UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BERGAMO

Dipartimento di Giurisprudenza

Dottorato di ricerca in
Economia e Diritto dell'Impresa (*Business and Law*)

Ciclo XXXVII

Settore Scientifico Disciplinare (SSD): IUS 04 – Diritto Commerciale

IL *DELISTING* MEDIANTE DELIBERA ASSEMBLEARE

Relatore:
Chiar.mo Prof. Enrico Ginevra

Tesi di dottorato:
Andrea Cardani
Matricola n. 1080753

Anno Accademico 2023 / 2024

CAPITOLO I
IL PROBLEMA

SEZIONE I – DELISTING E CONDIZIONI DI EFFICACIA

1. L'ammissibilità del *delisting* puro 1
2. Lo scostamento tra sistema e prassi di mercato 11
3. L'*enforcement* preventivo da parte del gestore del mercato regolamentato e della Consob 13
4. L'opa con finalità di *delisting* e la fusione per incorporazione in società non quotata 20
5. La tutela del mercato 22
6. La tutela delle minoranze 26
7. Dall'illiquidità all'estrazione di benefici privati 27
8. L'opa con finalità di *delisting*: il meccanismo referendario 31
9. (segue) I presidi contro la coazione a vendere 33
10. (segue) Dal veto alla negoziazione 41
11. (segue) L'irrilevanza del premio d'offerta 42
12. La fusione come operazione con parte correlata 44

SEZIONE II – I DIFETTI NELLA DISCIPLINA DELLA DELIBERA ASSEMBLEARE

1. L'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. e il valore reale delle azioni 49
2. (segue) Valore reale delle azioni e condotta dell'azionista di controllo 58
3. Il recesso come *liability rule* 61
4. L'assemblea straordinaria come strumento di tutela. Critica. 64
5. (segue) Il problema del criterio maggioritario 69
6. L'impugnazione della delibera assembleare come strumento di tutela. Critica. 71
7. (segue) Il conflitto di interessi 72
8. (segue) L'abuso di maggioranza 73
9. Sintesi dei risultati e piano della trattazione 76

CAPITOLO II
LA RICOSTRUZIONE DELLA DISCIPLINA DELLA DELIBERA ASSEMBLEARE

1. I confini della ricostruzione: interessi di mercato e interessi endosocietari 79
2. L'incremento dei quozienti deliberativi in via statutaria 79

3. Il *whitewash* assembleare 84
4. Dalla vicenda tipica all'onere motivazionale 88
5. L'applicazione analogica della disciplina in materia di OPC 91
6. (segue) L'esclusiva applicazione delle regole dettate per le operazioni di maggiore rilevanza 95
7. Il parere degli amministratori indipendenti 97
8. (segue) L'interesse della società nel compimento dell'operazione 102
9. La correttezza sostanziale dell'operazione 106
10. I profili di trasparenza 112

CAPITOLO III
IL REGIME DI *ENFORCEMENT* DELLA DISCIPLINA

1. Premessa 115
2. La verifica del gestore del mercato regolamentato 115
3. Il potere di veto della Consob 120
4. Attività di vigilanza tra informazione e merito dell'operazione 122
5. I presupposti della sanzione 125
5. (segue) Il ruolo della richiesta *ex* art. 114, co. 5, TUF 126
7. I rimedi di natura privata 129
8. L'arretramento della tutela reale 131
9. La tutela risarcitoria 135

Capitolo I
IL PROBLEMA

SOMMARIO: SEZIONE I – DELISTING E CONDIZIONI DI EFFICACIA: 1. L'ammissibilità del *delisting* puro. – 2. Lo scostamento tra sistema e prassi di mercato. – 3. L'*enforcement* preventivo da parte del gestore del mercato regolamentato e della Consob. – 4. L'opa con finalità di *delisting* e la fusione per incorporazione in società non quotata. – 5. La tutela del mercato. – 6. La tutela delle minoranze. – 7. Dall'illiquidità all'estrazione di benefici privati. – 8. L'opa con finalità di *delisting*: il meccanismo referendario. – 9. (segue) I presidi contro la coazione a vendere. – 10. (segue) Dal veto alla negoziazione. – 11. (segue) L'irrilevanza del premio d'offerta. – 12. La fusione come operazione con parte correlata. SEZIONE II – I DIFETTI NELLA DISCIPLINA DELLA DELIBERA ASSEMBLEARE: 1. L'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. e il valore reale delle azioni. – 2. (segue) Valore reale delle azioni e condotta dell'azionista di controllo. – 3. Il recesso come *liability rule*. – 4. L'assemblea straordinaria come strumento di tutela. Critica. – 5. (segue) Il problema del criterio maggioritario. – 6. Impugnazione della delibera assembleare come strumento di tutela. Critica. – 7. (segue) Il conflitto di interessi. – 8. (segue) L'abuso di maggioranza. – 9. Sintesi dei risultati e piano della trattazione.

SEZIONE I – DELISTING E CONDIZIONI DI EFFICACIA

1. *L'ammissibilità del* delisting *puro*

Alla luce della naturale proiezione con cui il legislatore è solito disciplinare ogni problema dell'ambito economico e finanziario, sorprende riscontrare una lacuna normativa che persiste nel tempo. Nessuna previsione è stata ad oggi dettata per regolare la fattispecie della delibera assembleare avente ad oggetto la revoca della quotazione (c.d. *delisting* puro)[1]. Il riconoscimento di tale strumento all'interno dell'ordinamento costituisce, infatti, un problema privo di espressa regolamentazione e dall'esito ancora incerto. Con questi tratti sfuggenti, il quesito è destinato a "interrogare" gli amministratori e gli azionisti di una società quotata sul mercato regolamentato ogni volta che intendano procedere al *delisting* in favore di canali alternativi

[1] Nei medesimi termini, VELLA - CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario - Vol. 2* (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020, 1086, secondo cui «non è dato rinvenire, in alcuna fonte, dei riferimenti alla disciplina applicabile»; ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, in *Trattato delle società - Tomo IV* (diretto da Donativi), Torino, 2022, 576, riscontrando «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.». *Contra* DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004, 140, secondo cui «là dove la legge tace (*ubi lex voluit dixit*, *ubi noluit tacuit*) vi sia non già una lacuna, bensì una *norma implicita di contenuto opposto* alla disposizione che si sta interpretando: nel caso di specie quindi un divieto implicito di dequotazione *tout court*» (corsivo originale).

di finanziamento in grado di sviluppare la crescita della società in modo più efficiente[2].

Nel perdurante silenzio della legge, le risposte al problema sono state affidate al dibattito dottrinale, secondo termini che si sono progressivamente modificati in linea con la profonda evoluzione subita dal quadro giuridico di riferimento. Più in particolare, la riforma del diritto societario ha segnato un punto di svolta, spostando l'opinione della dottrina maggioritaria in favore dell'ammissibilità del *delisting* puro.

Anteriormente ad essa, la dottrina era prevalentemente orientata nel senso di negare il riconoscimento del *delisting* puro. Tale conclusione era fondata su un duplice argomento di natura formale e sostanziale. Nella prima prospettiva, la revoca della quotazione mediante delibera assembleare era ostacolata dall'interpretazione restrittiva del dettato normativo di cui all'art. 133, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della finanza (d'ora in poi, "TUF"), là dove è stabilito che l'assemblea straordinaria può deliberare l'esclusione dalle negoziazioni al fine di richiedere la contestuale ammissione su un altro mercato regolamentato. Secondo numerosi commentatori, i soci non erano pertanto abilitati a disporre l'esclusione *tout court* dalla quotazione, potendo unicamente richiedere il trasferimento su un altro mercato regolamentato[3]. Per quanto autorevolmente sostenute, le difese del *delisting*

---

[2] Secondo una ricostruzione comune nella letteratura economica, la decisione di ritirare il titolo dalla borsa è comunemente assunta all'esito di una analisi comparativa di costi e benefici: BHARATH - DITTMAR, *Why do firms use private equity to opt out of public markets?*, in 23(5) *Review of Financial Studies* (2010), 1771 ss.; OXERA, *Primary and Secondary Equity Markets in the EU* [Final Report], in *www.op.europa.eu* (2020), 74; DEL GIUDICE, Going private transactions. *Perché le società abbandonano la borsa*, Milano, 2013, 16. Nella dottrina giuridica, VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50(4) *Virginia J. of Int. Law*, (2010), 847 («the same cost-benefit analysis that motivates going public also suggests withdrawing from the public market when the net costs of being listed or publicly held outweigh the benefits»).

[3] Cfr. ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Vol. 1*, Milano, 1999, 1207; NOTARI, sub *art. 131 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Vol. 1*, Milano, 1999, 1101; MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella* corporate governance, in AA.VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999, 15, con enfasi sul «tenore tassativo della previsione dell'art. 133 TUF»; DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998, 1225, per cui il silenzio della legge va inteso «come precisa scelta del legislatore tendente ad escludere la possibilità per la società di decidere in autonomia in merito al proprio *status* di emittente», in quanto una diversa interpretazione finirebbe per svuotare il contenuto normativo dell'art. 133 TUF: «non si capirebbe di fatto per quale motivo il trasferimento di uno strumento finanziario tra mercati regolamentati debba essere sottoposto a tutta una serie di condizioni a tutela degli investitori mentre il *delisting* puro e semplice dello strumento finanziario da qualsiasi mercato regolamentato, che è sicuramente in astratto più lesivo degli interessi degli investitori, debba essere nella completa disponibilità della società emittente (e della società di gestione del mercato)»; nei medesimi termini, SEPE, sub *art. 62 TUF*, in ALPA -

puro argomentate dall'indebita compressione dell'autonomia privata in assenza di un divieto testuale non risultavano decisive[4]: un vincolo perpetuo alla quotazione era giustificato dall'idea che l'accesso al mercato fosse sede naturale e permanente della società[5].

Inoltre, il riconoscimento del *delisting* puro si scontrava con un sostanziale vuoto di tutela per gli azionisti di minoranza. L'ammissione alla quotazione segna per gli azionisti un notevole incremento di protezione del loro risparmio, alla luce dei più ampi poteri di autotutela[6], dell'informazione e dei controlli esterni sulla gestione[7], della più agevole negoziabilità della

---

CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998, 603.

Contra SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in PATRONI GRIFFI - SANDULLI - SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, 872 s., secondo cui un divieto al *delisting* puro «non può desumersi dall'ambiguità dell'art. 133 TUF»; RUBINO DE RITIS, sub *art. 133 TUF*, in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002, 1096, secondo cui l'art. 133 t.u.f. «regola tutt'altra fattispecie» e «altre sono le disposizioni da cui desumere i meccanismi di reversibilità dello *status* di società quotata; MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 731, per cui «nulla si dispone sulla procedura da seguire per ottenere la pura e semplice cancellazione dal listino degli strumenti finanziari emessi».

[4] Nel senso di una ingiustificata compressione della libertà di iniziativa economica, SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, 212, «in difetto di un divieto testuale, sarei riluttante a sottrarre all'autonomia negoziale l'esclusione quando non le è mai sottratta l'ammissione»; OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ*., 1999, 490 s., per cui non sarebbe possibile «vincolare in perpetuo la società alla quotazione … senza una grave lesione della libertà di iniziativa»; MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, cit., 731. Affermando la violazione dei principi generali del diritto dei contratti e delle società, DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1226, il quale segnala che «è sempre possibile che gli effetti giuridici nascenti da un incontro di volontà possano venire a cessare con il consenso delle medesime volontà e nel rispetto degli interessi dei terzi eventualmente coinvolti».

[5] Al riguardo, NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinques c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 543, riscontrando l'obiezione per cui «lo stesso modello della società per azioni tenderebbe come evoluzione spontanea» verso la quotazione, dovendosi vedere «con sfavore la perdita dei benefici derivanti dalla quotazione».

[6] Sul punto, WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, in *Società per azioni e mercato mobiliare. Trattato delle società per azioni - Vol. 10*** (diretto da Colombo – Portale), Torino, 1993, 449, rilevando come «nuove regole concorrono, in misura sempre più forte, a disciplinare la vita interna della società e i rapporti reciproci fra i soci». Sottolineando le prerogative di *governance* assegnate dal TUF, PISANI, sub *art. 131 TUF*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58) - Vol. 2* (diretto da G. F. Campobasso), Torino, 2002, 1080; MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, cit., 732. Nell'ambito della protezione degli azionisti di minoranza, quest'ultimo Autore evidenzia anche «il venir meno dei presupposti per l'applicazione della vigente normativa in materia di offerte pubbliche di acquisto obbligatorie» (MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, cit., 716).

[7] Nell'ambito della c.d. miniriforma, FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, 215, per cui «le cautele essenzialmente riguardano l'informazione e i controlli sulla gestione e sui risultati economici della stessa».

partecipazione[8], secondo le regole specificamente previste dal determinato mercato regolamentato. La perdita di tali benefici impone perciò una compensazione in favore degli azionisti[9]. Tale conclusione era, del resto, inscritta nell'ordinamento là dove due strumenti differenti accordavano la medesima *chance* di disinvestimento[10]: nel caso di fusione o scissione idonee a comportare il *delisting*, agli azionisti dissenzienti era accordato il diritto di recesso ai sensi dell'art. 131 TUF (*ex* art. 13, l. 149/1992); nel caso dell'offerta pubblica d'acquisto con finalità di *delisting*, agli oblati era offerta una via d'uscita tramite l'adesione all'offerta e, in particolare, gli azionisti residuali erano ulteriormente tutelati tramite il meccanismo dell'opa residuale (art. 108, co. 1, TUF, versione precedente; *ex* art. 10, l. 149/1992). Per contro,

---

Per l'enfasi sulla trasparenza come strategia di tutela del pubblico risparmio, BUONUOMO, *Il controllo pubblico sulle società nei compiti della Commissione nazionale per le società e la borsa*, in *Riv. soc.*, 1978, 10 ss. Per l'enfasi sul controllo esterno della Consob a protezione degli investitori, MIGNOLI, *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni: la* CONSOB, in *La riforma - stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1974, 182 ss.; MIGNOLI, *Quotazione e società*, in *Riv. soc.*, 1982, 1168; gli interventi di MINERVINI e COLTRO CAMPI, in AA.VV., *Convegno "I problemi della borsa valori"*, in *Giur. comm*., 1975, I, 831 (con specifico riferimento al vuoto di tutela che consegue alla cancellazione dal listino).

[8] Per l'affermazione che l'ammissione alla quotazione consente alle azioni «l'acquisto di un *quid* in più … un modo di essere nuovo», SOTGIA, *Le azioni quotate in borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, 104. V. anche MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, cit., 716, secondo cui la perdita della quotazione comporta una «penalizzazione», per esempio per «la difficoltà di individuare delle controparti al di fuori della borsa o di altri mercati regolamentati»; STELLA RICHTER JR, *"Trasferimento del controllo" e rapporto tra i soci*, Milano, 1996, 351, nt. 287, per cui la quotazione assicura la negoziabilità del titolo, «per il fatto che esiste un mercato azionario, ma anche perché la quotazione delle azioni sul mercato non tollera l'esistenza di clausole limitative della circolazione delle stesse». Un elemento, questo, che può essere considerato di per sé fattuale ed estraneo al diritto delle società quotate. Per un cenno sul punto, TANTINI, *La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, 157, per cui, prima dell'introduzione di un regime speciale per le società per azioni quotate, la quotazione è «per la società un fatto essenzialmente sovrastrutturale, un mero riflesso della quotazione del titolo, che non incideva sull'ordinamento interno della società».

[9] Così, ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1217, per cui la decisione di *delisting* richiede «l'avvio di meccanismi compensativi a favore della minoranza». In termini generali, enfatizzando la necessità di *exit*, l'intervento di COLTRO CAMPI, *Convegno "I problemi della borsa valori"*, cit., 836 (pur con riferimento al *delisting* d'ufficio).

[10] Di qui, l'equiparazione funzionale tra recesso e opa residuale, v. ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria*, *diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni*, in CORAPI (a cura di), *Saggi di diritto commerciale europeo*, Napoli, 1995, 168 ss.; WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 450; D'AMBROSIO, sub *artt. 108-112 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998, 610. Con specifico riferimento all'opa residuale, cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 1993*, (1994), in *www.consob.it*, 127, secondo cui la finalità di tale istituto va «intesa come strumento di smobilizzo delle azioni da parte dei singoli investitori, nella prospettiva della revoca della quotazione dei titoli e quindi del venir meno del relativo mercato».

la disciplina della delibera assembleare non contemplava alcuna forma di disinvestimento, in quanto il diritto di recesso era unicamente circoscritto alle ipotesi di cambiamento dell'oggetto sociale, cambiamento del tipo della società e trasferimento della sede sociale all'estero (art. 2437, co. 1, c.c., versione precedente). Né risultavano fruttuose le soluzioni interpretative volte a estendere tale rimedio, sulla base dell'equiparazione tra il *delisting* puro e le operazioni straordinarie che legittimano il diritto di recesso di cui all'art. 131 TUF.

In primo luogo, non trovava sufficiente adesione l'interpretazione per cui la revoca della quotazione fosse riconducibile a una trasformazione, sulla base del fatto che l'ammissione alla quotazione costituisce la genesi di un nuovo tipo di società per azioni.[11] Di qui, l'introduzione del diritto di recesso *ex* art. 131 TUF[12], che può essere applicato alla fattispecie del *delisting* puro[13], secondo l'ordinaria causa di cambiamento del tipo. Secondo l'opinione contraria della dottrina dominante, tale ricostruzione non era di per sé convincente[14] e la tutela di cui all'art. 131 TUF era unicamente giustificata

---

[11] Per l'inquadramento della società quotata come tipo autonomo, oltre agli Autori di cui alla nota successiva, v. già FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, cit., 219, per cui la l. 216/1974 «si inserisce nel sistema del codice creando un nuovo tipo di società per azioni: quello della società per azioni quotata in borsa»; con toni meno espliciti, MIGNOLI, *Quotazione e società*, cit., 1171 s., per cui «il legislatore ha infatti voluto incidere sulla struttura della società per azioni quotata in borsa, ben al di là di una semplice disciplina esterna». In senso contrario al riconoscimento della società quotata come tipo: *ex multis*, CABRAS, *Le trasformazioni*, in *Trattato delle società per azioni - vol. 7**** (diretto da Colombo - Portale), Torino, 2000, 20 s.; STELLA RICHTER *JR*, "*Trasferimento del controllo" e rapporto tra soci*, cit., 352; TANTINI, *La società quotata in borsa*, cit., 162; più recentemente, TUCCI-(LENER), *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale – sez. IV – tomo 4* (fondato da Buonocore, diretto da Costi), Torino, 2012, 28 s.

[12] Per tale ricostruzione, OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, cit., 490 ss.; con riguardo all'art. 13, d.lgs. 149/1992, GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni - vol. 6** (diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale), Torino, 1993, 139; DE ANGELIS, *La legge sull'OPA: luci, ombre ed esigenze di affinamento della disciplina del mercato finanziario*, in *Riv. dir. impr.*, 1994, 201 s.; MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm*., 1992, I, 833. *Contra*, PISANI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1080 per cui occorre distinguere tra «rilevare una tendenza del sistema» e «ricondurre senz'altro l'ipotesi di recesso … al mutamento del tipo».

[13] In tal senso, OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, cit., 490 ss., secondo cui «la quotazione fonda non solo un particolare codice organizzativo ma un interesse del socio tutelato nella forma del recesso nel caso del venir meno della quotazione medesima. Il che è quanto dire – nel sistema del diritto delle società di capitali – che conforma la società quotata come "tipo"» e, nel caso del *delisting* puro, tale tutela deve valere *a fortiori* quando «l'esclusione non è collegata alla realizzazione di altro interesse sociale (come lo è nel caso di fusione e scissione) e quando il mutamento interessa tutte le azioni e quindi la società e il suo codice organizzativo».

[14] Il limite principale di tale ricostruzione era l'incapacità di motivare l'assenza del diritto di recesso nell'ipotesi in cui la società era ammessa alla quotazione. L'assenza di una previsione di tale tenore si spiegava, invece, per il fatto che la quotazione apporta dei benefici alla posizione dell'investitore e, per tale ragione, non si rendono necessarie forme di tutela: così, ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1216; NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1106 s. Inoltre,

dall'esigenza di scongiurare che la perdita del mercato secondario obbligasse il socio di minoranza a rimanere "prigioniero" di un titolo illiquido e deprezzato[15]. In secondo luogo, non era condivisa la proposta di fondare l'estensione analogica dell'art. 131 TUF, sulla base della medesima esigenza di tutelare l'investimento dell'azionista di minoranza, a prescindere dal fatto che il *delisting* avvenga in via immediata o indiretta[16]. Le cause di recesso erano interpretate in senso strettamente tassativo, al fine di tutelare l'integrità del capitale sociale e l'affidamento di terzi e creditori nonché l'obbligatorietà delle decisioni assunte a maggioranza[17].

Come anticipato, la riforma del diritto societario ha radicalmente modificato il quadro normativo di riferimento. L'art. 131 TUF è stato abrogato e il suo dettato normativo è confluito nell'art. 2437-*quinquies* c.c.,

---

tale impostazione condurrebbe all'esito paradossale di negare il diritto di recesso, quando il *delisting* interessa soltanto una determinata categoria di azioni e la società mantiene lo *status* di società quotata: per tale rilievo, NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1109.

[15] Con riferimento all'art. 131 TUF, NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 529, per cui «alla base troviamo un'evidente esigenza di tutelare la facoltà di *exit* del socio di una società quotata, in momenti in cui le scelte della maggioranza rischiano di pregiudicare taluni caratteri essenziali del suo investimento azionario»; nello stesso senso, MAVIGLIA, sub *art.* 131, cit., 717; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 346. In senso parzialmente difforme, MASI, sub *art. 131 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998, 1206, secondo cui l'interesse alla quotazione non può essere ridotto ad un interesse alla pronta liquidabilità del titolo: deve considerare il «particolare regime della società quotata in borsa» e le «garanzie che ne derivano per l'azionista»

Tali conclusioni sviluppano le argomentazioni precedentemente svolte in merito all'abrogato art. 13, d.lgs. 194/1992: cfr. in senso analogo, MUCCIARELLI, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 267; STELLA RICHTER *JR*, "*Trasferimento del controllo" e rapporto tra soci*, cit., 351 s.; RISTUCCIA, sub *art. 13 l. 149/92*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1997, 299.

[16] In questi termini, SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, cit., 212 ss., per cui il diritto di recesso si fonda sull'applicazione analogica dell'art. 131 TUF, alla luce della medesima esigenza di tutela equivalente alla penalizzazione della liquidazione dell'investimento; con toni dubitativi in merito alla legittimità dell'estensione analogica dell'art. 131 TUF, GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, 280, nt. 259 e MUCCIARELLI, *Il sopraprezzo delle azioni*, cit., 268, nt. 346. Sostiene l'applicazione analogica ai casi di *delisting* indiretto per sussistenza dell'*eadem ratio* (= «perdita dei benefici del mercato»), GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 348 ss. Per soluzioni più articolate, MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, cit., 735, per cui la tutela potrebbe essere accordata tramite delibera unanime o delibera con contestuale offerta pubblica sulle azioni proprie *ex* art. 132 TUF.

