in *RTDF*, 2010, 2, p. 7

- BONNEAU, T., *Rôle et place des mécanismes fondamentaux du droit civil en droit des affaires – De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché*, in *RTDC*, 1997, p. 257
- BREHIER, B. - BOUCHETA, H., *La réforme de l'appel public à l'épargne*, in *JCP E Affaires* n° 8, 19 febbraio 2009, p. 1191
- BRELLOCHS, M., *Der Rückzug von der Börse nach "Frosta" – Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen*, in *AG*, 2014, p. 633
- CADORIN, F., *OPA per il delisting fra insider di se stesso ed efficienza del mercato*, in *Giur. comm.*, 2019, p. 105
- CALABRESI, G., *Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, in *Yale Law Journ.*, 1961, p. 499
- CALABRESI, G. - MELAMED, D., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harv. L. Rev.*, 1972, 85, p. 1089
- CALANDRA BONAURA, V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 291
- CASTELLANO, G., *L'ammissione di diritto e d'ufficio alla quotazione in borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, I, 1977, p. 246
- CHAUVOT, M., *Mittal Steel n'arrive pas à déloger les actionnaires minoritaires d'Arcelor*, in *Les Echos*, 21/11/2006
- CHEFFINS, B. R., *Does law matter? The separation of ownership and control in the United Kingdom*, in *Journal of Legal Studies* 30, 2001, p. 459
- CLAUSSEN, C., *Das Gesetz über die kleine Aktiengesellschaft – und die ersten praktischen Erfahrungen*, in *WM*, 1996, p. 609
- CLERC, C., *La réforme de l'appel public à l'épargne*, in *RTDR*, 2008, 3, p. 20
- COFFEE, J. C., *Convergence and its critics, what are the preconditions to the separation of ownership and control?*, in *University of Columbia, Working Paper* No. 179, 2000

- COFFEE, J. C., *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*, in *Yale Law Journal* 111, 2001, p. 1
- COLOMBO, G. E., *Delisting e azioni di risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, p. 365
- COSTI, R., *Il governo societario delle società quotate: tra ordinamenti dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1, 1998, 65
- COSTI, R., *Libertà d'impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 104
- COSTI, R., *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 175
- COURET, A., *L'état du droit des sociétés, 50 ans après la loi du 24 juillet 1966*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2016, n° 07-08, p. 433
- DAIGRE, J. J., *De la financiarisation du droit des sociétés*, in *Journal des sociétés*, 2015, p. 3
- DAIGRE, J. J., *La radiation de la cote : une mesure autonome ; le « flottant », une notion de fait*, in *Bull. Joly Bourse*, 2013, p. 192
- DAIGRE, J. J., *Les nouvelles règles de marché*, in *RD bancaire et fin.*, 2001, p. 213
- D'ALESSANDRO, F., *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 707
- DE ANGELIS, L., *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Società*, 1996, p. 756
- DEILMANN, B., *Aktienrechtlicher versus übernahmerechtlicher Squeeze-out*, in *NZG*, 2007, p. 721
- DE LUCA, N., *Sul «diritto» alla quotazione in borsa. Difesa di una tesi nella prospettiva del listing comunitario*, in *Banca Borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 21
- DRYGALA, T. - STAAKE, M., *Delisting als Strukturmaßnahme. Zugleich Besprechung BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08*, in *ZIP*, 2013, p. 905
- EICKHOFF, W., *Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?*, in *WM*, 1988, p. 1713
- ENRIQUES, L., ZORZI, A., *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 26