[17] Per la dottrina prevalente, CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società[4] - tomo 2*, Torino, 1999, 455; FENGHI, *La riduzione del capitale sociale*, Milano, 1974, 129; GALLETTI, *Il recesso del socio nelle società di capitali*, cit., 278 ss.; GRIPPO, *Il recesso del socio*, cit., 142 ss. *Contra*, FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e la società[12]*, Milano, 2001, 567; TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, 160 ss. (con particolare riguardo all'ampliamento dell'autonomia statutaria rispetto al recesso). In giurisprudenza, Cass. Civ. 20 settembre 1995, n. 9975, in *Giur. it*, 1996, I, 172; App. Milano, 13 ottobre 2000, in *Società*, 2001, 307; Trib. Milano, 2 maggio 1996, in *Foro.it.*, 1998, I, 262; Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Società*, 1994, 248.

a tenore del quale è accordato in via inderogabile[18] il diritto di recesso «ai soci che non concorrono alla delibera che comporta la revoca della quotazione». Pur nella sua parziale ambiguità[19], il tenore letterale della disposizione rivela l'intenzione del legislatore di ampliare la fattispecie, spostando il baricentro della tutela dallo specifico oggetto della delibera agli effetti che essa è in grado di produrre[20]. In questi termini, l'art. 2437-*quinquies* c.c. è destinato ad accordare il diritto di recesso a *qualsiasi* delibera assembleare in grado di determinare la revoca della quotazione: la conversione di azioni di categoria speciale in azioni ordinarie[21], l'acquisto di

---

[18] Per tale conclusione, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 330: STELLA RICHTER JR, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 392; MAUGERI - FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, 83.

[19] NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.,* cit., 545; in termini ancor più critici, BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato* (diretto da P. Perlingieri), Napoli, 2005, 63, nt. 132, che addita «lo scarso significato caratterizzante della previsione»; con toni dubitativi, PACIELLO, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 1141 per cui «il precetto non elimina i dubbi sull'ammissibilità del c.d. *delisting* assoluto».

[20] Cfr. in particolare NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.,* cit., 533 e 544 s. Nello stesso senso, GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 1626, secondo cui la norma introduce «un criterio di pura causalità eziologica»; TOFFOLETTO - STABILINI, sub *art. 133 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - Tomo II*, Torino, 2012, 1805; MARASÀ, sub *artt. 2437-2437*-quinquies*. c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società - Vol. 2 - Tomo II* (diretto da d'Alessandro), Padova, 2011, 787; POMELLI, Delisting *di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc*., 2009, 416; FERRI *JR* - GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Vol. 4* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2007, 239 s., i quali sottolineano il piano degli effetti rispetto alle altre ipotesi di recesso di cui all'art. 2437 c.c. che, invece, pongono in primo piano il «contenuto, se si vuole tipico, della deliberazione»; CAGNASSO, *Il recesso*, in ABRIANI - AMBROSINI - CAGNASSO - MONTALENTI, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 953, per cui «la fattispecie … ha carattere ampio e si riferisce quindi sia alle deliberazioni che hanno come effetto diretto l'esclusione dalla quotazione, sia a quelle che determinano in via riflessa tale conseguenza». A sua volta, nell'ambito delle decisioni che producono il *delisting* come effetto, la dottrina ha operato una distinzione tra effetti riflessi e immediati: così, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 332 ss.; MARASÀ, sub. *artt. 2437-2437*-quinquies *c.c.*, cit., 787.

[21] CALLEGARI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti), Bologna, 2004, 142 s.; CARMIGNANI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo II*, Torino, 2003, 898 ss.; NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 540 s.; MARASÀ, sub *artt. 2437-2437*-quinquies *c.c.*, cit., 786. Il punto era ampiamente discusso prima della riforma del diritto societario: per la nullità della delibera per violazione di legge *ex* art. 2379 c.c.: MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato - Vol. XVII* (diretto da Bessone), Torino, 2002, 202, nt. 99; DE

azioni proprie[22], la delibera di scioglimento anticipato[23]; altre delibere incompatibili con il mantenimento dello *status* di società quotata[24] e, soprattutto, la delibera assembleare avente ad oggetto il *delisting*. e, in quanto tale, capace di provocare la revoca della quotazione[25].

In una prospettiva sistematica, una tale interpretazione costituisce inoltre l'unico risultato ad essere coerente con il rinnovato ruolo del recesso come strumento di disinvestimento[26]. Né sembra che il *favor* del legislatore

---

ANGELIS, *La perdita della quotazione in Borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Società*, 1996, 760; per la legittimità della delibera per mezzo dell'applicazione analogica dell'art. 131 TUF: GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 349 s.

[22] Si tratterebbe, più precisamente, di acquisto di azioni proprie in misura tale da ridurre il flottante «ad un livello tale da indurre la società di gestione del mercato a revocare la quotazione»: GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1626; v. anche MARASÀ, sub *artt. 2437-2437*-quinquies *c.c.*, cit., 787; in passato, GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 349, nt. 223, ipotizzava il ricorso alla disciplina dell'opa residuale *ex* art. 108 TUF a tutela degli azionisti di minoranza, pur segnalando l'applicazione di diversi criteri per la fissazione del prezzo delle azioni. In senso opposto, veniva suggerita la possibile applicazione analogica della nullità per negozio in frode alla legge *ex* art. 1344 c.c.: DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1216.

[23] NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 541, che ritiene tale ipotesi maggiormente consona alle società quotate su mercati di crescita, negando tuttavia che in tali ipotesi possa essere riconosciuto il diritto di recesso.

[24] È stata figurata la modifica dell'oggetto sociale con assunzione del ruolo di mera *holding* di altra società quotata, che costituisce impedimento alla quotazione in borsa ai sensi del Regolamento di Borsa Italiana (art. 2.2.1, co. 6): GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, 171. In passato, erano state ipotizzate altresì delibere di trasformazione in un tipo sociale non idoneo all'emissione di strumenti finanziari suscettibili di quotazione: GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1626 secondo cui si tratta di applicazione diretta dell'art. 2437-*quinquies* c.c. e non più di applicazione analogica dell'art. 131 TUF (così, in precedenza, GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 349 s.). Prima della riforma del diritto societario, era stata ipotizzata la delibera assembleare con cui le azioni cessano di essere incorporate in titoli rappresentativi (*ex* art. 5, r.d. 239/1942): GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 349 s.

[25] Non manca, però, chi ritiene che tale norma andrebbe letta in termini restrittivi o, più precisamente, in un «rapporto di continuità» con l'abrogato art. 131 TUF, sicché essa intende accordare il diritto di recesso soltanto alle delibere che hanno un proprio contenuto tipizzato e producono la revoca della quotazione come *effetto* indiretto: MORERA - SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 118, nt. 11; analogamente, PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012, 141; v. anche DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 142, secondo cui l'art. 2437-*quinquies* c.c. non può «valere di per sé a creare una fattispecie generale di *delisting* puro», anzi «sembra essere semplicemente espressione … del principio secondo cui là dove non è data al socio la facoltà di disinvestire la propria partecipazione sui mercati di quotazione, allora gli deve essere riconosciuto (almeno in determinate situazioni) il diritto di recesso».

[26] Identificano la funzione primaria del recesso come strumento di disinvestimento: per tutti, FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 145 ss.; già, FERRI *JR*, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 154 ss. Di recente, v. la posizione più sfumata di PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio*

per la crescita dei mercati finanziari «si sia spinto sino al punto di vietare il *going private* volontario»[27].

In questi termini, l'ampliamento della fattispecie di cui all'art. 2437-*quinquies* c.c. consente di colmare il precedente vuoto di tutela, offrendo al socio una via d'uscita a fronte del mutamento delle condizioni dell'investimento imposto dalla maggioranza e salvaguardando la concreta negoziabilità e i benefici attesi dalla quotazione[28]. Più profondamente, tale

---

uscente nelle s.p.a., Torino, 2018, 87, secondo cui «il recesso in caso di *delisting* costituisc[e] una fattispecie di confine, in cui la funzione di disinvestimento si intreccia con il tradizionale fondamento dell'istituto, quale strumento di tutela della minoranza». Per la verità, anche quanti ricostruiscono il diritto di recesso come strumento di disinvestimento giungono a riconoscere espressamente che il presupposto di tale rimedio è necessariamente costituito da una delibera assembleare e, cioè, da un comportamento dei soci di maggioranza: sul punto, FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 159 e 160, nt. 156; in senso conforme MORERA - SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, cit., 116, secondo cui «il diritto di recesso … [è] un istituto approvato eminentemente in funzione della tutela delle c.d. minoranze […] Si tratta cioè di un istituto la cui utilità è stata essenzialmente concepita rispetto ad un contesto tutto interno alla naturale dialettica, e contrapposizione, fra minoranza e maggioranza». Diversamente, si finirebbe all'esito paradossale per cui il diritto di recesso sarebbe configurato al di fuori della dialettica endosocietaria, come nel caso di revoca della quotazione disposta d'ufficio dal gestore del mercato regolamentato.

[27] MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV - Tomo II* (diretto da Cottino), Padova, 2004, 59. Con toni simili, COSTI, *Il mercato mobiliare*[13], Torino, 2023, 414, per cui, diversamente, si rischia di «compromettere l'"appetibilità" della quotazione; quotazione che rischia di diventare una camicia di forza».

[28] NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 537, secondo cui «la fattispecie di recesso in esame va collocata anzitutto sul piano delle caratteristiche della partecipazione azionaria, più che su quello del modello organizzativo adottato dalla società»; nello stesso senso, CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, 498, per cui la disposizione «si giustifica in virtù dell'essere la quotazione elemento d'importanza essenziale nella valutazione dell'investimento azionario, essendovi connessa una serie di rilevanti effetti quali, tra gli altri, la possibilità di rapido disinvestimento e l'assoggettamento ad un complesso sistema di informazione e controllo. Un elemento, dunque, di fondamentale rilevanza, del quale non è ammissibile privare il socio per volontà della sola maggioranza, senza concedere la possibilità di uscire dalla società»; CALLEGARI, sub *art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 1440, riconoscendo la «salvaguardia della più agevole negoziabilità dei titoli e dei benefici derivanti dalla quotazione»; PACIELLO, sub *art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 1140 in termini di «mutamento del regime della mobilizzazione della ricchezza destinata a investimento azionario»; ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 573, per cui la norma interviene a tutela della «concreta possibilità di liquidare» le azioni «in ogni momento e a costi di transazione ridotti»; BARTALENA - DELLA TOMMASINA, *Il recesso: un formante per il tipo*, in COSTA - MIRONE - PENNISI - SANFILIPPO - VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo - Vol. II - Tomo II*, Torino, 2021, 39 e 51. *Contra* MONTALENTI, *La società quotata,* cit., 59 ss., per cui, in particolare, «il problema non è da porsi in termini di pregiudizio economico quanto invece in termini di condivisione dello statuto prescelto». L'Autore, tuttavia, ha parzialmente corretto la propria posizione, affermando che la società quotata debba essere considerata un «sub-modello» alla luce della

previsione si candida a divenire elemento centrale della ricostruzione interpretativa atta a colmare la lacuna normativa tuttora presente[29]. In via di applicazione diretta[30], il diritto di recesso tutela i soci che non hanno concorso all'adozione della delibera; nel contempo, il procedimento deliberativo è governato dalle regole in materia di assemblea straordinaria[31]. A ben vedere, tale norma è considerata come regola rispetto alla quale l'art. 133 TUF viene

---

crisi del «principio di tipicità»: MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 61 ss.

[29] A maggior ragione, a fronte della crescente convinzione che l'art. 133 TUF detti una specifica disciplina per una fattispecie ben distinta dal *delisting* puro. In proposito, cfr. GHETTI, sub *art. 133 TUF*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni -Tomo II*, Torino, 2012, 1444, per cui la rubrica dell'art. 133 TUF «annuncia in maniera generale la disciplina dell'*esclusione su richiesta dalle negoziazioni*; il suo contenuto precettivo, tuttavia, non considera tutte le modalità operative che le società quotate possono utilizzare per rimuovere i propri strumenti finanziari dalla negoziazione»; ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 567, per cui la rubrica dell'art. 133 TUF non si riferisce all'esclusione dalla quotazione *tout court*, quanto all'esclusione dalle «negoziazioni»; VELLA - CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, cit., 1085; già, RUBINO DE RITIS, sub *art. 133 TUF*, in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002, 1096.
Una chiara distinzione tra revoca della quotazione ed esclusione delle negoziazioni è presente nell'ordinamento, là dove soltanto la quotazione richiede una espressa manifestazione di volontà da parte dell'emittente, mentre la seconda - non avendo impatti diretti sull'organizzazione societaria e sul regime giuridico delle partecipazioni - può anche essere disposta d'ufficio dal gestore del mercato (v. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., 132 s.). Inoltre, «tra i due concetti non vi è una corrispondenza biunivoca», nel senso che «l'ammissione alle negoziazioni non presuppone un'ammissione a quotazione sul medesimo mercato»: FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I, 601 s. Se è vero che il regime della negoziazione non segue quello di quotazione, si può affermare che il trasferimento delle negoziazioni su altro mercato regolamentato non incide sul problema dello *status* di società quotata. Tali argomenti sembrano convincenti nell'intento di smentire le letture di quanti – dopo la riforma del diritto societario - continuano a identificare nell'art. 133 TUF una divieto testuale al *delisting* puro: in tal senso, PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., 142, per cui «il *delisting* puro di strumenti finanziari delle società … non è ammissibile, se non alle condizioni stabilite dall'[art. 133 TUF]»; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, cit., 174, il quale afferma che non ammettere il *delisting* puro «pare più corretto e rispondente … alla lettera della norma» (= l'art. 133 TUF).

[30] Per l'utilizzo di tale argomento, ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale - Vol. I* (diretto da Cicu - Messineo - Mengoni e continuato da Schlesinger), Milano, 2012, 561. All'evidenza, viene meno l'esigenza pratica di soluzioni interpretative più articolate: ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 573, rilevando come tale novità si inserisce nell'«ampliamento delle cause legittimanti il diritto di recesso operato dalla riforma del 2003» e supera «l'esigenza interpretativa di ricorrere ad espedienti interpretativi che consentano di dilatare il dato letterale oltre le sole decisioni di fusione e scissione»; similmente, MORERA - SCIUTO, *Revoca della quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, cit., 119 ss., per cui l'interpretazione che fonda il diritto di recesso su un mutamento del codice organizzativo risulta «piuttosto accademica e forse ormai un po' anacronistica».

[31] Per riferimenti bibliografici e ulteriori approfondimenti, v. *infra*, Cap. 1, Sez. II, par. 4.

a porsi come eccezione[32]: quando la delibera dispone legittimamente la revoca della quotazione, il socio di minoranza è tutelato tramite il diritto di recesso; quando la delibera assembleare si limita a revocare le negoziazioni da un determinato mercato regolamentato e mutarne le regole di riferimento, il recesso non si rende necessario in quanto il socio non perde alcuna possibilità di scambiare agevolmente la propria partecipazione[33].

2. *Lo scostamento tra sistema e prassi di mercato*

Alla luce dei risultati raggiunti dall'elaborazione dottrinale, l'esame sistematico della disciplina consente di porre le basi per l'ammissibilità del *delisting* puro e prospettare un largo ricorso alla delibera assembleare. Il dato che emerge dalla prassi di mercato sfugge, però, da ogni attendibile previsione. Negli indici aggregati forniti da Borsa Italiana[34], nelle relazioni annuali di Consob[35] e nell'attività giurisprudenziale in materia[36] non c'è alcuna traccia di delibere assembleari assunte con finalità di *delisting*. In breve, il *delisting* puro fallisce la prova con la realtà dei fatti.

Tale dato di mercato sorprende sotto un duplice angolo visuale. Anzitutto, tale fenomeno non può essere certamente spiegato con un generale disinteresse verso le operazioni di *going private*. Al contrario, le evidenze empiriche mostrano la loro esponenziale diffusione, coinvolgendo sempre più

[32] Per tale lettura, GHETTI, sub *art. 133 TUF*, cit., 1446; già POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 418; recentemente, ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 576 s.

[33] In questi termini, *ex multis*, DACCÒ, sub *art. 2437*-quinquies c.c., in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 2557.

[34] Cfr. BORSA ITALIANA, *Companies Delisted from January 1995 to 31 July 2024*, 2024, in *www.borsaitaliana.it*

[35] Cfr. Consob, sezione Relazione Annuale, in *www.consob.it*.

[36] A quanto consta, non risultano pronunce giurisprudenziali avente ad oggetto una delibera assembleare con la quale è stato disposto il *delisting*. Sotto il profilo della tutela degli azionisti, è dato, invece, riscontrare unicamente alcune decisioni - per vero, numericamente contenute - in materia di *delisting* da fusione o per conversione di categoria di azioni. Nella prima categoria (fusione), Trib. Milano (ord.), 10 dicembre 2007, in *Società*, 2008, 875 ss., con nota di SALAFIA. Nella seconda categoria (*delisting* di azioni di risparmio): Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, con nota di CAPIZZI, 274 ss.; Trib. Genova, 12 novembre 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 737 ss., con nota di BUONCRISTIANI. Per la tutela di titolari di *warrant* a seguito di Opa residuale: Cass. Civ., 7 gennaio 2010, n. 11125, in *Giur. comm.*, 2011, II, 1299 ss., con nota di CAPIZZI.

coinvolti emittenti di medio-grandi dimensioni[37] e interessando società quotate dislocate ormai in tutti i Paesi dell'Europa continentale[38].

Né tale fenomeno può essere giustificato da una carenza di interesse verso lo strumento assembleare, come del resto esemplificato dalla prassi di mercato sul segmento Euronext Growth Milan, dove la delibera assembleare è espressamente ammessa[39]. La votazione assembleare rappresenta la sede naturale per esprimere la volontà sociale nonché la modalità più efficiente per revocare la quotazione[40], evitando il ricorso a complesse e onerose attività di «*transactional engineering*»[41]. La convenienza di tale strumento si coglie, in particolare, tramite la comparazione con la struttura e il funzionamento delle operazioni straordinarie. In primo luogo, il procedimento deliberativo si presenta più snello in quanto riduce la complessità procedurale, gli adempimenti formali e i costi associati al coinvolgimento di terzi. Inoltre, nel caso della delibera assembleare non si renda necessaria la costituzione di veicoli societari finalizzati al lancio dell'offerta o alla successiva fusione. Il momento anteriore all'assunzione della decisione non contempla le tradizionali fasi di «interlocuzione e negoziazione con la società bersaglio e i suoi esponenti» né lo svolgimento di complesse attività di *due diligence*[42]. Inoltre, in assenza di acquisizione o concentrazione, lo strumento assembleare esclude la «necessità di ottenere autorizzazioni e via libera dal punto di vista della disciplina *antitrust*, del cosiddetto *golden power* quando applicabile, o

---

[37] Per l'affermazione che «negli ultimi anni i *delisting* … riguardano sempre più spesso società di grandi dimensioni», PICCO ET AL, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, Consob Discussion Paper, 2021, in *www.consob.it*, 44.Tale dato è significativo in quanto il modello economico identifica le società di medio-piccole dimensioni come i principali protagonisti del *delisting*, per il fatto che la bassa capitalizzazione e la scarsa visibilità finanziaria impedisce loro di attrarre investimenti e sfruttare la borsa come fonte di crescita: sul punto, v. DEL GIUDICE, Going Private Transactions, cit., 136 s.

[38] Cfr. INTERMONTE - POLITECNICO DI MILANO, Sliding doors: *il flusso di* listing *e* delisting *sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*, (2022), in *www.intermonte.it*, 18 ss.

[39] Più precisamente, nella prassi del mercato Euronext Growth dedicato alle piccole-medio imprese, si contano oltre una decina di casi in cui la delibera assembleare è stata utilizzata con finalità di *delisting*: tra questi, Jonix s.p.a. (21 giugno 2024); Igeamed s.p.a. (17 agosto 2023); BFC Media s.p.a. (21 luglio 2023); Costamp Group s.p.a. (9 agosto 2022); Capital for Progress Single Investiment s.p.a. (4 gennaio 2021); Caleido Group s.p.a. (17 dicembre 2020); Fintel Energia Group s.p.a. (17 gennaio 2020); MP7 Italia s.p.a. (27 gennaio 2017); Microspore s.p.a. (1° giugno 2015); ARC Real Estate s.p.a. (18 dicembre 2014).

[40] V. in tal senso l'affermazione per cui «il ricorso a siffatti strumenti alternativi [= Opa e fusione] si giustificava alla luce dell'assenza di ogni indicazione circa la possibilità che una società potesse ottenere l'esclusione volontaria dalla quotazione», ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1206.

[41] L'espressione appartiene a GILSON - GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in 152 *U. Penn. L. Rev.* (2003) 817.

[42] PICCO - VENTORUZZO, *Offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023, 492.

in base alla disciplina di settore regolati»[43]. Infine, la delibera assembleare può essere adottata in tempi significativamente più brevi[44]. Un elemento, quest'ultimo, che si presenta particolarmente determinante nell'ambito dei mercati finanziari, là dove la tempestività della revoca della quotazione può scongiurare imminenti fenomeni avversi, in grado di rendere il titolo volatile e danneggiare la redditività delle azioni.

3. *L'*enforcement *preventivo da parte del gestore del mercato regolamentato e della Consob*

A ben vedere, il mancato utilizzo del *delisting* puro si spiega alla luce del più ampio contesto di riferimento nel quale la decisione si inserisce. Le vicende dell'emittente sono infatti strutturalmente destinate a prendere forma nella cornice del mercato regolamentato prescelto per la quotazione. È in tale ambito che viene in rilievo il rapporto instaurato dall'emittente con il gestore del mercato regolamentato e le regole da esso prestabilite ai fini dell'accesso e della permanenza sullo specifico mercato regolamentato. In questi termini, occorre verificare l'interazione tra gli effetti prodotti dalla delibera assembleare e gli interessi presidiati dal gestore del mercato regolamentato, senza poter esaurire il problema dell'ammissibilità del *delisting* puro nella sfera interna della dialettica endosocietaria.

Secondo la dottrina prevalente, la considerazione del rapporto con il gestore del mercato non introduce alcun impedimento all'efficacia del *delisting* tramite delibera assembleare[45]. I sostenitori di tale tesi sono soliti ricorrere all'argomento della privatizzazione dei mercati, introdotta con la transizione dal paradigma della borsa come servizio pubblico a quello del mercato come impresa[46]. Più precisamente, affidando l'attività di

---

[43] PICCO - VENTORUZZO, *Offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., 491.

[44] In questi termini generali, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 426, comparando l'efficienza della delibera assemblea rispetto alla fusione. Per quanto riguarda l'aspetto delle tempistiche, secondo PICCO - VENTORUZZO, *Offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, cit., 492, pur con un certo grado di approssimazione, «l'acquisizione tramite offerta e la fuoriuscita dalla borsa di una società bersaglio richiedono meno di un anno, ma certamente ben più di sei mesi» (dal comunicato *ex* art. 102 TUF all'espletamento di obbligo e diritto d'acquisto); «una fusione, che può realizzarsi anche dopo il *delisting*, considerando i termini dilatori minimi, difficilmente si esaurisce, se anche tutto procede secondo i piani, in meno di quattro mesi». Sotto il profilo dei costi, nel caso di fusione, si pensi al costo connesso alla costituzione del veicolo societario nel quale incorporare la società quotata.

[45] Sul punto, autorevolmente, OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, cit., 490, enfatizzando «la privatizzazione delle borse» e il fatto che «non è più prevista l'ammissione d'ufficio» e SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, cit., 212, con espresso riferimento all'abrogazione dell'ammissione d'ufficio.