- FERRARINI, G., *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2002, I, p. 583
- FERRI, G., *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 209
- FERRO-LUZZI, P., *Riflessioni sulla Riforma, I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, p. 673
- FLEISCHER, H. - AGSTNER, P. *L'invalidità delle deliberazioni assembleari di s.p.a. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 1217
- FLEISCHER, H., *Das neue recht des squeeze-out*, in *ZGR*, 2002, p. 757
- FLEISCHER, H., *Zur Kompetenzverteilung zwischen Verwaltung und Hauptversammlung im englischen und deutschen Aktienrecht - Eine rechtsvergleichende Skizze*, in S. LARENZ, A. TRUNK, H. EIDENMÜLLER, C. WENDEHORST, J. ADOLFF (a cura di), *Festschrift für Andreas Heldrich*, München, 2005, p. 597
- GALGANO, F., *Regolamenti contrattuali e pene private*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 515
- GALLETTI, D., *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società quotate*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, p. 608
- GAUDEMET, V. A., *Le projet de loi PACTE et le droit des offres publiques*, in *Bull. Joby Bourse*, n°01, 2019. p. 39
- GOYET, C., *Les limits du pouvoir majoritaire dans les sociétés*, in *Rev. jur. com.*, n° spec. 11/1991, p. 58
- GROB, W., *Rechtsprobleme des Delisting*, in *ZHR*, 2001, p. 149
- GUYON, Y., *Le rôle de la Commission des opérations de bourse dans l'évolution du droit des sociétés commerciales*, in *RTDC*, 1975, p. 447
- HABERSACK, M., *“Macroton” – was bleibt?*, in *ZHR*, 2012, 166, p. 463.
- HANNOUN, C., *Le droit des sociétés à l'épreuve de la modernité*, in *Mélanges Oppetit*, 2009, Paris, p. 309
- HAVET, C., PASTORELLI, G., *L'abaissement du seuil du retrait obligatoire: une réforme opportune?*, in *Rev. Droit & Affaires*, n° 15, dicembre 2018, p. 19 ss.

- HELLWIG, H., *Möglichkeit einer Börsenreform zur Stärkung des deutschen Kapitalmarkets*, in ZGR, 1999, p. 781
- HELLWIG, V. H. - BORMANN, M., *Die Abfindungsregeln beim Going Private, Der Gesetzgeber ist gefordert!*, in ZGR, 2002, p. 781
- HIRTE, H., *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1998 e 1999*, in Riv. Soc., 2003, p. 587
- HOPT, K., *Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht*, in ZHR, 1977, p. 389
- HOVASSE, H., *L'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 relative à l'appel public à l'épargne et le droit des sociétés*, Droit des sociétés, marzo 2009, p. 30
- KETCHUM, R. G. - WEIMER, B. E., *Market 2000 and the Nasdaq Stock Market*, in J. Corp. L., 1994, 19, p. 559
- KLÖHN, L., *Delisting – Zehn Jahre Später*, in NZG, 2012, p. 1041
- KRÄMER, L. R. - THEIB, S., *Delisting nach der Macroton-Entscheidung des BGH*, in AG, 2003, p. 225
- KREBS, C., *Freeze-outs transactions in Germany and the U.S.: A Comparative Analysis*, in German Law Journal, 13, 2012, p. 959
- LA PORTA, R. - LOPEZ-DE-SILANES, F. - SHLEIFER, A. - VISHNY, R., *Agency problems and dividend policies around the world*, in J. Fin. 45, 2000, p. 1
- LA PORTA, R. - LOPEZ-DE-SILANES, F. - SHLEIFER, A. - VISHNY, R., *Investor protection and corporate governance*, in Journal of Financial Economics 58, 2000, p. 3
- LA PORTA, R. - LOPEZ-DE-SILANES, F. - SHLEIFER, A. *What works in securities law?*, in J. Fin. 61, 2006, p. 1
- LA PORTA, R. - LOPEZ-DE-SILANES, F. - SHLEIFER, A., *Corporate ownership around the world*, in J. Fin. 54, 1999, p. 471
- LA PORTA, R. - LOPEZ-DE-SILANES, F. - SHLEIFER, A. - VISHNY, R. *Legal Determinants of External Finance*, in J. Fin., 1997, p. 1131

- LAMANDINI, M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti da parte della società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 519
- LAPRADE, M., *Radiation: état des lieux après 20 ans de réforme boursières*, in *Bull. Joly Bourse*, 2012, p. 571
- LE NABASQUE, H., *L'abaissement du seuil du retrait obligatoire et de l'OPR à 90 %*, *Bull. Joly Sociétés*, 2019, n° 06, p. 78
- LIBERATI, E., B., *La sospensione e la revoca della quotazione dei titoli in borsa tra discrezionalità amministrativa e regole procedurali*, in *Il diritto dell'economica*, 1993, p. 637
- LOMBARDO, S., *L'insider di sé stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giur. comm.*, 2018, p. 666
- LUCIANO, A., LACCHINI, M., *Lo squeeze-out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. Comm*, 2011, I, p. 904
- LUTTER, M., *Das neue Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrecht*, in *AG*, 1994, p. 429
- LUTTER, M., *Zur Anfechtung eines Entlastungsbeschlusses*, in *JZ*, 2003, p. 684
- MARASÀ, G., *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 135
- MARCHETTI, P., *Delisting e azioni di risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, p. 372
- MARTIN, D. - MASSET, E., *Quelques enseignements tirés de l'offre publique mixte simplifiée d'Allianz sur les actions des Assurances Générales de France (AGF)*, *Chroniques/Public M&A – Offres publiques*, in *RTDF*, 3, 2007
- MAUGERI, M., *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 1005
- MAUGERI, M., *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2015, p. 111