[46] Tale mutamento di paradigma è stato introdotto dalla Direttiva 93/22/CEE relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari. Rilevando che tale normativa introduce una forte pressione concorrenziale tra mercati regolamentati, FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, 644. Per l'evidente nesso tra pressione concorrenziale e scelta di privatizzare la

organizzazione e gestione dei mercati a un soggetto privato – la società di gestione del mercato –, la relazione tra gestore ed emittente è regolata da un atto di diritto di privato (= il regolamento del mercato deliberato dall'organo competente della società di gestione *ex* art. 64-*quater*, co. 5, TUF)[47] e si instaura secondo un modello squisitamente contrattuale[48]. Di qui, l'applicazione del diritto generale dei contratti e la facoltà per l'emittente di

gestione del mercato, RUBINO DE RITIS, sub *art. 46 d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *L'Eurosim*, Milano, 1997, 3100; FERRARINI, *La regolamentazione europea delle borse: nuove prospettive*, in *Banca Impresa Società*, 2000, 337 ss., con l'aggiunta che l'approccio concorrenziale tra le borse discende dall'integrazione dei mercati, dalla globalizzazione e dai processi tecnologici.

Il recepimento in Italia avviene tramite l'art. 46, d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim), segnando «un ribaltamento totale della disciplina in materia di organizzazione e funzionamento dei mercati», BARONE - MASERA, *La privatizzazione dei mercati mobiliari italiani*, in *Banca Impresa Società*, 1997, 178. Per la precisazione che la scelta di privatizzare la gestione del mercato «non è di stretta derivazione comunitaria, in quanto la direttiva 93/22 non ha imposto un particolare modello di regolamentazione», v. per tutti VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca Impresa Società*, 1997, 3.

Nella letteratura economica, per il modello teorico della borsa come impresa, *ex multis*, FISCHEL - GROSSMANN, *Customer Protection in Futures and Securities Markets*, in *J. Futures Markets* (1984), 291 ss.; MACEY - KANDA, *The Stock Exchange as a firm: the emergence of close substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges*, in 75 Cornell L. Rev. (1990), 1007 ss. Nella dottrina italiana, DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della governance nelle borse e sul* self-listing, in *AGE*, 2002, 51 ss.

[47] Così, FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e* "self-listing", in *AGE*, 2002, 12, per cui il regolamento è «espressione dell'iniziativa economica privata»; SEPE, *I mercati regolamentati*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano - Tomo II*, Padova, 2010, 1014; già, RUBINO DE RITIS, sub *art. 47 d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, cit., 316. Per vero, la natura privatistica del regolamento di borsa non trova accoglimento unanime: cfr. L.A. BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *AGE*, 2002, 71, secondo cui il regolamento di Borsa è soltanto «parzialmente privatistico»; PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., 83 ss., per una direzione ancor più pubblicistica; DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 20, nt. 30, per una ricostruzione più sfumata a tenore della quale il regolamento di Borsa Italiana ha natura contrattuale «quando considerato in una prospettiva bilaterale», senza togliere che «per i suoi effetti verso i terzi … esso possa avere una valenza normativa o "ordinamentale", che implica la sua integrazione in una disciplina più ampia di origine pubblica, che viene a realizzarsi attraverso l'autorizzazione all'esercizio del mercato regolamentato disposta dalla Consob» ai sensi dell'attuale art. 64-*quater* TUF.

[48] Per tutti, DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 14 ss.; ID., *Il contratto di quotazione*, in GITTI - MAUGERI - NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa - II,* Bologna, 2012, 406; DE LUCA, *Sul "diritto" alla quotazione in borsa. Difesa di una tesi nella prospettiva del* listing *comunitario*, in *Banca borsa tit. cred*., 2009, I, 29; ANNUNZIATA, *"Nuovi mercati" e ruolo della società di gestione*, in GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 29.

sciogliere in ogni momento tale vincolo contrattuale, secondo il paradigma civilistico del diritto di recesso *ex* art. 1373 c.c.[49].

Tuttavia, la configurazione di un contratto di quotazione non è di per sé condizione sufficiente a escludere la presenza di vincoli alla libertà di revocare tale relazione. Vi è infatti che un regime privatistico risulta perfettamente compatibile con previsioni contrattuali idonee a limitare l'autonomia dell'emittente, a cui quest'ultimo – in forma di condizioni generali del contratto *ex* artt. 1341 e 1342 c.c.[50] – decide di aderire in sede di quotazione. In tal senso, l'applicazione del diritto dei contratti non può essere generalmente invocata, dovendosi indagare nel dettaglio le specifiche previsioni contenute nel dettato autoregolamentare[51].

È in questa prospettiva che viene in rilievo la disciplina della richiesta di esclusione *ex* art. 133 TUF. La domanda avanzata dall'emittente al fine di trasferire la negoziazione dei propri strumenti finanziari su un altro mercato regolamentato è assoggettata al potere dispositivo di Borsa Italiana (art. 2.5.5, co. 1 e 4, Regolamento di Borsa Italiana). Tale autolimitazione della propria autonomia privata è accettata dall'emittente per il tramite dell'adesione al testo autoregolamentare predisposto da Borsa Italiana[52]. La revoca della quotazione non si perfeziona esclusivamente nel contesto societario, ma

---

[49] Aderendo alla tesi contrattualistica pura del rapporto di quotazione, si giungerebbe a individuare nel *delisting* puro «una sorta di recesso dal contratto da parte della società quotata, ai sensi dell'art. 1373 c.c.»: per tale prospettazione teorica, pur non condivisa dall'Autore stesso, NOTARI, *Contratto e regolamentazione* nella *quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 496.

[50] In linea con la natura privata del regolamento, si sostiene che le disposizioni del regolamento costituiscono condizioni generali di contratto predisposte dalla società di gestione del mercato e, pertanto, trovano applicazione le regole dei contratti per adesione: in dottrina, FERRARINI, *L'ammissione a quotazione*, cit., 12; VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, nota a Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana S.p.A., 10 luglio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 714; DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 20; SEPE, *I mercati regolamentati*, cit., 1014; RUBINO DE RITIS, sub *art. 62 TUF,* in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002, 521; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*[4], Milano, 2024, 299 s. Una conferma è contenuta nelle Istruzioni di Borsa Italiana, là dove viene specificato che (gran parte del)le disposizioni autoregolamentari sono approvate «ai sensi degli artt. 1341 e 1342 del Codice Civile» (Titolo IA.1, All. "Domanda di ammissione alla quotazione").

[51] In questi termini, sembra prendere forma il "sospetto" di NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 544, nt. 29, secondo cui l'affermata «natura contrattuale del c.d. rapporto di quotazione … è stata forse reiterata in modo eccessivamente acritico».

[52] Tale aspetto è espresso con chiarezza da CONSOB, *Note tecniche in materia di esclusione a richiesta delle negoziazioni*, Documento di consultazione al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Mercati, 1998, in *www.consob.it*, 20, là dove si afferma che - pur ferma la generica applicabilità del diritto dei contratti al rapporto di quotazione - le disposizioni autoregolamentari hanno la funzione di limitare l'autonomia dell'emittente (e indirettamente della società di gestione del mercato).

richiede - secondo uno schema bilaterale contrattuale[53] - l'approvazione da parte del gestore del mercato regolamentato. A ben vedere, tale regola esprime un principio chiaro: quando l'esclusione assume la forma della richiesta volontaria, i termini contrattuali di cui al regolamento di mercato circoscrivono la libertà dell'emittente in favore di un potere dispositivo di Borsa Italiana. Dal momento che il *delisting* puro presenta le medesime caratteristiche della richiesta, sembra corretto ritenere che per tale fattispecie si propone l'analoga limitazione di autonomia: la richiesta volontaria di revoca della quotazione deve transitare dalla verifica del gestore del mercato.

L'esclusione non costituisce, pertanto, un atto dovuto. È in tale aspetto che si appunta la sostanziale differenza tra le ipotesi in cui il *delisting* assume la forma di una richiesta oppure promana da una vicenda tipica societaria a contenuto riorganizzativo. In questo secondo caso, non sembra configurarsi un vero e proprio schema contrattuale bilaterale. Per quanto l'emittente sia chiamato a «prendere contatti con Borsa Italiana» allo scopo di «concordare» l'intervento finalizzato alla revoca degli strumenti finanziari dalla quotazione (artt. IA1.2.6-8, Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana), il ruolo del gestore del mercato regolamentato è circoscritto alla regolazione delle «modalità di revoca» (art. 2.5.1, co. 8, Regolamento di Borsa). In questi termini, il gestore del mercato si limita a determinare un profilo di natura prettamente esecutiva, vale a dire il momento temporale in cui si verifica la definitiva cancellazione e l'impossibilità tecnica di negoziare le azioni (oltre ad eventuali aspetti connessi)[54]. La volontà del gestore non concorre, tuttavia, nel dare efficacia all'esclusione della società: la revoca si perfeziona interamente nel perimetro societario.

Si può così svolgere una prima riflessione. A ben vedere, la natura privata del gestore del mercato regolamentato ha sicuramente condotto al venir meno di un regime marcatamente pubblicistico[55] nel quale era diffusa

---

[53] Per tale inquadramento, DE MARI, *Il contratto di quotazione*, cit., 413.

[54] In particolare, v. le Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana: nel caso di conversione di una categoria di azioni, si fa riferimento agli «interventi necessari anche in ordine all'eventuale cancellazione delle azioni oggetto di conversione» (art. IA2.1.6); in caso di fusione, si fa riferimento all'«intervento di cancellazione delle azioni dell'incorporata» (art. IA2.1.7); in caso di scissione, si indica la «tempistica di effettuazione dell'operazione» (art. IA2.1.8).

[55] Tale regime era simboleggiato dal potere in capo alla Consob di ammettere una società alla quotazione su propria iniziativa. L'ammissione d'ufficio era disposta, sentiti gli amministratori e previo parere delle deputazioni di borsa e dei comitati direttivi, purché i titoli fossero abitualmente e largamente negoziati ed emessi da società con i requisiti prescritti (art. 3, co. 1, lett. d, L. 7 giugno 1974, n. 216). Secondo i primi commenti, tale norma avrebbe consentito alla Consob un significativo accertamento sul mercato dei titoli non quotati: LANDI, *Consob* (*Legge 7 giugno 1974, n. 216*), in *Riv. soc.*, 1975, 26; CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 238 ss. In merito agli interessi perseguiti dalla disposizione, l'ammissione d'ufficio era giustificata ora dalla tutela del risparmiatore-investitore (TANTINI, *La società*

la visione di un interesse del mercato *superiore* alla volontà sociale[56]. L'interesse del mercato e dei suoi investitori non ha, però, cessato di caratterizzare il contesto e la disciplina delle sedi di negoziazione[57], al punto da conformare «le funzioni regolamentari, decisorie, di vigilanza e sanzionatorie»[58]. È in questa prospettiva che trova emersione la previsione per cui il gestore del mercato regolamentato «dispone l'ammissione [e] l'esclusione degli strumenti finanziari dalla quotazione» (art. 64, co. 1, lett. *c*, TUF). Tale disposizione esprime, all'evidenza, un criterio ordinante dell'attività che si svolge nella sede di negoziazione: l'ingresso e l'uscita dal mercato regolamentato risultano assoggettati alle determinazioni del gestore

---

quotata in borsa, cit., 155), ora dall'esigenza di rivitalizzare i mercati (ROSSI, *Le società e la borsa: nuove frontiere*, cit., 9).

[56] Cfr. sul punto SERRA, *Il regime speciale delle società quotate*. *Le società quotate fra disciplina societaria e disciplina del mercato*, cit., 583, nt. 17, per cui là dove è consentita l'ammissione d'ufficio, «l'interesse del mercato e degli investitori … costituisce un limite preclusivo insormontabile» alla revoca; SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1958, I., 69, per cui la scelta discrezionale della società di revocare la quotazione si presenta «in netto contrasto con la tutela del pubblico interesse e contraria alla medesima finalità che il legislatore ricerca con le sue norme sul mercato di borsa in generale e quelle particolari sull'ammissione alla quotazione dei titoli azionari».

[57] È in questa prospettiva che rimangono di attualità, pur con le dovute distinzioni, le affermazioni espressa da DE ANGELIS, *La perdita della quotazione in borsa*, cit., 758, secondo cui l'abbandono del listino «non può essere deciso *ad nutum* dalla società emittente ma … necessita di un apposito provvedimento della Consob, da assumersi ai sensi dell'art. 8, settimo comma, D.P.R. 31 marzo 1975, n. 138», alla luce dell'«esigenza di tutela del pubblico risparmio e [del]l'interesse del mercato finanziario in senso lato»; e SENA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, cit., 374 s., affermando che «persiste la discrezionalità dell'autorità amministrativa in funzione dell'interesse pubblico» o, in altri termini, «la società non ha un'assoluta disponibilità dell'ammissione dei suoi titoli alla quotazione in borsa.

[58] NOTARI, *Contratto e regolamentazione*, cit., 505 s., per l'affermazione che «le funzioni regolamentari, decisorie, di vigilanza e sanzionatorie sono sottratte alla comune disciplina dei contratti». In termini simili, DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 19 s., per cui «gli interessi sottesi alla fattispecie negoziale ed i correlativi poteri delle parti non possono … essere valutati solo nella prospettiva delle singole parti contrattuali, ma devono essere considerati nell'ottica più generale del mercato»; v. anche RUBINO DE RITIS, sub *art. 64 TUF*, in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002, 541, per il rilievo che l'attività regolamentare e quella dinamica di gestione sono parimenti funzionalizzate al perseguimento di interessi generali. Per la posizione che si spinge a qualificare tali provvedimenti come atti a carattere pubblicistico, PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., 199 s. L'Autore elabora una teoria articolata per cui i poteri di ammissione ed esclusione degli strumenti finanziari devono essere tenuti distinti dai poteri di gestione del mercato (ad esempio, la scelta dei meccanismi di funzionamento delle piattaforme di scambio e di formazione dei prezzi: PACE, *op. cit.*, 203, trattandosi di «funzioni "autonome" rispetto alla gestione del mercato» (PACE, *op. cit.*, cit., 187 ss., spec. 190 s.). In tal senso, l'Autore enfatizza soprattutto l'attribuzione di competenze (esclusive o concorrenti) in favore di Consob come segnale incontrovertibile dell'estraneità di tali funzioni all'attività imprenditoriale.

del mercato, alla luce di una più ampia sfera di interessi che contraddistingue il mercato dei capitali. È questo il principio di portata generale sul quale si fonda l'esistenza di un modello di *enforcement* preventivo, atto a governare tanto le richieste volontarie di revoca (come nel caso dell'art. 133 TUF e del *delisting* puro)[59], quanto le ipotesi in cui l'esclusione si renda necessaria per iniziativa del gestore, a fronte di eventi patologici che riguardano l'attività dell'emittente[60].

Lo scrutinio esercitato dal gestore del mercato ai fini della revoca dalla quotazione non costituisce una prerogativa che gli appartiene a titolo esclusivo. Nel coinvolgere le dinamiche societarie di emittenti e i profili inerenti ai mercati, il *delisting* sollecita l'azione di vigilanza della Consob. Anche l'Autorità è, infatti, tenuta ad attivarsi per verificare che l'operazione di *going private* sia coerente con le finalità che ne orientano la supervisione di emittenti e mercati: rispettivamente, la «tutela degli investitori» nonché l'«efficienza» e la «trasparenza … del mercato dei capitali» (art. 91, co. 1, TUF); la «trasparenza del mercato», l'«ordinato svolgimento delle negoziazioni» e «la tutela degli investitori» (art. 62, co. 1, TUF).

---

[59] Più precisamente, la sicura inclusione dell'art. 133 TUF all'interno delle cause di esclusione impedisce di attribuire a quest'ultima fattispecie un significato meramente patologico. È per tale ragione che non è consentito aderire all'affermazione di SEPE, sub *art. 62 TUF*, cit., 601, per cui «sospensione ed esclusione costituiscono … le "*pene* private" espressamente considerate dal legislatore».
L'esclusiva valenza patologica della fattispecie "esclusione" non risulta, inoltre, coerente con l'evoluzione della disciplina. Più precisamente, una tale lettura sembra risentire in misura forse eccessiva dell'approccio storicamente originario per cui la revoca era esclusivamente intesa come "pulizia del listino". Tale impostazione era valida tanto nella prassi dell'attività di vigilanza [v. CONSOB, *Relazione per l'anno* 1975, (1976), in *www.consob.it* per l'idea che il potere di revoca era strumento «parallelo» all'ammissione d'ufficio al fine di una «effettiva rivitalizzazione del mercato borsistico»], quanto nella dottrina, dove era sintomatico il fatto che i primi studi sul potere di revoca si concentravano unicamente sul profilo sanzionatorio di tale prerogativa: cfr. BRUTI LIBERATI, *La sospensione e la revoca della quotazione dei titoli in borsa tra discrezionalità amministrativa e regole procedimentali*, in *Il diritto dell'economia*, 1993, 637 ss., spec. 658, per cui la revoca di uno strumento finanziario dalla quotazione era associata a fatti idonei a «turbare il regolare andamento del mercato di un titolo ovvero a mettere il pubblico risparmio»; analogamente, MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989, 151 ss.; JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990, 264 ss.; con toni accesi, ROSSI, *Le società e la borsa: le nuove frontiere*, cit., 9, per cui il potere di cancellazione dal listino era funzionale ad ampliare il mercato, « dopo aver fatto pulizia delle società zavorra e di quelle che non possiedono più i requisiti per la quotazione».

[60] Nel dettaglio, tali ipotesi sono compendiate nel criterio generale di cui all'art. 2.5.1, co. 1, lett. *b*, Regolamento di Borsa, là dove stabilisce che la revoca della quotazione consegue a una «prolungata carenza di negoziazione» o all'impossibilità di «mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento». Per la dettagliata previsione delle fattispecie che esemplifica tali criteri, art. 2.5.1, co. 5, Regolamento di Borsa Italiana. La dottrina qualifica tali cause di revoca alla stregua di casi di risoluzione del contratto: per tutti, DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 131 s.

Dopo le modifiche intervenute con la L. 5 marzo 2024, n. 21 (d'ora in poi, "Legge Capitali")[61], tale ruolo di garante di ultima istanza delle sedi di negoziazione non si traduce, però, nel riconoscimento di una procedura all'esito della quale la Consob è in grado di incidere formalmente sull'efficacia dell'atto volontario di esclusione. I confini del proprio spazio di intervento divengono mobili e condizionati all'esercizio di una penetrante prerogativa: il potere di adottare «in caso di necessità e urgenza» qualunque provvedimento che si renda necessario per assolvere alle predette finalità (art. 62, co. 3, TUF). Là dove la Consob ritiene integrati tali presupposti, le è concesso di prendere iniziative e disporre provvedimenti di assoluto rilievo. In particolare, tale disposizione consente all'Autorità di vigilanza di sindacare le operazioni di *delisting*, fino a vietare il compimento dell'operazione.

Pertanto, il rapporto di quotazione non è liberamente disponibile da parte della società emittente[62]: la revoca della quotazione risulta subordinata all'accertamento concomitante della società di gestione del mercato e dell'Autorità di vigilanza[63]. Con tutta evidenza, è tale attività di "filtro" a porsi come ostacolo alla diffusione del *delisting* puro. Una conclusione certa che diviene, però, oscura quando si tratta di determinare le motivazioni sottese a tale contrarietà. Nell'assenza di provvedimenti formali di diniego all'esclusione, la risposta a tale interrogativo non può essere facilmente reperita sulla base di considerazioni "statiche" in merito al grado di analiticità del Regolamento di Borsa[64], né in virtù della affermazione isolata di Consob,

---

[61] Ci si riferisce all'art. 8, co. 1, lett. b, Legge Capitali, con la quale è stata disposto l'abrogazione della procedura rafforzata e del potere di veto di cui all'art. 66-*ter*, co. 4 e 6, lett. *a*, TUF. Più approfonditamente, v. infra, Cap. 3, par. 3.

[62] In senso conforme a quanto qui sostenuto, NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 544, nt. 29, affermando che deve ritenersi esclusa una «piena disponibilità del rapporto di quotazione da parte delle società emittenti».

[63] Chiaramente, tale conclusione non preclude affatto l'ammissibilità del *delisting* puro e, dunque, la possibilità di riconoscere ai soci riuniti in assemblea il potere di votare una delibera assembleare che abbia come *oggetto* la revoca delle azioni dalla quotazione. Semplicemente, si intende rilevare che la decisione assunta in sede societaria è condizione necessaria ma non sufficiente per il perfezionamento della revoca della quotazione.

[64] Cfr. la lettura interpretativa a tenore della quale l'assenza di una disciplina del *delisting* puro nel Regolamento di Borsa Italiana e nelle relative Istruzioni deve essere intesa come espresso rifiuto alla sua ammissibilità, alla luce dell'elevato grado di analiticità che contraddistingue tali previsioni, BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., 62; nello stesso senso, MORERA - SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto recesso del socio*, cit., 118, nt. 11; DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 140. Una tale conclusione possiede in effetti una sua fondatezza, a maggior ragione se si considera – in applicazione del noto brocardo "*ubi lex voluit dixit*, *ubi noluit tacuit*" - la comparazione con il testo autoregolamentare dettato per il mercato non regolamentato Euronext Growth Milan. In quest'ultimo caso, «l'emittente che richiede a Borsa Italiana la revoca dall'ammissione dei propri strumenti finanziari deve comunicare tale intenzione di revoca […] la revoca deve essere subordinata all'approvazione di non meno del 90% dei voti degli azionisti riuniti in assemblea» (art. 41 Regolamento Euronext Growth Milan), come specificato dall'art. 41 Linee Guida, per cui «tale *quorum* deliberativo trova applicazione a

per cui «la disciplina italiana non consente una revoca della quotazione c.d. "volontaria"»[65]. Il prosieguo dell'indagine richiede di illuminare le valutazioni sostanziali e i bilanciamenti di interessi che si traducono nella contrarietà verso la delibera assembleare. Si rende dunque necessario esaminare i due profili sotto i quali l'operazione di *delisting* viene in rilievo: (1) la prospettiva pubblicistica, nella modalità con cui la decisione di revocare la quotazione interagisce con gli ulteriori interessi di mercato; (2) la prospettiva societaria, nella modalità con cui sono disciplinati i conflitti interni all'emittente e la tutela delle minoranze azionarie.

4. *L'opa con finalità di* delisting *e la fusione per incorporazione in società non quotata*

Al fine di assolvere compiutamente tale indagine, si offre un punto di osservazione privilegiato. Come accennato in sede introduttiva, il *delisting* costituisce un effetto che può essere conseguito in modo idoneo ricorrendo a una pluralità di strumenti, anche alternativi alla delibera assembleare. Individuando le operazioni ritenute idonee e più diffuse nella prassi, è possibile ricostruire le condizioni normative che consentono di convalidare una operazione di *delisting* e verificare quale sia il *quid pluris* che il legislatore richiede alla disciplina della delibera assembleare.

In coerenza con l'evoluzione normativa[66], la prassi sottolinea il più frequente ricorso a due operazioni formalmente distinte[67], ma funzionalmente

---

qualunque delibera suscettibile di comportare, anche indirettamente, l'esclusione dalle negoziazioni sugli strumenti finanziari. A fronte di tale espressa ammissione, non si deve però fare esclusivo affidamento su un criterio statico di natura testuale, se è vero che tale lacuna ben potrebbe essere colmata in concreto alla luce del potere di disporre l'esclusione dalla quotazione.