- MAUGERI, M., FLEISCHER, H., *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 78
- MAUGERI, M., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 93
- MAUGERI, M., *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, p. 267
- MAUME, P., *The parting of the ways: Delisting under German and UK law*, in *EBOR*, 2015, p. 275
- MORERA, U. - SCIUTO, M., *Revoca della quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *RDS*, 2007, 3, p. 119
- MUCCIARELLI, F. M., *Le modifiche al regolamento emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *Nuove Leggi civ.*, 2012, p. 264
- MÜLBERT, P., *Rechtsprobleme des Delisting*, in *ZHR*, 165, 2001, p. 104
- NOTARI, M., *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-QUINQUIES C.C.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 529
- OPPO, G., *Sulla «tipicità» della società quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 492
- PASSARELLI, M., *Socio di minoranza: padrone della propria partecipazione o socio in balia del «trascinatore»? Analisi delle clausole «tag, drag e bring along»*, in *Riv. notarile*, 2013, 1, p. 82
- PIETRANCOSTA, A., *“Going private transactions” in France*, in *RTDF*, 2013, 1, p. 76
- PIETRANCOSTA, A., *Le retrait obligatoire et l’offre publique de retrait révisés par la Loi Pacte*, in *Rev. soc.*, 2019, p. 623
- PISCITELLO, P., *“Valore di disinvestimento” e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 840
- POMELLI, A., *Delisting di società quotata tra interesse dell’azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 407
- PORTALE, G. B., *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, p. 768
- PORTALE, G. B., *La legge azionaria tedesca cinquanta anni dopo*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 299

- PRENTICE, D., *Minority shareholder oppression: valuation of shares*, in *L. Q. R.*, (102), 1986, p. 179
- PRESTI, G., *Nota a Trib. Milano nota a Trib. Milano, d. 17 aprile 1982, come riformato da App. Milano, decr. 14 luglio 1982*, in *Giur. Comm.* 1983, II, p. 397
- RÄNSCH, U., *Die Bewertung von Unternehmen als Problem der Rechtswissenschaften. Zur Bestimmung der angemessenen Abfindung für ausscheidende Kapitalgesellschaftler*, in *AG*, 1984, p. 202
- RODIERE, R., *note sous CA Rouen, 8 févr. 1974*, in *Rev. sociétés*, 1974, p. 507
- ROSSI, G., STABILINI, A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1
- ROSSI, M., *Il diritto di recesso dalla società per azioni prima della riforma del diritto societario (art. 2437, cod. civ.)*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 549
- ROY, S., *Anticiper les voies de sortie de la cote ou le parcours de l'initiateur en quête de radiation*, in *Bull. Joly Bourse*, 2016, p. 175
- RUBEL, J. - KUNZ, E., *Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses beim "Delisting" aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs – Eine Untersuchung am Beispiel des Entry Standard*, in *AG*, 2011, p. 399
- SACCHI, R., *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, p. 231
- SALAFIA, V., *Squeeze-out societario*, in *Società*, 2007, p. 1450
- SANTONASTASO, F., *Limiti statutari al trasferimento delle azioni ed ammissione dei titoli in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 1972, I, p. 104
- SCHMIDT, D. - BAJ, C., *De l'ancien ou nouveau règlement général du conseil des bourses de valeurs*, in *Rev. dr. bancaire*, 1992, p. 138
- SCHMIDT, D. - BAJ, C., *Réflexions sur les effets de l'action de concert*, in *Rev. dr. bancaire*, 1991, p. 188
- SCHWARK, E. - GEISER, F., *Delisting*, in *ZHR*, 1997, p. 739

- SEGAIN, H., *Public to private transactions in France: Overview and Prospects*, in *Bull. Joly Bourse*, 2005, p. 536
- SENA, G., *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, in *Giur. Comm.*, 1977, I, p. 373
- SOTGIA, S., *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, I, 1958, p. 54
- SOTGIA, S., *Le azioni quotate in borsa*, in *Studi in memoria di Tullio Ascarelli*, vol. IV, Milano, 1969, p. 2221
- SPADA, P., *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 211
- STÖBER, M., *Die Zukunft der Macroton-Regeln zum Delisting nach den jüngsten Entscheidungen des BVerfG und des BGH*, in *BB*, 2014, p. 15
- STREIT, G., *Delisting Light – Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse*, in *ZIP*, 2003, p. 1279
- TOMBARI, U., *La nuova struttura finanziaria delle società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1084
- TORCK, S., *Sortir de la cote (II) : retrait obligatoire versus article p. 1.4.2 des règles de marché Euronext Paris*, in *Bull. Joly Bourse*, 2017, p. 269
- VAN DER ELST, C. - VAN DEN STEEN, L., *Balancing the Interests of Minority and Majority Shareholders: A Comparative Analysis of Squeeze-out and Sell-out Rights*, in *ECFR*, 2009, p. 391
- VENTORUZZO, M., *Freeze-outs: comparative analysis and transcontinental reform proposals*, in *Va. J. Int. L.*, 2010, 50, p. 841
- VENTORUZZO, M., *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazione a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 1
- VIANDIER, A., *Le retrait obligatoire*, in *RJDA*, 1994, p. 783
- VIANDIER, A., *Retrait obligatoire: à propos de l'affaire "SOGENAL"*, in *RJDA*, 1995, p. 646

- VOLLMER, L. - GRUPP, A., *Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt*, in ZGR, 1995, p. 459
- VOS, T., “Baby, it’s cold outside ...” – *A comparative and Economic Analysis of Freeze-outs of Minority Shareholders*, in ECFR, 2018, p. 148
- WACKERBARTH, U. *Die Begründung der Macroton- Rechtsfortbildung nach dem Delisting-Urteil des BVerfG*, in WM, 2012, p. 2077
- WACKERBATH, U., *Das neue Delisting-Angebot nach 39 BörsG oder: Hat der Gesetzgeber hier wirklich gut nachgedacht?*, in WM, 2016, p. 385
- WEIGMANN, R., *Le offerte pubbliche di acquisto*, in G. COLOMBO, G. B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, vol. X, Torino, 1993, p. 317
- WEIR, C. *et al*, *Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private*, in *Applied financial economics*, 2005, p. 947
- WIDERMANN, H., *Anmerkung zu BGH II ZR 63/77*, in JZ, 1978, p. 612
- WIEDEMANN, H., *Das Abfindungsrecht – ein gesellschaftsrechtlicher Interessenausgleich*, in ZGR, 1978, p. 477
- WILSING, H. - KRUSE, T., *Die Änderung des § 54a BörsO Ffm: Ein Schritt in die Richtige Richtung?*, in NZG, 2002, p. 807
- ZETZSCHE, D., *Going Dark under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delistings*, in RTDF, 2013, 4, p. 1

Contributi su volume

- ANGELICI, C., *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G. F. Campobasso*, Torino, 2006, I, p. 17
- ANGELICI, C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in CICU, MESSINEO, MENGONI (già diretto da), SCHLESINGER (continuato da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 455

- ANNUNZIATA, F., VENTORUZZO, M., *L'armonizzazione europea del diritto delle società quotate*, in M. V. BENEDETTELLI, M. LAMANDINI (a cura di), *Diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2017, p. 464
- ANNUNZIATA, F., *Commento all'art. 2473, c.c.*, in L. A. BIANCHI (diretto da), *Società a responsabilità limitata*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, p. 451
- ANNUNZIATA, F., *Opa residuale obbligatoria, diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni*, in D. CORAPI (a cura di), *Saggi di diritto commerciale europeo*, Napoli, 1995, p. 172
- ANNUNZIATA, F., *sub art. 133*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1991, I, p. 1211
- ASCARELLI, T., *In tema di società e personalità giuridica*, in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, p. 180
- ASCARELLI, T., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, p. 325
- BAYER, W., *BGHZ 153, 47 – Macroton*, in S. KALSS, H. FLEISCHER, H. VOGT (a cura di), *Bahnbrechende Entscheidungen – Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts-Geschichten*, Tübingen, 2015, p. 149
- BELVISO, U., *Azioni di risparmio*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tomo II, Padova, 1998
- BLANDINI, A., *Società quotate e società diffuse*, in P. PERLINGIERI (diretto da), *Trattato di diritto civile del consiglio nazionale del notariato*, Napoli, 2005, p. 25
- CALLEGARI, M., *sub art 2437-quinquies*, in G. COTTINO *et al* (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 1441
- CAMPOBASSO, M., *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018, p. 144