[65] CONSOB, *Comunicazione contenente i criteri di carattere generale per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. 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* [Documento di consultazione], (2011), in *www.consob.it*, 6 s. (corsivo aggiunto). Più precisamente, secondo l'Autorità di vigilanza, «l'offerta pubblica di acquisto e l'esercizio dell'obbligo di acquisto *ex* art. 108, comma 2 … rappresentano attualmente l'unico modo per ottenere un diretto *delisting* da parte dei soggetti che non ritengono più la quotazione rispondere alle proprie esigenze» (*ibidem*). Tale affermazione è stata enfatizzata nell'ambito del dibattito sul *delisting* puro da TOFFOLETTO - STABILINI, sub *art. 133 TUF*, cit., 1805. Tuttavia, ferma la dubbia valenza interpretativa di un testo di consultazione che non è stato riprodotto nell'atto definitivo, rimane che tale affermazione non consente di ricavare alcuna considerazione sugli interessi in gioco e sul profilo sostanziale dell'operazione.

[66] Come detto, Opa e fusione sono associate alla revoca della quotazione sin dalla l. 149/1992.

[67] Più specificamente, l'opa interna è una operazione di mercato che non richiede l'espressione della volontà sociale, perfezionandosi nel rapporto tra socio di controllo e azionisti di minoranza secondo le regole di mercato che governano le offerte pubbliche d'acquisto. Per contro, la fusione è una operazione di natura societaria e, in quanto tale, presuppone una manifestazione della società emittente, che si forma nel rispetto del

equivalenti: l'offerta pubblica d'acquisto[68] e la fusione per incorporazione in società non quotata[69]. L'opa con finalità di *delisting* si affianca ai tradizionali istituti dell'opa ostile e dell'opa obbligatoria; nel contempo, se ne distanzia per il fatto che tale offerta è promossa da un soggetto che «appartiene alla medesima cerchia di interessi di chi si trovi al vertice dell'emittente stesso»[70] e, in quanto tale, non pone un problema di acquisizione del controllo societario[71]. Ricorrendo a tale strumento, l'offerente è animato dall'intento di consolidare la propria partecipazione e conseguire l'abbandono del mercato regolamentato. Come tale si identifica, infatti, l'offerta nella quale l'offerente comunica «l'intenzione di revocare dalla negoziazione[72] gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta», sulla base delle motivazioni illustrate (art. 37, co. 1, lett. *h* e *g*, Regolamento Emittenti)[73]. Sotto il profilo strutturale, tale operatività dell'offerta pubblica d'acquisto si fonda sulla disposizione autoregolamentare di Borsa Italiana ai sensi della quale l'esercizio dell'obbligo d'acquisto di cui all'art. 108, co. 2, TUF «è presupposto per la revoca della quotazione» (art. 2.5.1, co. 6, Regolamento Borsa Italiana). Dal momento che l'obbligo d'acquisto sorge quando l'offerente acquisisce a seguito di offerta pubblica totalitaria una quota partecipativa pari almeno al

---

procedimento deliberativo disciplinato dalle regole di diritto societario. Per un approfondimento, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 411 ss. e 459.

[68] Attualmente, i dati empirici mostrano come la finalità di *delisting* costituisca la principale forma di utilizzo dell'istituto. Sul punto, PICCO ET AL, *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*, cit., 39. In dottrina, per un cenno, SACCO GINEVRI, *OPA e* delisting, in *Riv. soc.*, 2022, 938; con toni leggermente negativi, ZOPPINI, *Brevi cenni conclusivi in tema di OPA*, in *Riv. soc.,* 2022, 952.

[69] La prassi segnala che il numero di fusioni per incorporazione con società non quotata è piuttosto contenuto (n. 6): I. Net s.p.a. (11 gennaio 2008); Lavorwash s.p.a. (2 marzo 2009); FMR Artè s.p.a. (1° marzo 2010); Acque potabili s.p.a. (2 febbraio 2015); Cad It s.p.a. (3 dicembre 2018); Poligrafica San Faustino s.p.a. (9 novembre 2021).

[70] GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004, 1, nt. 2. Cfr. anche Cass. Civ., sez. II, 16 ottobre 2017, n. 24310, in *Giur. comm.*, 2018, II, con nota di BARTALENA, affermando che «nell'opa finalizzata al *delisting*, l'iniziativa parte non da un soggetto esterno alla società investita dall'opa stessa, bensì dal socio di maggioranza di tale società». In questi termini, Per tale ragione l'opa con finalità di *delisting* è altresì identificata con l'appellativo di opa "interna" o "opa da *insider*". Nella disciplina secondaria, i soggetti considerati *insider* sono elencati all'art. 39-bis, co. 1, RE.

[71] GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 1, nt. 2.

[72] L'utilizzo di tale termine non deve indurre a ritenere che tale procedimento non sia in grado di conseguire la revoca *tout court* della quotazione. In tal caso, la negoziazione deve essere considerata soltanto una fase preliminare alla revoca della quotazione. È significativo, in tal senso, che la stessa fonte regolamentare stabilisca che, una volta perfezionata la procedura di obbligo d'acquisto *ex* art. 108, co. 2, TUF, l'offerente debba comunicare «le ulteriori informazioni disponibili in merito alla revoca dei titoli dalla *quotazione*» (art. 50-*quinquies*, co. 5, lett. d, Regolamento Emittenti, corsivo aggiunto).

[73] Tale intenzione deve essere segnalata sin dalla prima comunicazione da fornire alla Consob e al mercato *ex* art. 102, co. 1, TUF e nel documento d'offerta. Più in dettaglio, l'offerente deve indicare «l'eventuale esclusione dalle negoziazioni prevista per gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta» (art. a.11, Schema 1, All. 2, Regolamento Emittenti).

novanta per cento del capitale, chi intende procedere - in via diretta o ancillare[74] - alla revoca delle azioni dalla quotazione sul mercato regolamentato può lanciare un'offerta totalitaria sulle azioni della società, allo scopo di concentrare nelle proprie mani almeno il novanta per cento delle azioni rappresentative del capitale sociale[75]. A questo punto, infatti, il flottante è ridotto in misura tale da non essere più idoneo ad assicurare il regolare svolgimento delle negoziazioni, con la conseguenza che il gestore del mercato regolamentato è tenuto a disporre la revoca della quotazione[76].

Il secondo strumento è rappresentato dalle operazioni di fusione. In tale ipotesi, la revoca della quotazione consegue formalmente all'annullamento delle azioni quotate, che preclude in radice la possibilità di assicurarne una regolare negoziazione. Un vero e proprio *delisting* si ha, però, soltanto quando a società incorporante non è quotata e le azioni attribuite in concambio non sono scambiate sul mercato regolamentato. È solo in questo caso che si pone il problema della perdita dei benefici derivanti dalla quotazione. Per converso, nessuna criticità deriva dalla fusione con una società quotata in cui l'azionista riceve in concambio azioni pur sempre negoziabili sul mercato regolamentato. Mutando esclusivamente la società quotata con la quale il socio intrattiene un rapporto giuridico, si ha un *delisting* meramente tecnico.

5. *La tutela del mercato*

Per comprendere le ragioni della legittimità di tali due strumenti, occorre osservare più da vicino la causa che è ritenuta idonea a fondare il *delisting*. Nel caso dell'opa interna, si è visto come la revoca della quotazione sia disposta quando il socio venga a detenere una quota pari al novanta per cento del capitale sociale. Più precisamente, si può affermare che il *delisting* è originato dalla circostanza di elevata concentrazione dell'assetto

---

[74] ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 568. Non si deve escludere, infatti, la contestuale finalità di ricambio del controllo societario o il ricorrere simultaneo di una offerta pubblica obbligatoria.

[75] A tal fine, la prassi evidenzia alcuni comportamenti ricorrenti da parte dell'offerente: (1) l'acquisto di azioni proprie anteriormente al lancio dell'offerta, al fine di ridurre la quota di azioni da acquistare tramite l'offerta; (2) la struttura dell'offerta come Opa c.d. condizionata, per cui l'efficacia dell'offerta è sospensivamente condizionata al raggiungimento della soglia del 90% (o eventualmente alla più bassa soglia indicata dell'offerente: ad esempio, il 66% che consente al socio di controllo di deliberare l'eventuale fusione inversa).

[76] In precedenza, nell'ambito di un regime marcatamente pubblicistico, v. CERA, *La Consob*^{2}, Milano, 1986, 185, per cui era salva «la possibilità per la società o l'ente di chiedere alla Consob la revoca dell'ammissione, dimostrando che i titoli non sono più largamente e abitualmente negoziati e che la revoca non lede gli interessi degli azionisti e del pubblico risparmiatore». Il regime giuridico adottato da Borsa Italiana stabilizza a tutti gli effetti la validità di questa proposta, a beneficio della certezza del sistema.

proprietario, che l'azionista di controllo è venuto a determinare[77]. Tale stato di consolidamento azionario produce numerose conseguenze negative sull'investimento degli azionisti esterni: (1) la riduzione del potenziale volume di negoziazioni e la minor correttezza dei prezzi che si formano sul mercato secondario a causa della scarsa liquidità[78]; (2) il minor monitoraggio cui è sottoposta la gestione impressa dal socio di controllo da parte di analisti finanziari e stampa specializzata[79]; (3) l'elevato rischio di condotte opportunistiche basate sul controllo pressocché totalitario della gestione sociale.

Tanto sotto il profilo di *governance*, quanto sotto l'aspetto strettamente finanziario, viene meno per l'azionista l'appetibilità di un tale investimento, tanto da richiedere al legislatore l'introduzione di una forma di disinvestimento "artificiale" tramite l'obbligo di acquisto di cui all'108, co. 2, TUF[80]. Nel contempo, il medesimo investimento non è in grado di suscitare alcun interesse nel mercato intero. Qualsiasi investitore potenziale sarebbe razionalmente orientato ad allocare i propri risparmi altrove; del resto - secondo il paradigma francese dell'*offre de nettoyage*[81] - l'obbligo d'acquisto

---

[77] Si noti che l'enfasi sulla concentrazione proprietaria riporta l'azionista di controllo al centro della dinamica di revoca della quotazione, al fine di poter evitare che la rarefazione del flottante possa essere associata a fatti esterni alla sua sfera d'azione. Più nel dettaglio, VENTORUZZO, sub *art. 108 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Vol. 1*, Milano, 1999, 407 e 409.

[78] In termini simili, SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*[3], Milano, 2000, 121, affermando che «se il flottante è divenuto inferiore al 10%, solitamente non vi è un'adeguata disponibilità di azioni con diritto di voto e quindi la loro quotazione, per mancanza di richieste, può non rifletterne l'effettivo valore con danno per gli investitori».

[79] Sul punto, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 462, specificando che la minor capacità di monitoraggio si verifica tanto come «minori probabilità di attivazione dei diritti delle minoranze», quanto come «minore attenzione di stampa specializzata e analisti finanziari».

[80] In questo modo, l'obbligo d'acquisto scongiura la revoca della quotazione disposta d'ufficio, a beneficio degli azionisti-investitori. Più precisamente, ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Società*, 1992, 594, per cui la norma risolve il problema quando «il flottante di una società quotata si sia ridotto al di sotto dei limiti minimi, e la sospensione o la revoca della quotazione rappresenterebbero provvedimenti traumatici per gli effetti di congelamento che essi avrebbero sulle partecipazioni degli azionisti di minoranza»

[81] Nell'ordinamento francese, l'affermazione di tale appellativo è particolarmente evocativa, in quanto intende segnalare il disinteresse verso uno strumento finanziario del quale, appunto, si vuole fare "pulizia". Sul punto, *amplius*, WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 439; MONTALENTI, *Le offerte pubbliche d'acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, 80. Come noto, l'istituto dell'*offre de retrait* costituisce il punto di riferimento della disciplina italiana in materia di opa residuale di cui all'art. 108 TUF (versione precedente): cfr. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dell'Opa in Francia*, in *Riv. soc*., 1992, 1280 ss.; ID., *L'opa residuale in una recente legge francese*, in *Riv. soc*., 1994, 1116 ss.

è sin dalla sua genesi uno strumento di «bonifica del mercato mobiliare»[82]. La rarefazione del flottante rende il titolo poco determinante per la complessiva efficienza del mercato dei capitali. Pertanto, nell'opa con finalità di *delisting*, la causa della revoca deve essere ricondotta all'impossibilità di «mantenere un mercato normale e regolare» per uno strumento finanziario (art. 2.5.1, co. 1, lett. b, Regolamento Borsa Italiana)[83].

In questi termini, si perviene a una prima conclusione di rilievo: l'interesse dell'azionista di controllo alla revoca della quotazione deve convergere con l'interesse del mercato, nel senso che un titolo è scambiato finché possiede le caratteristiche necessarie di liquidità e cessa di essere negoziato soltanto quando tali condizioni sono venute meno. Nella prospettiva pubblica, la revoca della quotazione richiede il verificarsi di un evento patologico, idoneo a pregiudicare il regolare funzionamento del mercato.

Una simile conclusione potrebbe apparire incoerente con il funzionamento della fusione, dove la revoca della quotazione non si accompagna ad alcuna rarefazione del flottante o concentrazione proprietaria. Eppure, gli interessi del mercato - inscritti nel testo regolamentare - non sono affatto disconosciuti. Anche nella fusione l'annullamento delle azioni quotate e l'assegnazione di azioni non quotate compromettono in radice la negoziabilità dello strumento finanziario. In questi termini, si produce il medesimo risultato osservato nell'opa: l'impossibilità di mantenere un mercato regolare in tali strumenti finanziari. La peculiarità sta nel fatto che il pregiudizio al normale funzionamento del mercato non consegue a una situazione obiettiva in cui il flottante si è rarefatto per la concentrazione dei titoli nelle mani dell'azionista di controllo. Il socio di controllo può imporre lo stato di illiquidità dei titoli azionari con una semplice manifestazione di volontà, assunta secondo le regole previste dal diritto societario. Tale potere di dettare le condizioni per il *delisting* si spiega, a ben vedere, in virtù del valore organizzativo e imprenditoriale che tale operazione riveste nel contesto della vita societaria[84]. Un *favor* per un complesso di operazioni straordinarie

---

[82] WEIGMANN, *Le offerte pubbliche di acquisto*, cit., 441. Analogamente, PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999, 249: «la finalità di tale disposizione [= art. 108 TUF] era, ed è tuttora, principalmente quella di ripulire il mercato dai titoli che abbiano un flottante insufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni» (corsivo aggiunto).

[83] In senso conforme, v. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati*, cit., 134 s.; NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1102; RUBINO DE RITIS, sub *art. 62 TUF,* cit., Torino, 2002, 532; di recente, ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 565 (estendendo tale inquadramento all'ipotesi di fusione per incorporazione con società non quotata). Pertanto, la clausola generale di cui all'art. 2.5.1, co. 1, lett. b, Regolamento Borsa Italiana non vale limitatamente ai casi patologici in cui interviene il potere d'ufficio del gestore del mercato - come nelle fattispecie esemplificate dall'art. 2.5.1, co. 5, Regolamento di Borsa Italiana) - ma è destinata a trovare applicazione anche nei confronti di condotte volontarie di *delisting*.

[84] Per l'affermazione che, nel caso di fusione e scissione, l'esclusione è collegata «alla realizzazione di altro interesse sociale», OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, cit., 491.

- impresso dal legislatore sin dall'introduzione della specifica causa di recesso da fusione *ex* art. 13, l. 149/1992 - che consente una maggior apertura nelle cause idonee a provocare volontariamente la revoca della quotazione[85].

La legge e le disposizioni autoregolamentari di Borsa Italiana presentano alla società emittente una alternativa "secca" in punto di revoca della quotazione: in caso di operazione di mercato, devono venir meno le condizioni oggettive per un regolare andamento delle negoziazioni; alternativamente, deve realizzarsi una vicenda tipica di natura societaria, contraddistinta da un programma di riorganizzazione dell'impresa. È questo un paradigma normativo che trova un riscontro anche nel panorama comparatistico. In linea con le profonde affinità che caratterizzano i due ordinamenti, la medesima alternatività caratterizza il diritto francese. Più precisamente, in tal caso, l'emittente che intende ritirare i propri titoli dalla quotazione può esclusivamente optare per una offerta pubblica d'acquisto (c.d. *offre publique de retrait*) oppure ricorrere a una operazione straordinaria. Anche nella sua versione pura (c.d. *radiation sur demand de l'Emittent*), la richiesta di revoca può essere promossa soltanto da chi detenga il novanta per cento del capitale sociale[86].

Si comprendono, pertanto, le ragioni dell'inadeguatezza della delibera assembleare a rispettare questi interessi del mercato. La delibera assembleare non è certamente in grado di produrre una condizione obiettiva di rarefazione del flottante. Come autorevolmente affermato, nella disciplina del *delisting* puro, i soci sono costretti a scegliere tra prosecuzione in una società chiusa o disinvestimento «in un contesto nel quale sono assenti i requisiti che gli artt. 108 e 111 [TUF] richiedono perché tale situazione venga creata», cioè

---

[85] Al riguardo, NOTARI, sub *art. 133 TUF*, cit., 1102, per cui «il *favor* di cui godono le fusioni e le scissioni, quali operazioni di integrazione e ristrutturazione aziendale, giustifica invece la deroga al principio di "andata senza ritorno", poiché non si è ritenuto opportuno subordinare la possibilità di effettuare una fusione o una scissione alla condizione del mantenimento a tutti i costi della quotazione in borsa delle azioni delle società risultanti dall'operazione».

[86] Più in particolare, da una parte, il *delisting* si verifica a seguito dell'offerta residuale agli azionisti o dell'offerta funzionalmente equivalente allo *squeeze-out* (rispettivamente, L. 433-4, I, 1°, Code mon. fin.; 433-4, II, Code mon. fin.; art. 237-1, I, RG AMF). In entrambi i casi, l'azionista deve aver raggiunto la soglia pari al 90% del capitale. La medesima soglia è richiesta nel caso in cui l'azionista di controllo decida di richiedere il *delisting* (P. 1.4.2., Règles de négociation Euronext). In tal caso, l'esigenza del mercato è resa ancor più evidente dal fatto che la domanda può essere accolta soltanto se l'emittente dimostra che nel periodo di dodici mesi anteriore alla richiesta, il titolo è stato negoziato per un volume inferiore allo 0,5% della relativa capitalizzazione di mercato [P. 1.4.2.(b)(i), Règles de négociation Euronext]. In alternativa, il *delisting* consegue alle ipotesi di modificazione significativa della statuto, riconducibili nell'area delle decisioni societarie (L. 433-4, I, 3°, Code mon. fin.; art. 236-6 RG AMF). Per un approfondimento, SCOPSI, *Il* delisting *di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori*, (2020), in *www.orizzontideldirittocommerciale.it*, 67 ss.; PIETRANCOSTA, *Going private transactions in France*, (2014), in *RTDF*, 2013, 65 ss.; ID., *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la Loi Pacte*, in *Revue des Sociétés*, 2019, 623 ss.

«l'esiguità del "flottante"»[87]. In tale ipotesi, lo stato di illiquidità consegue necessariamente alla manifestazione della volontà assembleare. Tuttavia, come si è dimostrato, la delibera assembleare è in sé uno strumento privo di quel valore riorganizzativo e imprenditoriale - tipizzato nella fusione - che solo consente di percorrere la "seconda strada" per conseguire la revoca della quotazione[88].

6. *La tutela delle minoranze*

Accanto alla prospettiva del mercato, l'operazione di *delisting* può essere esaminata nella sua natura di vicenda societaria. Da questo angolo visuale, il *focus* sulla platea di investitori cede spazio alla figura degli azionisti e allo strutturale conflitto interno tra maggioranza e minoranza. Tale dissidio è destinato a essere esaltato dalla decisione del socio di controllo di procedere alla revoca della quotazione: l'istanza di autonomia ed efficienza, da una parte; la tutela dell'investimento, dall'altra. Le pagine che seguono sono dedicate alla ricerca del punto di equilibrio richiesto dal legislatore al fine di ammettere l'efficacia di uno strumento di *delisting*. L'indagine muove da una premessa: il punto di equilibrio nella dialettica endosocietaria si misura in base alla specifica forma di tutela accordata dal diritto di ogni singola operazione di *going private*.

Invero, le tecniche di tutela previste per ciascuna operazione possono risultare diverse tra loro nella forma e nella struttura. Uno spazio di comparazione può però essere ripristinato guardando alla funzione del rimedio. In questi termini, le forme di tutela possono essere inscritte nella nota contrapposizione tra *property rule* e *liability rule*[89]. Un paradigma teorico sempre più diffuso nello studio del diritto societario proprio per la sua capacità di ricondurre i rapporti di forza interni alla società entro una prospettiva funzionale[90]. Il primo insieme di regole configura un meccanismo

---

[87] ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 562.

[88] ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 562.

[89] Il celebre modello appartiene a CALABRESI - MELAMED, *Property Rules*, *Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85(6) *Harvard L. Rev.* (1972), 1089 ss.

[90] Cfr. ENRIQUES-ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm*., 2006, I, 1 ss., spec. 3; per un cenno, SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 232; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, Torino, 2016, 226 ss.; di recente CAPIZZI, *Operazione straordinarie e tutela degli investitori. Tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, 2018, *passim*, secondo cui tale distinzione è apprezzabile in quanto è articolata in «funzione di ogni singolo rimedio, così scriminando tra rimedi compensativi [= *liability rule*], che permettono il compimento dell'operazione a condizione che i soggetti incisi vengano adeguatamente compensati del pregiudizio subito, e rimedi ostativi, che impediscono il compimento dell'operazione, o comunque, la rendono inefficace nei confronti del gruppo inciso» (CAPIZZI, *op. cit.*, 7 s.). Per contro, secondo l'Autore, tale distinzione «non corrisponde, se non parzialmente» alla contrapposizione «tra rimedi risarcitori e rimedi demolitori»: quest'ultimo schema concettuale «si limita a prendere atto della sola

di protezione per cui una parte non può disporre della situazione soggettiva dell'altra, senza averne ottenuto il consenso. Il secondo gruppo di regole denota, invece, un paradigma di tutela in cui alla parte è consentito il compimento dell'operazione, purché garantisca una compensazione adeguata all'altra parte.

In ultima istanza, la selezione di una o l'altra tecnica di tutela è compiuta in funzione del problema che si intende governare. La trattazione muove, dunque, da tale punto di partenza.

7. *Dall'illiquidità all'estrazione di benefici privati*

L'incremento del valore patrimoniale e azionario che si prospetta a seguito del *delisting* suggerisce all'azionista di controllo di estromettere i soci di minoranza dalla compagine sociale, al fine di godere per intero i benefici attesi[91]. È per tale ragione che nell'inquadramento teorico e nella prassi delle operazioni di *going private* si sono affermate modalità operative volte a espellere integralmente gli azionisti di minoranza (*freeze-out*)[92]: (1) la fusione che assegna agli azionisti di minoranza denaro o altri strumenti finanziari diversi dalle azioni (*cash-out merger*); (2) l'offerta pubblica d'acquisto rivolta dal socio di controllo alla totalità degli azionisti (*internal tender offer*) o, se del caso, (3) una combinazione delle due tecniche (*two-step merger*)[93]. Nell'ordinamento europeo e italiano, l'unico strumento in grado di assicurare il diritto al consolidamento integrale della partecipazione è l'offerta pubblica

---

collocazione temporale del rimedio, senza riuscire a cogliere alcunché della sua funzione» (CAPIZZI, *op. cit.*, rispettivamente, 10 e 7). Per una applicazione nell'ambito dei mercati finanziari, GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 66 ss.

[91] Così, EASTERBROOK - FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in 91(4) *Yale L. Journal* (1982), 710: «if the controlling shareholder in a going-private transaction … must underwrite the costs of future value-increasing transactions and thereby incur a proportionally greater risk of loss than the minority shareholders in the event expectations are not realized, the deal may become unprofitable to the controlling shareholder if he must share the gains with minority shareholders if all goes well». Secondo POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 451, l'azionista di controllo intende «fare integralmente propri i flussi di cassa prodotti dall'impresa societaria»[91].

[92] «Freeze-outs can be defined as transactions in which the controlling shareholder exercises a legal right to buy out the shares of the minority, consequently delisting the corporation and bringing it private»: così, VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 842. Per un esame delle diverse modalità operative per conseguire l'effetto di *freeze-out*, BORDEN, *Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort?*, in 49 (6) *New York University L. Rev.* (1974), 987 ss. È doveroso precisare che la revoca dalla quotazione può essere ottenuta anche senza la preventiva eliminazione delle minoranze dalla base azionaria della società: v. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 407, nt. 1.

[93] Tale tecnica operativa è diventata particolarmente comune nella prassi delle società americane, in seguito alla pronuncia *Glassman v. Unocal Exploration Corp*., in 777 A.2d 242 (Del. 2001), con la quale la Corte del Delaware ha stabilito che una *short-form merger*, eseguita da un azionista titolare di almeno il novanta per cento del capitale, non richiede l'applicazione di alcuna garanzia procedurale.

d'acquisto, per il tramite del diritto d'acquisto delle partecipazioni residue *ex* art. 111 TUF, una volta che il socio di controllo ha raggiunto la soglia del novantacinque per cento delle azioni fornite del diritto di voto[94]. I *cash-out merger* sono vietati[95], ma la fusione "ordinaria" è in grado di avvicinare significativamente il medesimo risultato, esercitando la forza coattiva derivante dalla prospettazione di un mercato privato che non può sicuramente soddisfare le preferenze di investimento in capo all'azionista di minoranza[96].

Ferma tale intenzione di consolidare la partecipazione di controllo, il problema sta nelle modalità con cui il *freeze-out* è concretamente eseguito[97]. Secondo un accreditato modello teorico, la premessa teorica è la posizione di controllo che il socio di maggioranza riveste in una società ad azionariato concentrato[98]. In virtù di tale posizione, l'azionista beneficia di una superiorità informativa che gli consente di definire una stima attendibile del

---

[94] Enfatizzano tale aspetto, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 452; VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 886 ss.

[95] Nell'ordinamento europeo, il conguaglio in danaro è consentito esclusivamente nella misura del 10% del valore nominale delle azioni attribuite o, in assenza, della loro parità contabile [art. 89, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132]. Per un approfondimento, sul punto, VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 877 ss., osservando in particolare come «this rule is the expression of a more general principle, still reflected in the national laws of most Member States, that a shareholder's participation right cannot be taken without her consent» (VENTORUZZO, *op. cit.*, 878).

[96] Sul punto, VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 904, per cui «mergers are still employed as a means to go private and delist by creating pressure on minority shareholders to sell their shares»; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit, 427 (pur riconoscendo che esso rimane uno strumento in parte imperfetto, in quanto, in assenza di un vero e proprio potere di espellere le minoranze, non si esclude la presenza di soci di minoranza che non esercitano il recesso «anche solo per indifferenza» o per «semplice inerzia»: POMELLI, *op. cit.*, 427). È forse per tale ragione che la prassi in materia di fusioni che comportano il *delisting* segnala un dato particolarmente indicativo: ciascuna delle operazioni di fusione è sempre stata realizzata come secondo stadio di una offerta pubblica d'acquisto. In altri termini, l'*iter* procedimentale della fusione è avviato "in subordine", quando l'opa lanciata dal socio di controllo non ottiene adesioni sufficienti per revocare la quotazione.

[97] Sul punto, GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., 804, per cui «non-controlling shareholders will not automatically participate in any value increase as a result of the freeze-out. This discrepancy results in an incentive for controlling shareholders to manipulate the operation of the controlled corporation and the market price of its stock in anticipation of the transaction»

[98] Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, (2004), in *www.consob.it*, 81, sottolineando in senso ampio il nesso tra *delisting* e «società caratterizzate da un'elevata concentrazione proprietaria».

valore reale della società[99] e, a sua volta, conoscere l'esatto momento in cui tale valore non è compiutamente riflesso nel valore di mercato delle azioni[100].

Una tale circostanza può verificarsi per una serie di ragioni: (1) il periodo di sottovalutazione dei corsi di borsa, alla luce di in una congiuntura – generalizzata o temporanea[101] - negativa del mercato borsistico[102] o di eventuali comportamenti inefficienti del mercato; (2) la conoscenza a titolo privato di prospettive di un futuro apprezzamento della capacità reddituale dell'impresa[103], legittimamente non comunicate al mercato; (3) il compimento di operazioni non convenienti o il ritardo nell'esecuzione di atti vantaggiosi[104]; (4) lo strutturale "sconto di minoranza" che il mercato applica

---

[99] CONSOB, *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della* pressure to tender, Allegato n. 4 al Documento di consultazione: Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio, (2010), in *www.consob.it*, 3 (d'ora in poi, "Analisi di impatto"); POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 462. Al riguardo, l'Autore aggiunge che tale superiorità discende principalmente dalla possibilità di nominare la maggioranza del consiglio di amministrazione e, pertanto, «avere accesso a documenti ed informazioni non disponibili al pubblico»: POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 463.

[100] Così, SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, in 115(2) *Yale Law Journal* (2005), 32, per cui «a controller can freeze out the minority when it perceives that the market price of target stock is lower than its intrinsic value». Il potere di scegliere il *timing* dell'operazione è spesso enfatizzato: CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 3; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 464.

[101] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 408.

[102] Così, in termini generali, CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 3. In una prospettiva empirica, CONSOB, *Relazione per l'anno 2002*, (2003), in *www.consob.it*, 50, per cui «alla congiuntura negativa del mercato borsistico si è contrapposto, invece, un incremento nel numero di operazioni volte a consolidare la quota dell'azionista di controllo e spesso finalizzate al *delisting* della società». Nella dottrina italiana, A. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 409, sottolineando lo «scoppio di bolle speculative o comunque di crisi dei mercati, che per la loro natura esclusivamente o prevalentemente finanziaria non incidono o sembrano non incidere sull'"economia reale", ovvero sulla capacità delle imprese di continuare a produrre utili». L'Autore richiama, inoltre, «situazioni di elevata volatilità dei corsi di borsa»: POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 425.

[103] Sul punto, EASTERBROOK - FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, cit., 730, secondo cui «the hostility to going-private transaction is based on the fear that the controlling shareholder is exploiting inside information»; BEBCHUK - KAHAN, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, in MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000, 249, per cui «when deciding whether to effect a freezeout, a controlling shareholder might take advantage of its private information». Nella dottrina italiana, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 408, 425 e 464.

[104] Sul punto, BEBCHUK - KAHAN, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, cit., 250, per cui l'azionista di controllo «will depress the prefreezeout market price of the minority shares»; nello stesso senso, SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, cit., 32. Nella dottrina italiana, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 466, per cui «l'azionista di controllo avrà tutto l'interesse a far compiere l'operazione solo successivamente all'eliminazione della minoranza al fine di non condividere con essa i benefici attesi». In dottrina, su un piano prettamente teorico, si prospetta anche il compimento di operazioni finalizzate a distruggere il valore della società, quando «il beneficio derivante dal minor costo

alla partecipazione dei soci che non compongono il pacchetto azionario di controllo[105].

In presenza di queste condizioni, l'azionista di controllo intravede l'occasione di «acquistare "a sconto" i titoli azionari dell'emittente»[106]. In questo modo, si arricchisce personalmente in proporzione delle risorse monetarie che avrebbe altrimenti dovuto distribuire in caso di allineamento con il valore effettivo della società. Più precisamente, il trasferimento di profitto a vantaggio dell'azionista di maggioranza - secondo il noto paradigma dell'estrazione di benefici privati del controllo[107] - si determina sulla base del delta tra prezzo corrisposto e valore reale della partecipazione e al numero di azioni consolidate nelle proprie mani.

Per quanto osservato con riferimento a fenomeni di eliminazione integrale delle minoranze, tale requisito incide esclusivamente sulla misura dei benefici privati trasferiti all'azionista di controllo. Il problema delle condotte espropriative nell'ambito del *delisting* si pone – entro confini più ampi – per il semplice fatto che l'azionista di controllo può imporre il disinvestimento a condizioni deteriori, espropriando le minoranze di una parte del valore azionario. In questi termini, si comprende come l'effetto espropriativo presuppone il disinvestimento degli azionisti di minoranza. Senza una loro fuoriuscita, l'azionista di controllo non ha modo di capitalizzare la divergenza tra il valore effettivo della partecipazione e il prezzo da corrispondere al socio uscente: per l'opa interna, nella forma del corrispettivo d'offerta; per la fusione, nella misura del valore di recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c.

In conclusione, il problema posto dal *delisting* nel contesto della dialettica endosocietaria è destinato ad ampliarsi. Non si tratta unicamente di proteggere gli azionisti dalla perdita dei benefici derivanti dalla quotazione tramite un canale di disinvestimento[108]. Occorre, più profondamente,

---

per l'acquisizione delle quote in mano alla minoranza superi il costo derivante dalla distruzione di valore»: così, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 466.

[105] Sul punto, GILSON - GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., 787: «The price of a non-controlling share will have been discounted by the capitalized value of the controlling shareholder's private benefits. A freeze-out at the discounted price allows the controlling shareholder to capture the capitalized value of future private benefits».

[106] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 408.

[107] Come noto, l'esistenza di benefici privati del controllo si verifica quando un certo valore non è condiviso equamente tra gli azionisti in proporzione delle partecipazioni possedute, ma viene esclusivamente appropriato dall'azionista di controllo: per tutti, DYCK - ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59(2) *The Journal of Finance* (2004), 541; JOHNSON ET AL, *Tunnelling*, in 90(2) *The American Economic Review* (2000), 22 ss., con la nota espressione di *tunnelling*; KRAAKMAN ET AL, *Anatomy of Corporate Law*[3], Oxford, 2017, 30.

[108] In questa prospettiva, sia l'opa sia la fusione sono sempre stati considerati «quali strumenti di tutela delle minoranze alle quali veniva offerta l'opportunità … di liquidare il proprio investimento»: così, ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1206. Nella fase iniziale di adesione, l'offerente presenta all'oblato una scelta binaria: l'oblato può decidere di

proteggere la loro posizione sostanziale dall'estrazione di benefici privati che si realizza «al momento ed in virtù» dell'operazione «per il consolidamento del controllo»[109]. L'esame dettagliato della disciplina di opa e fusione consente di esaminare la reazione offerta dall'ordinamento a tale problema.

8. *L'opa con finalità di* delisting: *il meccanismo referendario*

Nell'opa interna, la proposta d'acquisto della partecipazione azionaria è rivolta al socio a titolo individuale: in quanto tale, la determinazione dell'oblato si forma singolarmente e l'acquisto delle singole partecipazioni azionarie si perfeziona per la semplice manifestazione di tale volontà[110]. Salvo l'apposizione di particolari condizioni all'efficacia dell'offerta, l'offerente incrementa dunque la propria quota azionaria in proporzione al consenso espresso da ciascun azionista.

Nondimeno, l'acquisto delle singole partecipazioni azionarie costituisce lo scopo immediato di un più ampio programma che l'offerente si prefigge ed è tenuto a comunicare nel documento d'offerta. Ad esempio, l'operazione di acquisto può risultare funzionale a ottenere il controllo di una società o, diversamente, consolidare la propria partecipazione. In questi termini, l'esito positivo (o meno) dell'offerta non dipende dal conteggio del numero di partecipazioni portate in adesione, ma dal conseguimento del programma in funzione del quale le adesioni sono formulate[111]. In questa prospettiva, la natura individuale e atomistica della proposta d'acquisto

---

mantenere la propria posizione di socio o, alternativamente, disinvestire tramite l'adesione. Inoltre, nel caso in cui sia stata raggiunta la soglia idonea a perfezionare il *delisting*, i soci possono richiedere l'acquisto delle proprie partecipazioni ai sensi dell'art. 108, co. 2, TUF. Nella fusione, l'azionista può recedere *ex* lege ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* c.c.

[109] In questi termini incisivi, con riferimento all'opa interna, POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate,* Milano, 2014, 662. In ciò si manifesta una netta differenza tra l'opa con finalità di *delisting* e l'opa ostile. In questo caso, infatti, l'estrazione di benefici privati avviene soltanto una volta che il controllo societario è stato assunto. L'offerente può soltanto minacciare l'estrazione di benefici privati, al fine di forzare l'adesione degli oblati: sul punto, ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, 180; GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 18. Né, più radicalmente, è dato stabilire *ex ante* se l'offerta sarà in grado di creare valore o sarà strumento di estrazione di benefici privati: per tutti, ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc*., 2010, 659.

[110] Da un punto di vista meramente formale, l'Opa «è rivolta direttamente gli azionisti», i quali non esprimono il loro consenso tramite il diritto di voto assembleare, «poiché l'operazione consiste in un trasferimento del capitale azionario della società»: POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 454.

[111] Per tale affermazione, GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 21. L'Autore osserva che non «si è necessariamente vincolati dalla regola di maggioranza», in quanto l'offerente «potrebbe accontentarsi di acquistare» la quota partecipativa ritenuta «sufficiente per assicurarsi» l'obiettivo prefissato (GATTI, *op. cit.*, 22, con riferimento alle acquisizioni ostili).

comincia a regredire per fare spazio a un rinnovato contesto collettivo[112]: è il gruppo sociale che si confronta con il programma che l'azionista di controllo si propone. In particolare, i soci oblati sono chiamati a esprimersi sull'offerta nella totalità dei suoi elementi[113]: l'andamento attuale e le prospettive future dell'emittente[114], alla luce delle motivazioni alla base del *delisting*[115], nonché la congruità del corrispettivo offerto[116]. L'assenza di un tradizionale contesto deliberativo non impedisce, pertanto, di riprodurre una sostanziale dinamica di voto collettivo.

A sua volta, la logica del programma contribuisce a determinare la specifica struttura del meccanismo consensuale. In una offerta ostile finalizzata all'acquisizione del controllo di una società contendibile, il successo dell'offerta non richiede la totalità delle adesioni, ma una quota di capitale inferiore e sufficiente a esercitare il controllo di fatto (ad esempio, in una società ad azionariato diffuso potrebbe essere sufficiente il trenta per cento del capitale). Allo stesso modo, la concentrazione proprietaria richiesta ai fini di *delisting* conforma la struttura dell'opa in senso opposto: l'offerente deve ottenere una pressocché totale adesione da parte dei soci di minoranza, pari al novanta del capitale sociale. A ben vedere, la struttura dell'offerta pubblica d'acquisto con finalità di *delisting* incorpora un meccanismo

---

[112] È forse in questa prospettiva che in dottrina si è parlato in termini di «decisione di classe», MORELLO, *Offerte interne e coazione a vendere: dal diritto all'Opa al diritto a vendere «oltre» l'Opa,* in *Riv. dir. comm*., 2012, 85 [pur riconoscendo che i costi di coordinamento impediscono di esprimere un «giudizio (realmente) di classe»].

[113] In dottrina, PATRONI GRIFFI, *Commento all'art. 108 TUF*, in FAUCEGLIA (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010, 178, per cui i soci di minoranza «possono avere ottime ragioni per non aderire ad un'OPA (il prezzo offerto non è sufficientemente remunerativo, le prospettive economiche future della società incoraggiano il mantenimento della partecipazione)».

[114] Il documento d'offerta deve contenere un apposito paragrafo dedicato ai «programmi futuri dell'offerente» e una loro sintesi (rispettivamente, par. G e a.6, Schema 1, All. 2 al Regolamento Emittenti). In particolare, l'offerente deve comunicare i programmi da attuare nei prossimi 12 mesi relativi alla gestione delle attività; i piani di investimenti; le eventuali ristrutturazioni o riorganizzazioni; le modifiche nella composizione degli organi societari; le modifiche statutarie (par. g.2, All. 2, Regolamento Emittenti). In assenza di indicazioni nel documento d'offerta, tali informazioni devono essere indicate nel comunicato dell'emittente d'offerta (art. 39, co. 1, lett. *f*, Regolamento Emittenti).

[115] Le motivazioni dell'offerente devono essere contenute nella comunicazione dell'offerta e nel documento d'offerta (rispettivamente art. 37, co. 1, lett. *g*, Regolamento Emittenti e g.2, Schema 1, All. 2 al Regolamento Emittenti).

[116] Tale aspetto risulta sicuramente l'elemento di maggior rilievo, tanto in diritto quanto in fatto. Sotto il primo profilo, il corrispettivo offerto assume rilevanza: (1) nella comunicazione dell'offerta (art. 37, co. 1, lett. e, Regolamento Emittenti); (2) nel documento d'offerta come autonomo paragrafo in cui è richiesta una sua giustificazione (par. E, All. 2A, Schema 1, Regolamento Emittenti) nella comunicazione dell'emittente e nel parere degli amministratori indipendenti rispetto alla sua congruità (rispettivamente, art. 39, co. 1, lett. *c*, e art. 39-*bis*, co. 2, Regolamento Emittenti); (3) per l'eventuale correzione della sua entità (art. 42, co. 2 e 3, Regolamento Emittenti).

referendario[117] o, in altri termini, richiede l'approvazione di una super-maggioranza. L'azionista di controllo non è in grado di produrre da sé la revoca della quotazione, dovendo guadagnare l'approvazione di un vasto numero di azionisti. In altre parole, al socio di controllo è sottratta la piena disponibilità della revoca della quotazione, dovendo al contrario sottoporsi alla volontà espressa dal gruppo di minoranza.

Si comprende allora nel dettaglio il paradigma di tutela espresso dall'opa con finalità di *delisting*: a livello primario, un penetrante potere in grado di vietare o quanto meno negoziare il compimento dell'operazione finalizzata al *delisting*; a livello secondario, una volta raggiunta la soglia legale, la compensazione *ex* art. 108, co. 2, TUF per la perdita di liquidità del titolo. In altri termini, si configura un doppio livello di tutela: fino al raggiungimento della soglia del 90%, i soci di minoranza sono tutelati tramite un meccanismo consensuale che richiede la loro disponibilità alla revoca della quotazione; la tutela compensativa si attiva esclusivamente come rimedio di secondo livello.

9. (segue) *I presidi contro la coazione a vendere*

L'effettività del potere di veto affidato ai soci di minoranza può essere sminuita dall'offerente, ricorrendo a meccanismi in grado di forzare l'adesione degli oblati (c.d. coazione a vendere o *pressure to tender*)[118]. Si assuma nei panni dell'oblato un azionista marginale, in quanto tale titolare di una posizione ininfluente ai fini dell'esito dell'offerta. La scelta razionale di opporsi a una offerta ritenuta non vantaggiosa si scontra con (1) l'incertezza sulle valutazioni compiute dagli altri oblati (c.d. dilemma del prigioniero)[119] e, nel contempo, (2) la tendenziale assenza di incentivi sufficienti per attivarsi al fine di conoscere l'intenzione dei restanti soci di minoranza e coordinarsi per impedirne l'adesione. L'azionista marginale si troverebbe a spartire con altri soggetti i benefici derivanti dal razionale rifiuto all'offerta, mentre i costi di tale iniziativa sono da lui interamente sopportati (c.d. problema di azione collettiva)[120]. Nell'impossibilità di coordinarsi, l'azionista marginale sa perfettamente che il suo voto negativo diviene irrilevante nella misura in cui

---

[117] ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 563; NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 545, per un più generico cenno a un meccanismo di «consenso».

[118] Per tutti, BEBCHUK, *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, in 12 *Delaware Journal of Corporate Law* (1987), 911 ss. Nella letteratura italiana, v. ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002, 15 ss.

[119] Con la precisazione che tale teoria premette un divieto di coordinamento; nel caso dell'Opa, il coordinamento è possibile ma - come si illustra nel testo – troppo oneroso per essere realizzato.

[120] Nello specifico ambito delle offerte pubbliche d'acquisto, GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 13 ss. Per un inquadramento generale, DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 95 ss.

gli altri oblati preferiscono aderire all'offerta. Così, l'azionista marginale finisce per accettare quando è sufficientemente convinto che l'offerta possa avere successo.

In tal senso, la coazione a vendere cresce in misura proporzionale alle probabilità di successo che l'offerta d'acquisto presenta. Come attentamente osservato in dottrina, tale probabilità di successo di un'offerta varia in funzione di due principali fattori: (1) l'esistenza di un delta positivo tra corrispettivo offerto e valore post opa[121] e (2) la distanza tra la quota detenuta dell'offerente e la quota richiesta dal programma perseguito tramite l'opa[122]. Con particolare riferimento al primo aspetto, è del tutto evidente che la probabilità di un deprezzamento del valore delle azioni post opa favorisce l'adesione, in quanto conduce alla conclusione che - nello stato di incertezza che circonda l'offerta - gli altri oblati finiscano per preferire il "male minore", piuttosto che dare peso al delta negativo tra valore effettivo della partecipazione e corrispettivo offerto[123].

In tale cornice, si comincia a comprendere le ragioni per cui il problema è connaturato alle offerte interne con finalità di *delisting*. A differenza delle opa ostili in cui il deprezzamento del valore si conosce soltanto a seguito delle reali intenzioni dell'offerente[124], nelle offerte con finalità di *delisting* il deprezzamento del valore azionario costituisce una conseguenza strutturale della perdita di un mercato secondario dove scambiare agevolmente la propria partecipazione e della forte concentrazione degli assetti proprietari, che estromette l'azionista dalla conduzione dell'attività gestoria[125]. Insomma, l'effetto di sconto sulla partecipazione di

---

[121] GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 19.

[122] GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 23. In tal caso, infatti, la probabilità di successo è amplificata quando il raggiungimento della soglia necessaria per la realizzazione del programma stabilito dall'offerente risulta da un punto di visto numerico "alla portata".

[123] GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 30, per cui «anche se il prezzo dell'opa risult[a] essere inferiore al valore ipotetico della società qualora la scalata fallisca, l'adesione all'opa può comunque essere suggerita da considerazioni di *second-best*».

[124] È frequente l'osservazione per cui risulta impossibile stabilire *ex ante* quale offerta sia in grado di creare o meno valore: per tutti, ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 659. Chiaramente, la minaccia di estrarre benefici privati, una volta assunto il comando della società, costituisce uno strumento per forzare l'adesione degli oblati: sul punto, ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, cit., 180; GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 18.

[125] MORELLO, *Offerte interne e coazione a vendere: dal diritto all'Opa al diritto a vendere «oltre» l'Opa*, cit., 85, secondo cui «la prospettiva del *delisting,* deprimendo il valore dei titoli, incide negativamente sulla liquidità del relativo mercato sì da acuire, negli azionisti, il *forcing to sell*». Nello stesso senso, nell'ottica di giustificare il c.d. *sell-out right*, v. HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, (2002), in *www.ecgi.com*, 62: «in situations where the market has become illiquid as a result of the takeover bid, minority shareholders cannot obtain appropriate compensation by simply selling their shares in the market».

minoranza è tanto probabile, quanto significativo. Inoltre, l'offerente beneficia della propria posizione di controllo - eventualmente incrementata con acquisti sul mercato o strategie funzionalmente equivalenti[126] - in modo da avvicinare significativamente la soglia richiesta per la revoca della quotazione.