- CERRAI, A., MAZZONI, A., *La tutela del socio e delle minoranze*, in P. ABBADESSA, A. ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni. Problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, p. 392
- CLOIDT-STOTZ, J., *Germany*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover bids in Europe*, Freiburg, 2008, p. 321
- COSTI, R. - ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di dir. comm.*, Vol. VIII, Torino, 2004, p. 163
- DACCÒ, A., *I diritti particolari dei soci nella s.r.l.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Liber amicorum G. F. Campobasso*, Torino, 2006, 3, p. 411
- DE CHIARA, R., *sub art. 133*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, II, Padova, 1998, p. 1225
- DE MARI, M., *Il contratto di quotazione*, in G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, Bologna, 2012, p. 375
- DENTAMARO, A., *Commento sub art. 2355-bis*, in G. COTTINO *et al.* (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 378
- DI CATALDO, V., *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Torino, 2018, p. 67
- FERRO-LUZZI, P., *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate (Atti del convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998)*, Milano, 1998, p.
- FLEISCHER, H., *sub § 327c, AktG*, in H. FLEISCHER, K. SCHMIDT (a cura di), *Aktiengesetz: §§ 327a-328; 396-398 (Großkommentare der Praxis)*, 4° ed., Berlin, 2007, Rn. 17
- GALLETTI, D., *Commento all'art. 2437-quinquies c.c.*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, II, p. 1625
- GERMAIN, M., *La renonciation aux droits propres des associés: illustrations*, in *Mélanges François Terré*, 1999, Paris, p. 401

- GRIPPO, G., *Il recesso del socio*, in G. E. COLOMBO, G. B. PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, 1993, Tomo VI, p. 139
- GROB, W., *sub § 32, BörsG*, in W. GROB (a cura di), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 6° ed., 2016, Rn. 5
- GROB, W., *sub § 39 BörsG*, in W. GROB (a cura di), *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 6° ed., 2016, Rn. 27
- HABERSACK, M., *Beendigung der Börsenzulassung*, in M. HABERSACK, P. MÜLBERT, M. SCHLITT (a cura di), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, Köln, 2013, p. 1300
- HARTWIG, H., *Voraussetzungen und Folgen des Delisting*, in R. DAMM, P. HEERMANN, R. VEIL (a cura di), *Festschrift für Thomas Reiser*, München, 2005, p. 145
- HENZE, V., H., *Voraussetzungen und Folgen des Delisting*, in R. DAMM, P. HEERMANN, R. VEIL (a cura di), *Festschrift für Thomas Raiser*, München, 2005, p. 144
- HOFFMANN, M., *sub § 119*, in G. SPINDLER, E. STILZ (a cura di), *Kommentar zum Aktiengesetz*, 1. Auflage, München, 2007, Rn. 39
- HOPT, K. J. - BAUM, H., *Börsenrechtsreform in Deutschland*, in K. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform. Eine Ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997, p. 287
- HOPT, K., *Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz*, in J. BASEDOW, K. HOPT, H. KÖTZ (a cura di), *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, 1998, p. 525
- HOPT, K., *Konzernrecht und Kapitalmarktrecht: Rechtsvergleichende Synthese*, in P. HOMMELHOFF, K. HOPT, M. LUTTER (a cura di), *Konzernrecht und Kapitalmarktrecht*, 2001, 279
- HOPT, K., *sub § 39*, in A. BAUMBACH, K. HOPT, (a cura di), *HGB*, München, 2016, Rn. 3.
- HÜFFER, U., *sub § 119*, in *Aktiengesetz*, 6. Auflage, München, 2004, Rn. 23
- KLEINDIEK, D., *“Going Private” und Anlegerschutz*, in H. WESTERMANN, K. MOCK (a cura di), *Festschrift für Gerold Bezzenberger*, Berlin, 2000, p. 653

- KROPFF, B., *Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965*, in W. BAYER, M. HABERSACK (a cura di), *Aktienrecht im Wandel*, Tübingen, 2007, p. 670
- KUMPAN, C. *sub § 39, BörsG*, in M. BAUMBACH, K. HOPT (a cura di), *HGB*, 38° ed., München, 2018, Rn. 16
- KUMPAN, C., SCHMIDT, F., *sub art. 52*, in M. LEHMANN, C. KUMPAN (a cura di), *European Financial Services Law*, Baden-Baden – München – Oxford, 2019, p. 303
- LEBEL, V. C., *Le droit de retrait de l'associé*, in V. ZALEWSKI-SICARD (a cura di) *Mélanges en l'honneur du Professeur Raymond Le Guidec*, Paris, 2014, p. 747
- LIBERTINI, M., *Tutela invalidativa e tutela risarcitoria nella disciplina delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in A. GENOVESE (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, p. 1
- LUTTER, M., *Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt*, in M. LIEB, U. NOAK, H. WESTERMANN (a cura di), *Festschrift für Wolfgang Zöllner*, Band 1, Köln, 1998, p. 363
- MARCHEGIANI, L., *L'obbligo e il diritto di acquisto*, in M. STELLA RICHTER JR. (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, p. 223
- MARCHETTI, P., *La costituzione, i conferimenti e le modifiche dell'atto costitutivo*, in DANОВI (a cura di), *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 8
- MARSCH-BARNER, R., *sub § 29 UmwG*, in H. KALLMEYER *et al* (a cura di), *Umwandlungsgesetz*, 6° ed., Köln, 2017
- MAVIGLIA, R., *sub art. 133*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Testo unico dell'intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Milano, 1998, p. 731
- MEO, G., *Le società con azioni quotate in borsa*, in M. BESSONE (diretto da), *Tratt. dir. priv.*, Torino, 2002, p. 200
- MERKT, H., *Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum zweiten Finanzmarktförderungsgesetz*, in K. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform. Eine ökonomische rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997, p. 15

- MINERVINI, G., *Commento all'art. 2325-bis*, in M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, p. 17
- MONTALENTI, P., *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. IV, Tomo II, Padova, 2004, p. 59
- MONTALENTI, P., *Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in P. MONTALENTI, *Impresa società di capitali mercati finanziari*, Torino, 2017, p. 61
- NOTARI, M., *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, in G. GITTI (a cura di) *L'autonomia privata e le Autorità indipendenti*, Bologna, 2006, p. 144
- NOTARI, M., *Le società azionarie – Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, 5° ed., Milano, 2012, p. 153
- NOTARI, M., *sub art. 119*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di) *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1999, p. 753
- NOTARI, M., *sub art. 131*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1999, I, p. 1100
- NOTARI, M., *sub art. 145*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Milano, 1999,
- PERRONE, A., *Small and Medium Enterprises growth markets*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (eds), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 12.
- PENSE, A., PUTTFARKEN, H. J. *Französisches Börsen- und Kapitalmarktrecht*, in K. J. HOPT, B. RUDOLPH, H. BAUM (a cura di), *Börsenreform. Eine Ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung*, Stuttgart, 1997, p. 1047
- PISCITELLO, P., *Commento all'art. 116*, in G. F. CAMPOBASSO (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 962
- PISCITELLO, P., *sub art. 2437-ter c.c.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Tomo II, p. 2527

- ROCK, E. - DAVIES, P. - KANDA, H. - KRAAKMAN, R. - RINGE, W. G., *Fundamental changes*, in R. KRAAKMAN et al. (a cura di), *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*, 3° ed., OUP, 2017, p. 175
- ROSAPEPE, R., *Modificazioni statutarie e diritto di recesso*, in AA. VV., *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p. 301
- RUBINO DE RITIS, M., *sub art. 133*, in G. F. CAMPOBASSO (diretto da), *Testo Unico della Finanza. Commentario*, Torino, 2002, vol. II, p. 1096
- SANTAGATA, R., *Commento all'art. 145*, in G. F. Campobasso (diretto da), *Testo Unico della finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario*, Vol. II, Torino, 2002, p. 1169
- SANTORO, V., *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in A. PATRONI GRIFFI, M. SANDULLI, V. SANTORO (a cura di), *Intermediari mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 872
- SCHLITT, M., *sub § 35 WpÜG*, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, 4° ed., München, 2017, Rn. 5
- SCIUTO, M., *sub art. 2325 bis c.c.*, in P. ABBADESSA, G. B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Tomo I, Milano, 2016, p. 135
- SEPE, M., *sub art. 62*, in G. ALPA, F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria*, Padova, I, 1998, p. 601
- SEPE, M., *Commento all'art. 145*, in C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della inter-mediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998*, Milano, 1999, p. 759
- SIMON, J., *France*, in S. MAUL, D. MUFFAT-JEANDET, J. SIMON (a cura di), *Takeover bids*, Barcellona, 2008, p. 258
- SIMON, S. - BURG, M., *Zum Anwendungsbereich des § 29 I 1 UmwG beim "kalten Delisting"*, in *Der Konzern*, 2009, p. 214
- SOTGIA, S., *L'ammissione delle azioni di società alla quotazione nella Borsa valori*, in *La Borsa valori*, 1957, p. 205