A seconda della specifica modalità in cui l'offerta con finalità di *delisting* è articolata, la pressione coercitiva cui l'azionista di minoranza è sottoposto può essere ulteriormente inasprita[127]. In questa prospettiva, il documento d'offerta potrebbe prospettare: (1) tanto in caso di successo dell'opa[128], quanto in caso di insuccesso, la possibile esecuzione di una operazione di fusione per incorporazione in società non quotata correlata all'offerente in cui le tempistiche di realizzazione sono incerte e il diritto di recesso presenta condizioni liquidative deteriori[129]; (2) la restrizione alla politica dei dividendi [130], specialmente nei casi in cui i futuri flussi di cassa saranno destinati alla restituzione dei finanziamenti ottenuti dall'offerente per promuovere l'offerta; (3) la modifica delle politiche gestionali sulla cui base i soci di minoranza si sono determinati a effettuare l'investimento originario[131]; (4) la generale difficoltà ad alienare la partecipazione a seguito dell'abbandono della borsa[132].

Insomma, il deprezzamento prospettato dal *delisting* - anche per il tramite della struttura appositamente coercitiva dell'offerta - non solo comprime in misura intollerabile la libertà di adesione dell'oblato: a ben

---

[126] Si pensi, a titolo esemplificativo, all'acquisto di azioni proprie o alla scelta di stipulare con altri soci accordi contrattuali aventi ad oggetto l'impegno a aderire.

[127] Tale problema è particolarmente avvertito in *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, in 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002), dove i giudici americani giungono ad affermare che l'azionista di controllo è soggetto al dovere fiduciario nella modalità con cui articola la struttura l'offerta. In termini generali, le probabilità di successo dell'offerta possono essere accresciute «strutturando l'opa in modo tale da rendere dominante la strategia consistente nell'aderire all'offerta»; ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, cit., 180.

[128] È questa l'opzione prospettata da GROSSMAN - HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation*, in 11(1) *Bell Journal of Economics*, 59, tramite cui «the raider treat[s] the shares of those who have not tendered differently from the shares he owns».

[129] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 460 s. Nello stesso senso, con riferimento alle offerte ostili, ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, cit., 180. Più in dettaglio, secondo il modello teorico, il corrispettivo è abitualmente fissato in una misura appena superiore al valore che il socio otterrebbe tramite il diritto di recesso *ex* art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. da esercitare all'esito della fusione. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 455 s.; CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, in *Giur. comm*., 2014, I, 108.

[130] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 460.

[131] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 460.

[132] Tale informazione è peraltro dovuta, in quanto il documento d'offerta deve contenere indicazioni in merito alla «possibile illiquidità degli strumenti finanziari a seguito dell'offerta» (art. a.8, Schema 1, All. 2, Regolamento Emittenti).

vedere, apre la strada a condotte espropriative attuate dall'azionista di maggioranza. Di qui, la forte esigenza di rinvigorire la tutela delle minoranze nell'ambito delle offerte interne[133], assicurando il disinvestimento «a condizioni non sfavorevoli e secondo modalità non coercitive»[134]. Esigenza accolta per il tramite dell'intervento regolamentare della Consob, volto a revisionare la disciplina secondaria in materia di opa contenuta nel Regolamento Emittenti[135]. Esso segue una duplice strategia: (1) rafforzare l'informativa in merito al valore tendenziale delle azioni e al loro valore post opa, atteso che l'oblato confronta il corrispettivo d'offerta con questi due parametri e il superamento dell'incertezza valutativa permette la formazione di un giudizio consapevole sulla bontà dell'offerta; (2) incrementare l'ambito di operatività di un meccanismo che consenta l'apertura di un secondo *round* di adesioni, in modo da poter sufficientemente ponderare la propria volontà nella fase iniziale dell'offerta.

Sotto il primo profilo, il bilanciamento delle asimmetrie informative tra gruppi di soci è affidato agli amministratori indipendenti[136], chiamati a rendere un parere «sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo (art. 39-*bis*, co. 2, Regolamento Emittenti). Con modifica intervenuta in un secondo momento della procedura di consultazione, si è previsto che tale parere risulta funzionale al comunicato dell'organo amministrativo[137], viene allegato al comunicato dell'emittente e diffuso al mercato nel caso in cui non venga integralmente recepito nel suo contenuto (art. 39-*bis*, co. 2, secondo periodo, Regolamento Emittenti) [138].

---

[133] In termini generali, nel *tradeoff* tra efficienza e tutela, la disciplina delle offerte promosse dal socio di controllo deve tutelare prevalentemente gli azionisti esterni, in quanto «i trasferimenti del controllo possono rappresentare una forma di espropriazione per le minoranze»: ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 672 s.

[134] CONSOB, *Relazione per l'anno 2008*, (2009), in *www.consob.it*, 66. Analogamente, CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, (2011), in *www.consob.it*, 5, affermando l'esigenza che i soci esterni «non subiscano perdite né vengano esclusi dai guadagni dell'offerente».

[135] Più precisamente, Delibera Consob, n. 17731 del 5 aprile 2011, adottata all'esito del percorso di revisione delle norme regolamentari imposto dal recepimento della direttiva europea in materia di offerta pubblica d'acquisto.

[136] Come indicato dall'art. 35, co. 1, lett. *f*, Regolamento Emittenti, sono tali i soggetti come definiti all'art. 3, co. 1, lett. *h*, Regolamento OPC. La figura degli amministratori indipendenti è stata introdotta nell'ordinamento italiano con la l. 28 dicembre 2005, n. 262.

[137] Tale valenza funzionale del parere ha sollevato sospetti sul fatto che «i tempi entro i quali gli amministratori indipendenti sono chiamati ad esprimere il proprio parere siano troppo ristretti», TROISI - VANZANELLI, sub *art. 103 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - Tomo II*, Torino, 2012, 1279. Tale problema deve essere, tuttavia, escluso in quanto si tratta di una offerta interna e gli amministratori indipendenti hanno modo di conoscere *in itinere* gli elementi che compongono il documento d'offerta.

[138] Cfr. CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e*

In proposito, risulta necessario sottolineare alcuni aspetti. Anzitutto, la scelta compiuta dal legislatore di affidare tale ruolo valutativo agli amministratori indipendenti si spiega alla luce del loro ruolo endoconsiliare e del più ampio flusso informativo sulla cui base poter esaminare la proposta economica avanzata dall'offerente-*insider*[139]. Nel contempo, il loro coinvolgimento consente di avvalersi della loro posizione di maggiore indipendenza rispetto agli amministratori che sono direttamente espressione del gruppo di controllo della società[140]. Questi ultimi saranno infatti propensi

---

Scambio [Secondo Documento di Consultazione], (2011), in *www.consob.it*, 5, per cui «il parere degli amministratori indipendenti è preventivo e funzionale alla seduta del consiglio di amministrazione che valuta l'offerta e può dunque, in occasione di tale seduta, essere fatto proprio dal *board*. A tal fine, si è precisato che il parere degli indipendenti forma oggetto di comunicazione separata (in allegato al comunicato dell'emittente) ogni qualvolta esso non sia "integralmente recepito" dal consiglio di amministrazione». In senso critico rispetto al parere degli amministratori indipendenti, si era espressa ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione "Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio" del 6 ottobre 2010,* (2010), in *www.consob.it*, 1 s., rilevando una duplicazione rispetto al diritto di annotare nel comunicato dell'emittente l'eventuale dissenso *ex* art. 39, co. 1, lett. c, RE e una contraddizione con il principio di collegialità delle delibere consiliari; analogamente, TROISI - VANZANELLI, sub *art. 103 TUF*, cit., 1279, per cui «un ulteriore parere di tali amministratori … sembrerebbe non arrecare alcun beneficio aggiuntivo»; CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 109, rilevando inoltre che «documento d'offerta, comunicato della società emittente, e i dati settimanali delle adesioni all'offerta, già garantiscono quella pienezza di informazione». Con toni positivi, GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, (2010), in *www.consob.it*, 2 s., riconoscendo lo strutturale conflitto di interessi che caratterizza l'Opa finalizzata al *delisting* e acconsentendo alla scelta di natura sistematica di valorizzare il ruolo degli amministratori indipendenti nella *governance* societaria.

[139] CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 17, secondo cui «le inefficienze che affliggono le valutazioni dei singoli investitori sono in larga misura superate» se la valutazione è affidata a «soggetti che, in virtù della propria carica, godono di privilegi informativi rispetto al reale valore della società *target*».

In proposito, il diritto-dovere ad essere adeguatamente informati è sollecitato quando l'offerta è promossa dagli amministratori, dovendo gli amministratori indipendenti attivarsi per richiedere la comunicazione delle «informazioni fornite ai finanziatori dell'offerta» nel caso in cui siano stati contratti debiti per l'acquisizione (art. 39-*bis*, co. 4, Regolamento Emittenti). Tale norma è mutuata dall'ordinamento inglese (*Rule* 20.3, *Takeover Code*). Secondo POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, cit., 666, tale obbligo informativo si fonda sul fatto che si tratta di «informazioni pur sempre di pertinenza della società» e per tale ragione devono essere trasmesse agli amministratori indipendenti che «per il loro non essere coinvolti nella gestione ordinaria della società possono mancare di elementi di valutazione rilevanti». Secondo l'Autore, tuttavia, gli amministratori indipendenti non sono tenuti a comunicare stime di valore sul valore reale della società, al fine di non precludere il successo di offerte comunque congrue.

[140] Diversamente, l'azionista di controllo potrebbe avvantaggiarsi della «certezza della passività di un *board* compiacente»: in questi termini incisivi, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 467. Similmente, CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, cit., 115, per cui è «realistico immaginare che nel contesto di una offerta promossa da un

ad astenersi dall'assunzione di qualsiasi iniziativa in grado di ostacolare il successo dell'offerta, al fine di preservare il proprio incarico[141].

Nella consapevolezza delle difficoltà valutative cui gli amministratori sono sottoposti, la legge prevede anche la possibilità di nominare un esperto indipendente, a spese della società. Tale facoltà consente agli amministratori indipendenti «una valutazione dell'offerta più profonda, consapevole e obiettiva»[142]. Per tale ragione, rientra nella diligenza dovuta per l'adempimento dei propri obblighi gestori la decisione di avvalersi di tale figura esperta e tale facoltà è destinata nei fatti a tramutarsi in un vero e proprio obbligo da osservare al fine di allontanare profili di *mala gestio*[143].

Per quanto non intervenga direttamente sul problema di azione collettiva che affligge gli oblati in sede di adesione, una tale misura consente di fermare condotte espropriative, fondate sulla mancata comunicazione di informazioni rilevanti o sul ritardato compimento di operazioni *value-creating*[144]. Inoltre, gli amministratori indipendenti, coadiuvati dall'esperto, sono nella posizione di rappresentare ai soci di minoranza situazioni in cui il corrispettivo d'offerta si discosta significativamente dal valore reale della partecipazione. Per quanto intimoriti dal deprezzamento prospettato al valore azionario, l'invio di un tale "segnale d'allarme" tramite il parere può contribuire a contenere la coazione a vendere.

Sotto il secondo profilo, è stato previsto l'istituto della riapertura dei termini ai sensi dell'art. 40-*bis* Regolamenti Emittenti[145], che introduce un c.d. secondo *round* di adesione. Tale istituto disincentiva l'accettazione contro

---

soggetto *insider* il *board* dell'emittente possa essere condizionato dall'influenza esercitata da quest'ultimo»; CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 17, per cui l'obiettività della valutazione può essere danneggiata «nel caso di offerte "interne"» a causa dei «legami (soprattutto del *management*) con l'offerente».

[141] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 488, osservando come nella fattispecie dell'Opa promossa da insider, la *passivity rule* di cui all'art. 104 TUF «piuttosto che disinnescare il rischio di opportunismo da parte degli amministratori della *target*, accresce la dimensione del privilegio di cui gode l'azionista di controllo» (*ibidem*). Il problema della passività degli amministratori è segnalato in *In re Aquila, Inc. S'holders Litig*., 805 A.2d 184 (Del. Ch. 2002)., secondo cui tale assenza priverebbe gli azionisti di un *bargaining agent* o quanto meno di un *information agent*. Deve in ogni caso rilevarsi che tale regola non si applica quando l'Opa è promossa dal soggetto avente il controllo *di diritto* della società: art. 101-*bis*, co. 3, lett. *c*, TUF.

[142] CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, cit., 3.

[143] Sul punto, v. anche POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate*, cit., 665, secondo cui il ricorso all'esperto indipendente assume rilevanza «per i profili di responsabilità personale in relazione alla diligente esecuzione dell'incarico», specialmente per gli amministratori «non necessariamente esperti in valutazione aziendale».

[144] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., rispettivamente 465, nt. 101 e 466, nt. 102.

[145] Tale intervento era già stato suggerito da ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 674; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 493 s.

la propria volontà, consentendo all'oblato di opporsi inizialmente alla prima fase di offerta e, se del caso, aderire successivamente. Tale istituto normativo non trova applicazione quando la fattispecie è già soggetta all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, co. 2, TUF[146] e l'offerente non abbia dichiarato l'intenzione di ripristinare il flottante in misura sufficiente[147] (art. 40-*bis*, co. 3, lett. *b*, TUF)[148]. Tale effetto distorsivo è, infatti, temperato dalla possibilità di avvalersi in un secondo momento dell'obbligo di acquisto[149]. Un rimedio

---

[146] Come noto, tale dettato normativa costituisce l'esito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE (c.d. Direttiva *Takeover*). La precedente versione sanciva l'obbligo di promuovere «un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob» (c.d. Opa residuale). Tale strumento era in parte ispirato alla *offre de retrait*: cfr. in argomento, VENTORUZZO, sub *art. 108 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate - Tomo I*, Milano, 1999, 407 s., pur con la precisazione che l'ordinamento francese ruota attorno alla richiesta del socio di minoranza e non tanto all'obbligo in capo al socio di controllo; in senso fortemente critico rispetto alla previgente versione di cui all'art. 10, co. 9, l. 149/92, MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, cit., 866 s.; ID., *Le offerte pubbliche di acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995, 79 ss.

[147] L'intenzione di non ripristinare il flottante può essere dichiarata nel documento d'offerta o, in mancanza, al momento del raggiungimento della soglia del 90% (art. 50, co. 1, Regolamento Emittenti). La prassi dimostra il ricorso ampiamente diffuso all'inclusione di tale intenzione nel documento d'offerta.

[148] L'equivalenza funzionale tra riapertura dei termini e obbligo di acquisto è stata criticata da CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, cit., 125 s., sulla base del triplice argomento che: (i) gli investitori marginali non sono in grado di stimare la probabilità di raggiungimento della soglia del 90%; (2) il prezzo dell'obbligo d'acquisto può essere inferiore a quello dell'Opa precedente; (3) l'obbligo di acquisto può essere evitato, ricostituendo il flottante e impedendo di usufruire della seconda *chance*. Nessuno di tali argomenti sembra, tuttavia, convincere del tutto. Anzitutto, (1) l'oblato è in grado di conoscere se l'offerta è condizionata o meno, in quanto sia il comunicato d'offerta sia il documento d'offerta richiedono tale adempimento informativo; (2) le modifiche del Regolamento Emittenti sono pensate per allineare i due valori economici; là dove, invece, sia richiesto l'intervento di Consob non si vede come l'Autorità potrebbe applicare un valore inferiore, a maggior ragione che lo svolgimento d'offerta è regolato dal principio della parità di trattamento (art. 103, co. 1, TUF); (3) l'intenzione di ricostituire o meno il flottante è dichiarata nel documento d'offerta; pertanto, l'oblato conosce il suo regime di tutela e il suo voto sarà pienamente consapevole.

[149] Sul punto, non sembra del tutto condivisibile la posizione di coloro che ritengono che l'art. 108, co. 2, TUF sia esclusivamente uno strumento per tutelare gli azionisti dalla perdita di liquidità dei titoli: così, F. M. MUCCIARELLI, sub *art. 108 TUF*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. - tomo II*, Torino, 2012, 1093. La disciplina presenta ulteriori finalità, specialmente nell'ipotesi, che qui si discute, di una opa interna. Per l'affermazione che «nel caso di un'offerta destinata al *delisting* inoltre l'obbligo di acquisto può produrre effetti analoghi all'ipotesi di riapertura dei termini dell'offerta», contrastando la *pressure to tender*, CONSOB, *Comunicazione contenente i criteri di carattere generale per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. 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*, cit., 4 s. Per questa seconda e condivisibile posizione, in dottrina, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 478 ss.; MARCHEGIANI, sub *artt. 108 e 111 TUF*, in STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011, 255.

che diventa particolarmente efficace nelle offerte finalizzate al *delisting*, là dove la soglia necessaria per il successo dell'offerta viene a coincidere con la soglia idonea ad attivare l'obbligo di acquisto[150]. In questo modo, l'obbligatoria applicazione dell'art. 108, co. 2, TUF fonda l'effettività del potere di veto che agisce durante il periodo d'offerta, stabilendo un rapporto di interconnessione tra le due tutele, e nel contempo assicurando condizioni liquidative analoghe a quelle applicate nel primo *round* di adesione[151].

L'istituto della riapertura dei termini riprende i propri margini operativi, quando l'obbligo d'acquisto non è in grado di proteggere i soci di minoranza da un potenziale consolidamento della partecipazione. Accade in una duplice circostanza. La prima ipotesi si ha quando l'offerta non è condizionata al raggiungimento della soglia del novanta per cento e l'offerente riceve adesioni che, pur in misura inferiore, sono sufficienti a incidere negativamente sul mercato dei titoli di una società, riducendone la liquidità e la visibilità finanziaria[152]. In secondo luogo, si tratta del caso in cui l'offerente - a seguito di offerta incondizionata o condizionata al raggiungimento di tali soglie inferiori - consegue una quota di capitale che gli consente di governare il meccanismo deliberativo assembleare e procedere unilateralmente con una fusione per incorporazione in società chiusa secondo valori di liquidazioni non satisfattivi[153].

Si comprende allora come riapertura dei termini e obbligo d'acquisto presentano un ambito di operatività complementare: quando il socio di controllo raggiunge il novanta per cento, si attiva esclusivamente l'obbligo di acquisto; nei restanti casi, il consolidamento, conseguito dal socio di controllo, potrà essere neutralizzato aderendo all'offerta nel periodo di riapertura dei termini.

In conclusione, la riapertura dei termini, l'obbligo d'acquisto *ex* art. 108, co. 2, TUF e il parere degli amministratori indipendenti sono strumenti che - considerati congiuntamente - concorrono allo scopo di ripristinare l'effettività del potere di veto in capo alle minoranze. Uno scopo, questo, ultimamente confermato dalla scelta regolamentare di dettare un modello dai connotati rigidi: l'applicazione di tali presidi non è subordinata a una

---

[150] È evidente la maggior incidenza rispetto all'ipotesi di un'opa ostile, in cui il raggiungimento del novanta per cento costituisce un risultato improbabile e, soprattutto, non necessario per assicurarsi il controllo societario.

[151] In particolare, il corrispettivo pagato nell'obbligo d'acquisto equivale di diritto a quanto pagato in sede di offerta quando l'offerta ha ottenuto il novanta per cento delle possibili adesioni (art. 108, co. 3, TUF). In tal senso, l'intervento della Consob nella determinazione del prezzo da corrispondere è relegato a ipotesi residuali e, in ogni caso, ricomprende tra i criteri guida anche il corrispettivo pagato nell'offerta (art. 108, co. 4, TUF).

[152] Tale problematica è segnalata da POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 481 s.

[153] Cfr. ancora POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 481 s.

valutazione caso per caso dell'effettivo grado di *pressure to tender*[154]; né è consentita una loro disapplicazione in via statutaria[155].

10. (segue) *Dal veto alla negoziazione*

La prassi relativa alle opa con finalità di *delisting* conforta l'effettività di un paradigma di tutela fondato sull'approvazione dei soci di minoranza. Sono, infatti, numerosi i casi in cui l'offerta promossa dal socio di controllo non ottiene il risultato prefissato, in virtù del positivo esperimento del potere ostativo accordato dalla disciplina. Del pari, il parere degli amministratori indipendenti ha più volte assunto contenuti critici, dimostrando la capacità di fornire un giudizio rappresentativo e obiettivo sulla valutazione dell'offerta.

Il potere ostativo accordato dal meccanismo referendario non deve, tuttavia, essere inscritto nella logica binaria "aderire o rifiutare". A ben vedere, l'osservazione della prassi suggerisce che tale meccanismo è in grado di ripristinare spazi di negoziazione sulle condizioni economiche dell'offerta[156]. Come noto, la legge richiede la previsione di un periodo minimo di adesione entro il quale gli oblati devono manifestare la propria posizione sull'offerta. Tale strumento favorisce la scelta degli oblati sotto un duplice profilo: (1) esclude la necessità di un'adesione immediata, consentendo agli azionisti una maggior ponderazione; (2) consente ai soci di

---

[154] Cfr. MORELLO, *Offerte interne e coazione a vendere: dal diritto all'Opa al diritto a vendere «oltre» l'Opa*, cit., 109, per cui «lo sfruttamento della posizione di controllo per mezzo di un'OPA interna … deve essere oggetto di un concreto giudizio di accertamento e non anche di un'astratta deduzione presuntiva: l'Opa interna può, infatti, predicarsi come distorsiva (e dunque meritevole di essere "penalizzata") solo dopo aver constatato l'effettiva sussistenza di quei presupposti *fattuali* che, nel loro insieme, fanno emergere che l'iniziativa di sollecitazione si colloca, concretamente, nell'ambito di un più complessivo disegno dell'offerente *insider* preordinato – esclusivamente e, quindi, *abusivamente* – all'estrazione di utilità private dall'esercizio del controllo». L'Autore si pone su un piano di *policy*, suggerendo l'introduzione di «precisi indici di illegittimità o abusività» in grado di segnalare «il carattere distorsivo dell'offerta» nonché una riapertura dei termini «deliberata all'esito di una specifica istruttoria di Consob» finalizzata a verificare nei fatti la natura strutturalmente coercitiva dell'offerta (MORELLO, *op. cit.*, 110). Riconosce, tuttavia, che tale proposta si pone in contrasto con l'intenzione di Consob di ridurre i propri poteri discrezionali e favorire la dialettica societaria (MORELLO, *op. cit.*, 112).

[155] ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 677, pur precisando che la deroga alle regole in materia di obbligo di offerte interne richiederebbero «una maggioranza qualificata o una maggioranza della minoranza come condizione per la decisione … da parte di società che siano già quotate sul mercato regolamentato nel momento in cui il regime normativo qui proposto entrasse in vigore».

[156] Un tale ruolo negoziale non è direttamente svolto dagli amministratori indipendenti, ai quali la legge richiede di agevolare la formazione di una scelta consapevole da parte degli oblati, piuttosto che intraprendere trattative e azioni gestorie capaci di ottenere migliori condizioni economiche.

minoranza di conoscere gradualmente le posizioni espresse dagli altri oblati nel corso dell'offerta e orientare la propria decisione[157].