- SOTGIA, S., *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione in borsa*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, I, 1958, p. 44
- SPINDLER, G., *sub § 119*, in K. SCHMIDT, M. LUTTER (a cura di), *Aktiengesetz, Kommentar*, Band I, München, 2015, p. 1890
- TOFFOLETTO, A. - STABILINI, A., *sub art. 133*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*, Milano, 2012, II, p. 1803
- VENTORUZZO, M., *sub art. 108*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, vol. 1, p. 409
- VENTORUZZO, M., *Commento all'art. 111*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza*, Milano, 1999, vol. 1, p. 458
- WALKER, G., *Financial Markets and Exchanges*, in M. BLAIR, G. WALKER (a cura di), *Financial Markets and Exchanges Law*, Oxford, 2012, p. 38

Documenti:

AMF, *Rapport Annuel 2007*

AMF, *Transfert vers Alternext d'une société cotée sur Euronext*, in *RD bancaire et fin.*, 2010, alerte 27

AMF, *Voluntary delistings from the Paris markets*, Economic and Financial Newsletter, 2006

AMF, *Voluntary delistings from the Paris markets*, Economic and Financial Newsletter, Estate 2006

Begr. RegE 3. FMFG, BT Drucks, 13/8933

Begr. RegE, UmwBerG 1994

BT-Drs. 18/6220

BT-Drucks 12/6699

BT-Drucks 16/2919, 12 Ottobre 2006

COB, *Rapport annuel 1977*

COB, *Rapport annuel 1987*

COB, *Rapport annuel 1988*

- COMITATO DIRETTIVO DEGLI AGENTI DI CAMBIO DELLA BORSA VALORI DI MILANO, *Borsa, organizzazione, funzionamento, regolamentazione*, Milano, 1984
- CONSOB, Comunicazione n. DME/11065125 del 21-7-2011, *Criteri generali per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. n. 58/1998, in materia di modifica della percentuale di flottante rilevante per l'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108, comma 2, del medesimo decreto*
- CONSOB, Comunicazione, n. DIS/98017790, 11 marzo 1998
- CONSOB, Comunicazione n° 7112548, 28 dicembre 2007
- DEUTSCHE BÖRSE AG, *Vom Parkett zum elektronischen Handelsplatz*, 2016
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT, *Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren*, Ottobre 2010, disponibile all'indirizzo: [www.dai.de](http://www.dai.de)
- FCA, *Enhancing the effectiveness of the Listing Regime and further consultation*, Consultation Paper CP13/15, Feedback on CP12/25, 2013.
- FCA, *The FCA strengthens the listing rules to enhance protection of shareholders*, comunicato stampa, 5 novembre 2011, disponibile all'indirizzo: <http://www.fca.org.uk/news/the-fca-strengthens-the-listing-rules-to-enhance-protection-for-shareholders>.
- FSA, *Review of the Listing Regime*, Consultation Paper 203, 2003
- FSA, *Review of the Listing Regime*, Consultation Paper 203, 2003
- HABERSACK, M., *Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014)*, München, 2015, disponibile all'indirizzo <https://www.bundestag.de/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf>
- HIRTE, H., *Vorschlag zum Delisting in Aktienrechtsnovelle vom 06.03.2015*, disponibile all'indirizzo <http://www.heribert-hirte.de/presse/pressemitteilungen/283-vorschlag-zum-delisting-inaktienrechtsnovelle>
- Loi PACTE et droit des sociétés. Dossier*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2019, n° 06, p. 33

LONDON STOCK EXCHANGE, *Main Market. A guide to Listing on London Stock Exchange*, disponibile all'indirizzo:

[www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf)

LONDON STOCK EXCHANGE, *Main Market. A guide to Listing on London Stock Exchange*, 2010, disponibile all'indirizzo: <https://www.londonstockexchange.com/home/guide-to-listing.pdf>

MARCHETTI, P., *La regolamentazione delle società quotate*, in CONSOB (a cura di), *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, disponibile all'indirizzo [www.consob.it](http://www.consob.it)

Rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris (HCJP) concernant le droit de retrait des minoritaires de sociétés non-cotées, 2018, disponibile all'indirizzo: [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport\\_15\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/rapport_15_f.pdf)],

SEC, Division of Market Regulation, *Market 2000: An examination of current Equity Market Developments*, gennaio 1994

SEC, Release No. 34-39394; File No. SR-NYSE-97-31 del 3.12.1997 disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/rules/sro/9731not.htm>

SEIBT, H., *Stellungnahme in Thesenform für die Öffentliche Anhörung im Deutscher Bundestag-Finanzausschuss am 7. September 2015 zum (Regierungs-)Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 26. Mai 2015 (BT-Drucks 18/5010) nebst Änderungsanträgen*, disponibile all'indirizzo

<https://www.bundestag.de/blob/386948/33e87f205911ce0a8fa5e30e79baa357/10---porf--seibt-data.pdf>

UKLA TECHNICAL NOTE, *Cancellation of listing or transfer between listing categories – request to waive the 20 business day notice period*, 2015

Decisioni:

App. Bologna, 29 ottobre 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, II, p. 564, con nota di E. RECCIA, “Insider di se stesso” e la distinzione tra o.p.a. per la scalata e o.p.a. per il delisting

Appel Paris, 18 aprile 1991, in *Rev. soc.*, 1991, p. 765

BGH, 13.03.1978 - II ZR 142/76, in *BGHZ* 71, p. 40, sentenza *Kali & Salz*

BGH, 25 febbraio 1982 - II ZR 174/80, in *BGHZ* 83, p. 122, sentenza *Holz Müller*

BGH, 25 novembre 2002 - II ZR 133/01, in *NJW* 2003, p. 1032, sentenza *Macroton*

BGH, 8 ottobre 2013, in *NJW*, 2014, p. 146, sentenza *Frosta*

BVerfG, 14, p. 284, sentenza *Feldmühle*

BVerfG, 27 aprile 1999 - 1 BvR 1613/94, in *BVerfGE* 100, p. 304, sentenza *DAT/Altana*

BVerfG, in *NJW*, 2001, p. 280, sentenza *Moto Meter*

BVerfGE 132, p. 99, sentenza *MVS/Lindner*

CA Paris, 19 dicembre 2000, *Armand c/SA Neptune*, in *JCP E*, 2001, p. 417, con nota di A.

VIANDIER

Cass. com., 6 maggio 1996, in *Bull. civ. IV*, p. 107 e in *Rev. soc.*, 1996, p. 803 con nota di P. LE

CANNU, sentenza *Société financière Circe*

Cass. comm., 29 aprile 1997, in *Rev. soc.*, 1998, p. 337, sentenza *Sogenal*

Cass., 16 ottobre 2017, n. 24310, in *Banc. Bors. Titoli Credito*, 2018, II, p. 698, con nota di A.

BARTALENA, *O.p.a. per delisting e insider trading: brevi riflessioni sull'insider di sé stesso*

Cass., 13 febbraio 1978, n. 660, in *Giur. Comm.*, 1978, II, p. 665, con nota di G. GRIPPO,

*Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*

Corte di Giustizia, 23 dicembre 2009, *Spector Photo Group NV e a. contro Commissie voor het Bank-Financie, - en Assurantiewezen (CBFA)*, Causa C-45/08, in *Giur. Comm.*, 2011, II, p. 49

ss., con nota di A. F. TRIPODI, *L'insider trading in una recente pronuncia della Corte di Giustizia:*

*«utilizzo (implicito) della notizia» e presunzione d'offesa*

Cour de Paris, 7 aprile 1998, in *RJDA*, 1998, n° 868

Court of Appeal (COA), in *BCLC*, 1995, I, p. 14, sentenza *Re Harrison & Sons Plc*

*CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Almeida* in *BCLC*, 2002, II p. 108

LG München I, in *ZIP*, 1999, p. 2017

OLG Düsseldorf, 6 dicembre 2000, in *DB*, 2001, p. 189

OLG München, 21 maggio 2008 - 31 Wx 62/07, in *NZG*, 2008, p. 755, sentenza *Lindner II*

Supreme Court of England, 20 maggio 1999, UKHL 24, in *W. L. R.*, 1999, I, p. 1099, sentenza *O' Neill v. Phillips*

T.a.r. Lazio, Sez. I, 10 luglio 2012, n. 6257, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2014, II, p. 95 ss., con nota di A. LAUDONIO, *Rastrellamento di azioni, delisting e il fantasma dell'insider di se stesso*

TC Paris, 14 dicembre 2012, in *Bull. Joly Bourse*, 2013, p. 192, sentenza *SA Radiall c/ Euronext Paris SA et SAS Orfim*

Trib. Milano, Sez. III penale, 5 febbraio 2016, n. 12149, in *Società*, 2016, p. 1272 ss., con nota di S. CONFALONIERI, *I rischi di insider trading nelle fasi propedeutiche dell'o.p.a.: problemi e prospettive*