Per questi motivi, la maggior parte degli oblati tende a prediligere l'adesione in una fase avanzata del periodo d'offerta. Tale scelta di ritardare il voto all'offerta assume una terza e ancor più rilevante funzione. Infatti, l'oblato può intraprendere tale condotta al fine di segnalare all'offerente un rifiuto implicito alle condizioni proposte. Più in particolare, l'effetto segnaletico di una scarsa adesione iniziale all'offerta è nella prassi supportato da dichiarazioni rilasciate da azionisti (ad esempio, fondi di investimento) o analisti finanziari che comunicano al mercato l'inadeguatezza dei termini economici presenti nell'offerta. Tale comportamento è funzionale a innescare una reazione da parte dall'offerente: di fronte allo scenario di un possibile fallimento dell'offerta, il socio di controllo potrebbe essere disposto a incrementare il corrispettivo pagato agli oblati. Come documentato dalle relazioni annuali di Consob, si tratta di una circostanza che si verifica con una buona cadenza: un discreto numero di offerte riceve adesioni in misura sufficiente soltanto dopo che l'offerente ha rettificato al rialzo il corrispettivo dell'offerta[158].

In questi termini, è possibile affermare che il potere di *voice* garantito dal meccanismo referendario si veste di una duplice funzione. In primo luogo, è strumento ostativo che concede ai soci di minoranza il potere di impedire il compimento di una operazione di *delisting* secondo modalità e condizioni non congrue. In secondo luogo, è strumento di negoziazione, tramite il quale i soci possono pretendere condizioni economiche satisfattive in cambio della loro adesione. In questo modo, il potere di veto impedisce al socio di controllo di dettare unilateralmente le condizioni dell'uscita dei soci nell'ambito della revoca della quotazione.

11. (segue) *L'irrilevanza del premio d'offerta*

La struttura dell'offerta pubblica d'acquisto incorpora necessariamente un premio da corrispondere ai soci di minoranza. Nelle offerte con finalità di *delisting*, l'azionista esterno si rappresenta un incremento nell'efficienza dell'impresa conseguente alla revoca della quotazione. La conseguente richiesta di un premio rispetto al valore di

---

[157] Sul punto, GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, cit., 46 s.

[158] Nella prassi, il corrispettivo orienta in misura determinante l'esito dell'offerta, come emerge dalle Relazioni Annuali di Consob, che documentano diversi casi in cui il *delisting* non è stato perfezionato a causa di condizioni ritenute non congrue (reperibili presso *www.consob.it*). Nel 2022, il corrispettivo è stato elevato per n. 3 volte; nel 2021, n. 7 volte; nella Relazione per l'anno 2017, si dà conto di diverse operazioni di *delisting* osteggiate da investitori istituzionali sulla base dell'inidoneità del corrispettivo offerto. Tale problema è stato recentemente segnalato da BICHICCHI, *Delisting, che fatica. Da Alkemy a H-Farm, ecco quando l'addio a Piazza Affari non è scontato anche in caso di opa* (8 giugno 2024), in *www.milanofinanza.it*.

mercato corrente vuole incorporare almeno una parte dei benefici attesi. Nondimeno, l'applicazione di un premio non sembra di per sé un elemento rilevante all'interno del sistema di tutele accordato all'azionista di minoranza. Un ampio numero di ragioni depone in tal senso.

Anzitutto, la disciplina si denota per un profondo silenzio. Il legislatore non ha dettato alcuna regola in merito alla quantificazione del valore da corrispondere in sede di offerta volontaria, non spingendosi a introdurre una siffatta limitazione all'autonomia negoziale dell'offerente[159]. Né la rettifica del corrispettivo indicato nel documento d'offerta è ricompresa tra i poteri di vigilanza assegnati alla Consob in tale ambito[160]. Come emerge dall'insegnamento della giurisprudenza, gli oblati sono tutelati tramite la *disclosure* e l'assenza di profili coercitivi, sicché per il resto l'offerente è libero di determinare il corrispettivo dell'offerta[161].

La presenza di ampi spazi discrezionali diviene centrale nella misura del premio corrisposto in sede d'offerta con finalità di *delisting*. Ancora una volta, è dirimente la posizione di controllo già detenuta dall'offerente. In primo luogo, il socio di maggioranza non è tenuto a corrispondere alcun premio per l'acquisizione del controllo della società, essendo il premio unicamente applicato all'acquisto di un pacchetto azionario di minoranza[162]. Non solo, nell'ambito delle offerte finalizzate al *delisting*, l'assetto proprietario concentrato si traduce nell'applicazione di un c.d. sconto di minoranza[163], con ciò intendendosi il prezzo inferiore corrisposto da un

---

[159] V. anche VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 891: «when the freeze-out threshold is reached thorough a voluntary bid, there is no minimum statutory price required by the Directive and, therefore, no guarantee on the fairness of the front-end offering price». Secondo l'Autore, una presunzione di correttezza si ha soltanto quando le adesioni sono state espresse dal 90% del capitale dotato di diritto di voto (artt. 108, co. 3 e 111, co. 2, TUF; art. 15, par. 5, Direttiva *Takeover*).

[160] In dottrina, v. PICONE, *Le offerte pubbliche d'acquisto*, Milano, 1999, 49 s. All'Autorità di vigilanza è unicamente consentito di verificare la completezza e la coerenza delle informazioni rilasciate all'offerente al fine di garantire la formulazione di un fondato giudizio sull'offerta (art. 102, co. 3, TUF).

[161] In questi termini, *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*, in 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001); *Solomon v. Pathe Communications Corp*., in 672 A.2d 35 (Del. 1996).

[162] CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 3; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 463. Tale constatazione non pone, del resto, un problema di correttezza nella condotta dell'azionista di controllo secondo PRITCHARD, *Tender Offers by Controlling Shareholders: the Spector of Coercion and Fair Price*, in 1(1) *Berkeley Bus. Law J.* (2004), 110 s.: «The only apparent "threat" here is that the minority shareholders will be unable to extract a second control premium from the controlling shareholder. That is hardly a cognizable threat, however, in light of the fact that control already stands with the controlling shareholder […] Controlling shareholders have already paid their control premium once, either explicitly in the form of a premium by which they obtained their control bloc, or implicitly in the form of a discount in an equity carveout».

[163] CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 3, per cui l'offerta «è promossa ad un corrispettivo che non solo non incorpora alcun "premio di controllo" ma, al contrario, soffre uno "sconto di minoranza"».

potenziale acquirente sul mercato secondario per l'impossibilità di incidere sulla gestione delle risorse sociali e prevenire l'estrazione di benefici privati[164]. Inoltre, dal momento che il conseguimento dei programmi del socio di maggioranza richiede l'acquisto di una ridotta porzione di capitale, il numero di soci da convincere è circoscritto e il premio da offrire finirà per risultare più contenuto[165]. Tale conclusione è inoltre amplificata dal fatto che il vantaggio posizionale si traduce in un forte deterrente alla promozione di offerte concorrenti[166]. Un acquirente razionale sarebbe, infatti, fortemente disincentivato a sopportare i costi di una offerta pubblica, in cui l'unico risultato conseguibile è l'acquisizione di un mero pacchetto di minoranza. Da ultimo, secondo la letteratura economica, il valore di mercato - anche incrementato del premio - integra un trattamento economico deteriore, quando la misura del corrispettivo risulta inferiore rispetto al prezzo pagato per la medesima azione in sede di sottoscrizione sul mercato primario (c.d. *hot and cold theory*)[167].

Alla luce di tali numerosi argomenti, si rende evidente come l'applicazione di un premio è di per sé misura insufficiente, specialmente in un contesto in cui il socio di controllo gode di un incontestato vantaggio posizionale: esso si presenta difficilmente satisfattivo e, nel contempo, privo di indicazioni rispetto al reale valore della partecipazione. Tali conclusioni allontanano l'aspetto compensativo dalla tutela dell'azionista di minoranza e confermano la necessità di seguire il paradigma del consenso da parte degli oblati ai fini del controllo sulle condizioni economiche.

12. *La fusione come operazione con parte correlata*

Come osservato nel caso dell'opa, la condotta espropriativa del socio di controllo si perfeziona quando ricorre una situazione in cui il valore reale

---

[164] Si potrebbe quasi dubitare della reale natura di premio, quando il valore di mercato è parametro di riferimento già "depresso" in partenza.

[165] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 463, per cui «se le aspettative degli investitori in termini di prezzo sono normalmente distribuite, maggiore è il numero di investitori da convincere, più elevato dovrebbe essere il premio da pagarsi per convincere un numero sufficiente a garantire il successo dell'offerta»; nello stesso senso, CONSOB, *Comunicazione contenente i criteri di carattere generale per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. 58/1998 in materia di modifica della percentuale di flottante*, cit., 6, nel senso che, quando viene elevata la soglia richiesta, si potrebbe «incentivare l'offerente a stabilire un prezzo più rispondente al reale valore della società al fine di determinare il maggior numero possibile di adesioni».

[166] CONSOB, *Analisi di impatto*, cit., 3; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 464.

[167] Più precisamente, secondo tale teoria, le IPO sono più frequentemente realizzate in periodi di borsa caratterizzati da un andamento positivo (c.d. *hot market*); specularmente, le operazioni di *delisting* si concentrano nelle fasi di mercato in cui i prezzi subiscono una significativa contrazione (c.d. *cold market*). Per la formulazione di tale modello teorico, v. HELWEGE - LIANG, *Initial Public Offering in Hot and Cold Markets*, in 39(3) *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (2004), 541 ss.

si scosta da quello di mercato; l'azionista è in grado di imporre tale condizione economica e, nel contempo, sa forzare il disinvestimento dei soci di minoranza. Tali requisiti possono sussistere congiuntamente anche nel caso di una operazione di fusione che comporta la revoca della quotazione. L'azionista di controllo è analogamente in grado di avvalersi della propria superiorità informativa e della propria capacità di incidere sui risultati patrimoniali e finanziari della società, per determinare una contingenza in cui valore reale e valore di mercato non siano allineati. Nel contempo, la prospettazione del *delisting* produce anche in questo caso una forte capacità persuasiva nell'abbandonare la società.

In una fusione tra due entità societarie distinte, l'azionista di controllo può però incontrare maggiori difficoltà nel dettare unilateralmente i termini economici, a fronte delle autonome valutazioni del *board* e degli azionisti dell'altra società. Per tale ragione, l'attenta osservazione della prassi dimostra come la fusione con finalità di *delisting* sia spesso eseguita nei confronti di una società controllata dal medesimo azionista di maggioranza della società quotata: più precisamente, per incorporazione con una società controllante non quotata, frequentemente nella forma di un veicolo societario costituito *ad hoc* dal socio di controllo[168]. In questo modo, infatti, l'azionista si assicura il controllo degli amministratori incaricati di approvare il progetto di fusione e il governo dell'assemblea chiamata a deliberare la fusione[169].

---

[168] In merito alla diffusione nella prassi del veicolo societario costituito *ad hoc*, in termini di c.d. *shell corporation*, BRUDNEY - CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87(7) *Yale Law J.* (1978), 1357; DE ANGELO - DE ANGELO - RICE, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, in 27(2) *The Journal of Law & Economics* (1984), 367. Per gli specifici vantaggi associati a tale tecnica, cfr. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 451, nt. 80, secondo cui «tutte le operazioni di acquisto quanto quelle di fusione sono di regola condotte mediante veicoli societari al fine di evitare che la controllante debba rispondere con il proprio patrimonio per debiti, noti o ignoti, della controllata. I veicoli societari consentono di mantenere, almeno in teoria, separatezza e autonomia patrimoniale tra società *holding* e società operative anche interamente possedute. Al tale vantaggio si aggiunge la possibilità di utilizzare il veicolo per "minacciare" gli azionisti di minoranza scettici sull'adesione alla prima offerta con la prospettiva di una futura fusione e assegnazione di azioni non quotate del veicolo stesso, laddove l'esito dell'offerta non consenta l'esercizio del diritto di acquisto coattivo ex art. 111 TUF. D'altra parte, non potendo la società controllante rischiare che la minaccia sortisca effetto e che vi sia, fra gli azionisti che non hanno aderito all'offerta, anche chi non eserciti il diritto di recesso a seguito della fusione, l'utilizzo del veicolo consente che l'eventuale residua minoranza non entri nella base sociale della controllante ma rimanga al piano "inferiore" della società controllata».

[169] Con termini efficaci, SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, cit., 3, affermando che «in a merger freezeout, the controlling shareholder establishes a wholly owned corporation; the target board (typically dominated by the controller) approves the merger; and the shareholders of the target (again dominated by the controller) approve the transaction». Con toni simili, CONAC - ENRIQUES - GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *ECFR*, 2007, 496, per cui «each intra-group transaction provides an opportunity for minority shareholder expropriation, especially if it involves companies in which the dominant shareholder owns a

In tale contesto, l'insieme di tutele approntate dalla disciplina della fusione si rivela a prima vista insufficiente. Abitualmente, la tutela accordata agli azionisti è affidata in via principale alla congruità del rapporto di cambio, che consente al socio di proseguire il proprio rapporto sociale salvaguardando il valore economico della propria partecipazione. Tuttavia, quando la fusione comporta il *delisting*, il concambio perde gran parte della propria effettività, in quanto le azioni attribuite in concambio non sono negoziate sul mercato regolamentato e scontano un rilevante *deficit* nelle prerogative di *governance* e trasparenza. Inoltre, per il diffuso ricorso alla fusione con veicoli societari neocostituiti, la società chiusa non presenta valori patrimoniali e reddituali significativi. La prassi conferma, infatti, la diffusione di casi in cui il concambio è stabilito in misura paritaria (1:1), nella convinzione che il veicolo societario costituisce dal punto di vista patrimoniale una "scatola vuota" in cui trasferire il patrimonio della società quotata nella società chiusa[170]. Un rapporto di cambio paritario confronta le due grandezze patrimoniali delle società che partecipano alla fusione, ma non considera le conseguenze "selettive" sull'investimento degli azionisti di minoranza: pur a fronte di una quota egualitaria dal punto di vista quantitativo, sono destinati a subire sotto il profilo economico una perdita di valore della propria partecipazione azionaria. Per quanto non sia formalmente escluso, il concambio e le valutazioni dell'esperto indipendente circa la sua congruità perdono gran parte della loro ragion d'essere[171].

L'azionista si vede principalmente tutelato dall'articolata informativa preassembleare - basata sul comunicato degli amministratori (art. 2501-*quinquies* c.c.) e sull'illustrazione delle motivazioni di natura imprenditoriale (art. 70 Regolamento Emittenti)[172] - e, soprattutto, dal diritto di recesso di cui

---

different share of cash-flow rights, such as one listed company and a wholly owned subsidiary».

[170] Il concambio è stato determinato in misura paritaria nella maggior parte delle operazioni di fusione con finalità di *delisting*: tra le varie, Cad It s.p.a. (v. approvazione del progetto di fusione in data 27 luglio 2018, in *www.borsaitaliana.it*); Acque potabili s.p.a. (v. approvazione del progetto di fusione in data 7 agosto 2014, in *www.borsaitaliana.it*); FMR Artè s.p.a. (v. approvazione del progetto di fusione in data 20 ottobre 2009, in *www.borsaitaliana.it*).

[171] Non è del tutto condivisibile, pertanto, l'affermazione di VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 886, secondo cui, nelle fusioni che comportano il *delisting*, «minority shareholders are protected through specific ex ante devices, the most important being the binding fairness opinion on the exchange rate issued by a court-appointed expert».

[172] Nella fusione l'informativa preassembleare è dovuta come bilanciamento del potere del gruppo di comando di imporre il merito economico dell'operazione (DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, 32 s.). L'Autore afferma che l'informazione è «lo strumento di giustificazione, in termini di correttezza, di operazioni sul capitale o di interventi di riorganizzazione dell'impresa che implicano disposizione diretta dei valori collettivi», DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, 18.

all'art. 2437-*quinquies* c.c.[173]. Nondimeno, come segnalato dall'evoluzione giurisprudenziale negli Stati Uniti[174], la sindacabilità *ex post* delle specifiche ragioni poste a fondamento dell'operazione costituisce uno strumento inadeguato per contrastare l'imposizione di termini economici espropriativi[175]. Né tale capacità protettiva può essere recuperata attraverso il semplice esercizio del diritto al disinvestimento[176].

La posizione degli azionisti di minoranza è comunque fatta salva da un decisivo elemento di presidio che integra la disciplina ordinaria in materia di fusione. Nel caso di una fusione finalizzata al *delisting*, si assiste a un trasferimento di ricchezza tra due società controllate dal medesimo azionista. Pertanto, il socio di controllo si colloca a entrambi i lati dell'operazione che

---

[173] Come noto, tale disposizione costituisce l'evoluzione normativa dell'art. 13, l. 149/1992 e del successivo art. 131 TUF. Allo stato attuale, si tratta dell'unica previsione che attribuisce espressamente il diritto di recesso in caso di fusione.

[174] Inizialmente, la tutela degli azionisti era affidata al c.d. *business purpose test*, che consentiva di impedire il compimento dell'operazione quando l'operazione era carente sotto il punto di vista della motivazione imprenditoriale o finanziaria: così, *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, in 280 A.2d 717 (Del. 1971); *Singer v. Magnavox Co*., 380 A.2d 969 (Del. 1977). Tale rimedio è stato fortemente criticato [v., per esempio, CARNEY, *Fundalmental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, in 5(1) *American Bar Foundation Research Journal* (1980), 99, secondo cui «the business-purpose test was no more than a second alteration of shareholder property rights designed to maximize shareholder welfare], conducendo la giurisprudenza ad accantonare tale standard di *review* in favore del più protettivo criterio dell'*entire fairness*.

[175] La tutela che consiste nel controllo delle motivazioni industriali non è, del resto, esente da criticità. Un utile punto di osservazione è fornito dall'evoluzione della disciplina in materia di esenzione da opa obbligatoria per atto di fusione. La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto escludeva l'applicazione dell'Opa obbligatoria per i casi in cui una operazione di fusione o scissione era approvata dalla società *target* sulla base di «effettive e motivate esigenze industriali» (art. 49, co. 1, lett. f, Regolamento Emittenti, secondo la versione introdotta con delibera Consob, 18 aprile 2001, n. 13086). Nell'ambito della revisione della disciplina realizzata in sede di recepimento della direttiva *Takeover*, il nuovo dettato normativo di cui all'art. 49 del Regolamento Emittenti ha abolito il riferimento alle motivazioni industriali, con una spiegazione eloquente di Consob: nella prassi era difficile riscontrare una «operazione in cui fosse manifestamente evidente la mancanza delle predette esigenze … [sicché] tale esenzione è risultata di applicazione pressocché automatica», CONSOB, *Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria*, All. 7 al Primo Documento di Consultazione sulla revisione della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto, (2010), in *www.consob.it*, 13. Nella versione attuale della disposizione, il riferimento alle motivate esigenze industriali è stato, pertanto, sostituito con l'approvazione della delibera di fusione tramite *whitewash* assembleare da parte della società *target*. Secondo Consob, si rende preferibile un modello di tutela in cui «sulla rinuncia all'*exit* debbano, ove possibile, essere coinvolti coloro che ne sono potenzialmente danneggiati» (*ibidem*). Insomma, un evidente cambio di paradigma: dal (solo) controllo delle motivazioni industriali alla verifica della correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione.

[176] Come affermato, infatti, «la previsione del diritto di recesso» si limita ad assecondare «l'istanza di tutela dell'interesse … ad evitare la prosecuzione della partecipazione in una società il cui codice organizzativo o funzionale si presenta radicalmente diverso», C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 7****, (diretto da Colombo - Portale), Torino, 2004, 473.

sposta ricchezza, venendosi a verificare i presupposti per la configurazione di una operazione con parte correlata e per l'espressa[177] applicazione della disciplina di cui all'art. 2391-*bis* c.c., come attuato dal Regolamento Consob 12.3.2010, n. 17721 (Regolamento operazioni con parti correlate, d'ora in poi, "Regolamento OPC")[178]. La disciplina italiana in materia di operazioni con parti correlate intende assumere una logica di tutela preventiva, assegnando a tal fine agli amministratori indipendenti il compito cruciale di verificare la rispondenza dell'operazione all'interesse della società e la correttezza sostanziale dei termini economici (artt. 7, co. 1, lett. *a* e 8, co. 1, lett. *c*, Regolamento OPC) [179]. In questo modo, il merito dell'operazione - tanto le motivazioni imprenditoriali, quanto i termini economici dell'operazione - non sono semplicemente comunicati ai soci e loro imposti tramite le decisioni degli organi competenti. Né il sindacato sulla correttezza delle operazioni è rimesso a una valutazione giudiziale *ex post* nei termini di una *entire fairness review*, secondo gli insegnamenti della esperienza giuridica statunitense in materia di *freeze-out merger*[180].

---

[177] In tal senso, Regolamento OPC, Appendice, nt. 57, ai sensi della quale, tra le operazioni con parti correlate, «rientrano le operazioni di fusione … ove realizzate con parti correlate». Prima di tale espressa previsione, la dottrina era divisa sul punto: in senso positivo, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 447, per cui tra le operazioni rilevanti di competenza assembleare «si collocherebbe la fusione per incorporazione della controllata nella controllante o in un veicolo appositamente creato»; in senso contrario, MONTALENTI, *Proposta di disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del cod. civ. in materia di operazioni con parti correlate. Osservazioni*, (2008), in *www.consob.it*, 10.

[178] Il Regolamento OPC è stato recentemente aggiornato dalla delibera 10 dicembre 2020, n. 21624.

[179] Per il ruolo degli amministratori indipendenti come fulcro della disciplina, CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate* [Documento di consultazione], (2008), in *www.consob.it*, 25. In dottrina, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm*., 2015, I, 64 per cui «il *focus* della disciplina è rappresentato dal parere degli amministratori indipendenti e, più precisamente, dallo *standard* valutativo a cui esso deve conformarsi»; VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, in *Il Testo Unico finanziario - Vol. 2* (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020, 1962 per cui i documenti di consultazione e il testo definitivo del Regolamento OPC «assegnano un ruolo centrale agli amministratori indipendenti»; MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm*., 2014, I, 1036.

[180] Le pronunce della giurisprudenza americana sono davvero numerose. In particolare, v. *Weinberger v. UOP, Inc*., in 457 A.2d 701 (Del. 1983); *Rosenblatt v. Getty Oil Co*., 493 A.2d 929 (Del. 1985); *Kahn v. Lynch Communication Systems Inc. – Kahn I*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994); *Kahn v. Lynch Communication Systems Inc. – Kahn II*, 669 A.2d 79 (Del. 1995); *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, in 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005); *Kahn v. M & F Worldwide Corp*., in 88 A.3d 635 ss. (Del. 2014). In quest'ultima pronuncia, la Corte del Delaware conferma la necessità della contestuale presenza di un comitato di amministratori indipendenti e di una *majority-of-minority rule*. L'efficacia di tale approccio è stata recentemente convalidata dallo studio empirico di RESTREPO - SUBRAMANIAN, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach*, in 5 *Harvard Bus. L. Rev.* (2015), 205 ss., spec. 224.

In particolare, le regole in materia di operazioni di maggiore rilevanza[181] stabiliscono che il parere positivo degli amministratori indipendenti sia una condizione necessaria per il perfezionamento dell'operazione: gli amministratori hanno il potere di vietare l'operazione là dove la valutazione sulla correttezza sostanziale dia un esito negativo (art. 8, co. 1, lett. *c*, Regolamento OPC). In questo caso, inoltre, tale diniego può essere soltanto superato richiedendo l'intervento dell'assemblea, secondo forme che assicurano il voto decisivo da parte dei soci non correlati (art. 11, co. 3, Regolamento OPC). Agli azionisti di minoranza è, pertanto, accordato il potere di bloccare - o minacciare di vietare[182] - l'adozione dell'atto gestorio o di competenza assembleare, secondo il noto meccanismo di *whitewash*, che rafforza i *quorum* deliberativi necessari.

In questo modo, le condotte espropriative dell'azionista di controllo incontrano opposizione nel potere di veto esercitabile dagli amministratori indipendenti e dagli azionisti di minoranza in sede assembleare. La disciplina non concede veri e propri poteri di trattativa agli amministratori indipendenti. Vi è tuttavia che tale potere di veto è in ogni caso capace di produrre una forza deterrente tale da condizionare la predisposizione dei termini economici e introdurre, in tal modo, uno spazio di negoziazione.

SEZIONE II – I DIFETTI NELLA DISCIPLINA DELLA DELIBERA ASSEMBLEARE

1. *L'art. 2437*-ter, *co. 3, c.c. e il valore reale delle azioni*

Come osservato in precedenza, le condotte espropriative nell'ambito del *delisting* hanno come premessa la divergenza tra valore reale delle azioni e valore di disinvestimento. Nel sistema del *delisting* puro, il momento di *exit* si appunta nel diritto di recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c. che gli azionisti di minoranza possono esercitare. La disciplina del recesso potrebbe impedire in radice il compimento di condotte espropriative, là dove fosse in grado di prevenire o correggere lo scostamento tra questi due valori economici. In

[181] Anche nelle disposizioni previste per le operazioni di minore rilevanza, il ruolo degli amministratori indipendenti – pur attenuato – è comunque in grado di prodursi in un importante condizionamento dell'attività dell'organo amministrativo. L'intervento degli amministratori indipendenti è richiesto nella conduzione delle trattative, nella fase istruttoria e nella redazione di un parere non vincolante funzionale alla delibera del consiglio d'amministrazione (artt. 7 e 11, Regolamento OPC). In caso di parere negativo al compimento dell'operazione, gli amministratori possono procedere con l'esecuzione dell'operazione, ma dovranno comunicare al mercato le ragioni per cui hanno inteso superare il veto degli indipendenti. La possibile reazione avversa degli investitori può, pertanto, scoraggiare operazioni che non siano condivise dal *plenum* del CdA.

[182] Tale meccanismo è già in grado di produrre una forza deterrente efficace, secondo la premessa che «il reale potere di controllo del risparmio organizzato e del mercato sta non tanto nel concreto esercizio del voto, ma nella minaccia di ricorrere al voto», P. MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc*., 2001, 126.

questa prospettiva, il piano dell'indagine deve spostarsi verso l'esame dei criteri che governano la liquidazione delle azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso[183]. Occorre, infatti, verificare se tale procedimento è in grado di restituire all'azionista uscente il valore effettivo della partecipazione e contrastare condotte opportunistiche[184].

Ai sensi dell'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c., il valore di liquidazione delle azioni quotate su un mercato regolamentato è individuato sulla base della «media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso»[185]. Secondo la dottrina, tale scelta normativa consente di identificare nei valori di mercato «il criterio idoneo ad assicurare all'azionista la percezione di un valore congruo» in sede di recesso[186]. Una scelta condivisibile là dove si concorda sull'assunto che il prezzo di uno strumento finanziario, sul quale si è formato il consenso del mercato, costituisce la miglior misura possibile del suo "valore intrinseco"[187], in applicazione della teoria semi-forte della *Efficient Capital Market*

---

[183] V. il rilievo di GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1577, per cui quando «il recesso diviene altresì strumento di controllo degli abusi di maggioranza, l'efficienza dei criteri di liquidazione diviene una questione centrale». Più in generale, il valore azionario si pone come "nocciolo del problema" quando la tutela della minoranza è interamente affidata al disinvestimento. Questo approccio è ben esemplificato dal diritto tedesco, dove l'organo amministrativo della società quotata può liberamente domandare la revoca della quotazione, purché sia rivolta alla totalità degli azionisti una offerta d'acquisto della loro partecipazione (c.d. *regulares delisting*). In questo caso, infatti, le azioni devono essere liquidate a un prezzo *effettivo* in grado di riflettere il valore della società. Tale soluzione è in linea con l'intero ordinamento, che attribuisce al disinvestimento lo scopo di liquidare il valore effettivo della partecipazione: v. MAUGERI - FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente*, cit., 86 s.; HIRTE, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1998 e 1999*, in *Riv. soc.*, 2003, 643.

[184] Diversamente, «è chiaro che l'operazione consentirebbe alla maggioranza di estrarre un beneficio privato, adottando una condotta opportunistica»: così, GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1481.

[185] Come noto, la riforma del diritto societario ha inciso in parte minore sui criteri di liquidazione relativi alle società quotate, limitandosi ad aggiustare alcune questioni applicative insorte nel vigore della precedente disciplina. In questi termini, *ex multis*, PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, cit., 162. Per un'analitica esposizione delle problematiche pregresse, PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 114; IOVENITTI, *Scorporo e diritto di recesso: il caso delle società quotate*, in *Riv. soc*., 1979, 640 ss.

[186] ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, cit., 575.

[187] In questi termini, KRAAKMAN, *Taking Discount Seriously: The Implications of "Discounted Share Prices as an Acquisition Motive"*, in 88 *Colum. L. Rev.* (1988), 898 ss.; FISCHEL, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.* (1989), 914; nella dottrina italiana, RESTELLI, *Esclusione e limitazione del diritto d'opzione nella prospettiva del rapporto di investimento*, in *RDS*, 2018, 848 s., secondo cui il prezzo che si forma tramite le negoziazioni sul mercato è «'giusto' … non tanto perché si ritenga che il prezzo di mercato approssimi senz'altro il valore intrinseco di uno strumento finanziario, quanto, piuttosto, perché esso è reputato tale dal mercato e, per questa ragione, fatto proprio anche dal legislatore».

Hypothesis[188]. L'integrale affidamento al parametro borsistico può, tuttavia, condurre a uno scostamento di valore. I corsi di borsa possono infatti rivelarsi imperfetti alla luce di condizioni di mercato temporaneamente avverse[189], elevata volatilità dei prezzi[190], eventi internazionali o interventi di politica economica del governo[191], comportamenti irrazionali degli investitori[192], inesatte valutazioni soggettive in sede di negoziazione[193], scarsa liquidità del

[188] Per l'affermazione che l'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. ha come «premessa teorica implicita, ma non celata … un'adesione convinta alla c.d. teoria del mercato dei capitali efficienti», CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie*, *parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a.* ante causam *e perdurante titolarità del diritto al risarcimento* ex *art. 2377³ c.c.*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II, 299. In termini generali, sul modello teorico, FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25(2) *Journal of Finance*, (1970), 383, per cui «a market in which prices always "fully reflect" all available information is called "efficient»; GILSON - KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70(4) *Virginia Law Review*, (1984), 594 ss.; nella dottrina italiana, PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 4 ss.; da ultimo, v. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022, 3 ss., ove ulteriori riferimenti bibliografici. Più nel dettaglio, secondo tale modello, il mercato è in grado di riflettere nell'andamento dei corsi di borsa tutte le informazioni disponibili e, per conseguenza, il valore fondamentale della società. Più precisamente, le informazioni disponibili sono elaborate da soggetti professionali (*information trader*) e poste a fondamento delle conseguenti decisioni di investimento, così da tradursi nei prezzi di mercato che si formano a seguito di tali negoziazioni. Coerentemente, «la *market efficiency* risulta dipendere *a*) dal tipo di informazione disponibile (e dal relativo costo di raccolta, elaborazione e verifica), nonché *b*) dalle caratteristiche degli investitori che partecipano al mercato», PERRONE, *op. cit*., 8.

[189] POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 425.

[190] Cfr. PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. soc*., 2015, 848: «nell'ipotesi di elevata volatilità dei prezzi di mercato … sussistono non pochi dubbi sulla capacità della media semestrale dei prezzi di chiusura di esprimere un valore in linea con i prezzi di borsa al momento del recesso».

[191] PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, cit., 848.

[192] Sono questi i c.d. *noise trader*, che negoziano sul mercato sulla base di criteri non razionali. Sul punto, ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, cit., 4, ove ampi riferimenti bibliografici.

[193] Sul punto, FERRI jr, *Investimento e conferimento*, cit., 191 s., secondo cui il mercato è un «sistema autonomo di valutazione, e dunque un sistema di prezzi», con la conseguenza che, «rispecchiando le logiche proprie del mercato, e dunque essenzialmente le aspettative di reddito, risulta diverso dal valore reale».

titolo[194]. Di qui, la ricorrente affermazione in dottrina[195] e giurisprudenza[196] per cui il procedimento di liquidazione pone un problema di inaccuratezza della valutazione, in grado di danneggiare il socio recedente.

Su queste premesse si pongono le basi per una condotta espropriativa. Come documentato dalle evidenze empiriche raccolte nella letteratura economica[197], le operazioni di *delisting* tendono a essere eseguite in coincidenza con un andamento negativo del mercato. In tale contingenza, l'azionista di controllo può selezionare un semestre in cui i prezzi che si formano sul mercato non sono in grado di riflettere compiutamente il valore reale degli strumenti finanziari e liquidare l'azionista a un valore di recesso inferiore. Al fine di comprendere se il regime giuridico di cui all'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. è in grado di correggere tale problema, occorre allora dare risposta a una domanda centrale: si tratta di stabilire se i criteri di mercato tollerano tale imperfezione oppure essa costituisce un effetto non voluto che richiede una rettifica.

In quest'ultimo senso, si esprime una parte minoritaria della dottrina, secondo cui l'*intera* disciplina della liquidazione del recesso è ispirata dall'intento di restituire al socio uscente il valore effettivo della partecipazione[198]. Di qui, ogni scostamento tra valore effettivo della

---

[194] Tale problema si pone in particolare quando viene meno l'eterogeneità delle preferenze di investimento. L'assenza di investitori interessati a un determinato strumento finanziario riduce gli scambi, con la conseguenza che il prezzo di mercato tende a distanziarsi progressivamente dal valore reale: di qui, la sottovalutazione del titolo. Per l'elaborazione di tale modello: BOOT - GOPALAN - THAKOR, *Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private?*, in 63(4) *Journal of Finance* (2008), 2013 ss.

[195] Così, COTTINO, *Diritto commerciale*. *Le società*, I, 2, Padova, 1999, 515, per cui «il parametro borsistico è tutt'altro che perfetto»; analogamente, MAVIGLIA, sub *art. 131 TUF*, cit., 718 s.: «è ben noto come la quotazione di borsa nella maggior parte dei casi non rispecchi il valore patrimoniale del titolo»; GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 1584 e nt. 33; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 422, per cui «meno certo» è che l'art. 2437-ter, co. 3, c.c. «raggiunga anche l'obiettivo dell'accuratezza della valutazione del valore intrinseco dell'impresa»; CARMIGNANI, sub *art. 2437*-ter c.c., in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo 2*, Torino, 2003, 892 e nt. 5, rilevando che tale criterio non è «perfettamente adeguato a restituire al socio recedente l'effettivo valore della partecipazione, posto che … le quotazioni possono essere influenzati da fattori esterni all'impresa, perché derivanti da particolari congiunture economiche e politiche» e auspicando l'introduzione di ulteriori criteri legali, fondati sulla prospettiva reddituale e patrimoniale; già, DE ANGELIS, *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1977, 1525 s., per cui «la quotazione dell'azione non è un termine indicativo del suo valore intrinseco».

[196] La dubbia affidabilità dei corsi di borsa è segnalata da Trib. Milano, 27 aprile 1978, in *Giur. comm.*, 1978, II, 692; Trib. Milano, 23 marzo 1998, in *Società*, 2001, 309.

[197] MACEY - O' HARA - POMPILIO, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, in *Journal of Law and Economics* (2008), 683 ss.

[198] Cfr. in termini specifici, RESTELLI, *Esclusione e limitazione del diritto d'opzione nella prospettiva del rapporto di investimento*, cit., 849, secondo cui «nell'irragionevolezza di un'interpretazione che individuasse due principi differenti per il calcolo del valore della quota

partecipazione e valore corrente di mercato costituisce un difetto da sistemare ripristinando un più ampio spazio di discrezionalità degli amministratori per analogia con l'art. 2437, co. 2, c.c.[199]. A tali rilievi si oppone la dottrina maggioritaria, affermando che il conseguimento del valore reale della partecipazione azionaria non costituisce l'obiettivo della regolamentazione: a differenza di quanto avviene nelle società chiuse[200], la disciplina delle società quotate avrebbe come esigenza primaria quella di stabilire il valore attuale che emerge dai corsi di borsa[201]. La premessa è che «chi investe in azioni quotate è *a priori* consapevole che, nell'ipotesi di disinvestimento, l'importo cui avrà diritto è correlato alla quotazione in borsa»[202]. Se i corsi di borsa si rivelano inefficienti nella rappresentazione del valore della partecipazione, il legislatore non si preoccupa dei riflessi sull'inesattezza del valore di recesso.

---

di liquidazione del socio recedente (e non semplicemente due diversi metodi di valutazione), si deve concludere che il valore di mercato è, per le società quotate, espressione di quello stesso 'valore reale' che, nelle società chiuse, viene determinato ai sensi dell'art. 2437 *ter*, 2° comma, c.c.».

[199] Sul punto, ancora RESTELLI, *Esclusione e limitazione del diritto d'opzione nella prospettiva del rapporto di investimento*, cit., 851, per cui «tale riferimento al valore di mercato delle azioni è attendibile fino a quando consenta di approssimare adeguatamente il valore dell'impresa: laddove invece sia dato riscontrare uno scollamento tra queste due entità, l'andamento delle quotazioni non potrà essere più utilizzato ai fini descritti». Nello specifico ambito dell'aumento di capitale *ex* art. 2441 c.c., l'Autore afferma la necessità di ritornare in tali evenienze al criterio fondato sul patrimonio netto.

[200] Seppur con una terminologia non uniforme, è pacifico che la finalità di tale disciplina per le società non quotate sia la determinazione del valore effettivo della partecipazione societaria: CAGNASSO, *Il recesso*, cit., 951; CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore - Vol. III - Tomo I*, Milano, 2005, 2089; CARMIGNANI, sub *art. 2437-ter*, cit., 890. Nel senso di valore «reale», DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Vol. 3* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2007, 234; CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 303; MARASÀ, sub *artt. 2437-2437*-quinquies *c.c.*, cit., 796; PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 2528; GINEVRA, *La partecipazione azionaria*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. 3*, Torino, 2024, 315. Per il significato di valore «equo», CAMPOBASSO, *Diritto* commerciale, cit., 505, nt. 21; STELLA RICHTER JR, *Il recesso*, in *Trattato delle società - Tomo III* (diretto da Donativi), Torino, 2022, 1112. In termini di valore «veritiero», VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 367.

[201] FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., 155, affermando che, nelle società quotate, «la determinazione del valore della quota di recesso prescinde del tutto … dal valore reale … e si ricollega piuttosto … al valore delle quotazioni di borsa»; MAUGERI, *Partecipazione sociale*, *quotazioni di borsa e valutazioni delle azioni*, in *Riv. dir. comm*., 2014, I, 4 e 25; PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, cit., 849 s.

[202] PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, cit., 850.

La priorità del legislatore è conservare il nesso funzionale con le regole del mercato.

Come conseguenza, non si pone alcuna esigenza di correggere l'esito del procedimento liquidativo, ad eccezione di ipotesi di *extrema ratio* in cui i criteri di liquidazione sono radicalmente inoperativi[203]. Nello stesso senso, non c'è spazio per valutazioni discrezionali. Il legislatore opta chiaramente per criteri rigidi[204], come la «media aritmetica»[205] o la scelta di identificare il *dies ad quem* nella «pubblicazione o ricezione dell'avviso della convocazione»[206]: è l'esigenza di ancorare il valore di recesso «a dati obiettivi, stimabili *ex ante*» e «non contestabili *ex post*», che assicurano «l'obiettivo della certezza della valutazione e della deflazione del contenzioso»[207].

Quest'ultima lettura si rende preferibile per una pluralità di argomenti. Anzitutto, i criteri di liquidazione sono chiaramente costruiti sul totale affidamento al valore di mercato. Tale conclusione era palese nel vigore della

---

[203] Più in dettaglio, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 393 ss., spec. 395 s., per cui l'applicazione analogica dei criteri legali dettati per le società non quotate sarebbe possibile soltanto in «situazioni estreme e particolari».; NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1154, per cui «la disapplicazione del criterio del prezzo medio dovrebbe costituire un'*extrema ratio* …, cui optare solo nei casi in cui risulta *impossibile* attuare il calcolo della media delle operazioni»; nello stesso senso, PACIELLO, sub *art. 2437*-ter c.c., cit., 1131 s.; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 239, per cui un «*market failure*» diventa «significativo» nei casi in cui sia intervenuta la sospensione delle negoziazioni; PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 2533, per cui la disapplicazione di tale criterio costituisce «*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, la quotazione sia stata sospesa o esista una sola negoziazione; Per il caso di sospensione o revoca d'ufficio avvenuta durante il periodo semestrale di rilevazione, si è suggerito di demandare all'autonomia statutaria la regolazione di tale problematica: così, IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, cit., 483.

[204] Con chiarezza, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 23. per cui «il valore di mercato esige comunque che la grandezza rinvenuta sia "attuale", cioè quanto meno recente, e attinga ai dati *oggettivi* risultanti da negoziazioni su un mercato regolamentato» (corsivo originale); Enfatizzano l'obiettività che contraddistingue sul punto la disciplina delle società quotate, ANNUNZIATA, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti - Bianchi – Ghezzi - Notari), Milano, 2014, 103 s.; GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1584.

[205] Cfr. GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1583, per cui la media aritmetica risulta «meno influenzabile da considerazioni soggettive» (per quanto «più esposta all'incidenza dei valori statisticamente anomali»).

[206] Risulterebbe del tutto arbitraria la determinazione gestoria (o il sindacato giudiziale) volta a stabilire l'esatto momento in cui si deve ritenere che il mercato sia venuto a conoscenza dell'intenzione di *delisting* e abbia incorporato tale informazione nelle negoziazioni: per tale rilievo critico, CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2001, 269.

[207] Le espressioni sono di A. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 420 ss. La «maggior certezza della valutazione» e il «riparo dalle potenziali contestazioni» sono enfatizzati anche da SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite della delibera assembleare: il c.d.* delisting *puro*, in *Riv. soc.*, 2023, 463.

precedente versione dell'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c., là dove richiedeva di fare «*esclusivo* riferimento» ai parametri di borsa[208]. Lo spirito di questa norma non è mutato con la riforma di cui alla l. 11-8-2014, n. 116 e l'introduzione - nel secondo periodo dell'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. - della facoltà statutaria di determinare il valore di recesso ricorrendo ai criteri dettati per le società chiuse[209]. Come attentamente osservato, l'apertura in via statutaria ai criteri discrezionali previsti per le società non quotate non introduce alcun mutamento della impostazione di fondo che governa la disciplina della liquidazione di azioni quotate in mercato regolamentato. L'intervento del legislatore «non sembra legittimare l'abbandono» del criterio di mercato «quando, in assenza di una disposizione statutaria, tale parametro risulti comunque utilizzabile»[210]. Piuttosto che animata dallo scopo di mutare i termini del dibattito sull'accuratezza della valutazione, tale disposizione è più semplicemente concepita come strumento per attrarre maggiori capitali sul mercato primario, prospettando condizioni di disinvestimento più redditizie[211].

---

[208] In tal senso, la dottrina era largamente prevalente nell'escludere in radice margini di operatività per l'autonomia statutaria (DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014, 1358, secondo cui non può trovare applicazione l'art. 2437, co. 1, lett. *f*, c.c.; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, cit., 508; CALLEGARI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1421, nt. 2; MARASÀ, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 796; STELLA RICHTER JR, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 2004, 399; GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1584, per cui «l'"esclusività" della tecnica esclude altresì che il socio possa contestare il funzionamento del mercato, e dimostrare che in realtà, per effetto di condizioni di *market failure*, il valore "effettivo" dei titoli è in realtà più elevato»; *contra* RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 930; per una posizione più articolata, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 422 ss., per cui l'autonomia statutaria avrebbe spazio di intervento quando si creano arbitraggi rispetto al prezzo dell'alienazione sul mercato.

[209] In tale ipotesi, ai sensi della disposizione citata, il valore di mercato deve essere considerato come valore minimo della valutazione.

[210] PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 2533. Nello stesso senso, MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, cit., 116, per cui la corresponsione di un valore effettivo non costituisce un obbligo degli amministratori: «un siffatto esito si presenta, nell'ordinamento italiano, pur sempre come il frutto di una libera scelta statutaria».

[211] Così, PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter, cit., 2538. In generale, per il nesso tra disciplina del recesso e incentivo all'investimento: v. CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 37; CARMIGNANI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 880; PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 2499; PACIELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1129; già GRIPPO, *Il recesso del socio*, cit., 142, affermando in generale che «i casi riconosciuti di recesso, insieme con i sistemi di rimborso, determinano, sia pure indirettamente, il grado del rischio che connota le condizioni di investimento in una società di capitali».

In secondo luogo, la possibilità di disapplicare i criteri di mercato si basa - come visto - sull'«irragionevolezza di un'interpretazione che individuasse due principi differenti per il calcolo del valore della quota di liquidazione del socio recedente»[212]. Sotto il suo profilo logico, tale affermazione è sicuramente condivisibile ed entrambi i criteri di liquidazione sono certamente volti a restituire il valore più corretto possibile[213]. Il punto è che questo valore si identifica e prende forma come valore di *scambio*: all'azionista spetta la somma che sarebbe in grado di ricavare da una ipotetica contrattazione sul mercato[214]. È questo l'obiettivo che accomuna la disciplina. Come del resto si rende evidente nella scelta dei criteri di liquidazione: il valore di mercato, da una parte (società quotate); le prospettive reddituali e l'eventuale valore di mercato, dall'altra (società chiuse)[215]. È chiaro che il valore di mercato tende verso il valore reale, specialmente quando il paradigma dell'efficienza informativa di cui alla è supportata da un adeguato modello giuridico e da una favorevole conformazione del mercato. Tuttavia, la prospettiva del valore di scambio aiuta a comprendere che la priorità è la conservazione di un nesso funzionale con il mercato. Il recesso nelle società quotate, del resto, si giustifica esattamente allo scopo di costituire un'alternativa al valore di mercato e offrire all'azionista uscente una liquidazione a un prezzo concorrenziale e più remunerativo[216]. Per tale

---

[212] RESTELLI, *Esclusione e limitazione del diritto d'opzione nella prospettiva del rapporto di investimento*, cit., 849. Secondo l'Autore, sono «semplicemente due diversi *metodi* di valutazione» (corsivo originale).

[213] In questi termini, v. anche CAGNASSO, *Il recesso*, cit., 966.

[214] In questi termini del tutto condivisibili, MARASÀ, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, 796, secondo cui «è ugualmente possibile individuare una logica comune a cui il legislatore sembra essersi ispirato: avvicinare anche nelle società non quotate, il valore di liquidazione a quello, per così dire, di scambio, cioè al valore che il socio recedente avrebbe potuto ricavare da un'ipotetica cessione». Secondo l'Autore, il valore reale delle azioni deve essere inteso come «valore di scambio delle stesse» (*ibidem*).

[215] Specificamente, GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c.,* cit., 1568 ss. e 1580 ss., chiarendo che dal punto di vista dogmatico il recesso è un fenomeno eterogeno rispetto alla cessione di una quota o alla cessione di una azienda; la scelta di impiegare i criteri reddituali e di mercato sta proprio a significare l'intenzione di normativa di superare tale distinzione teorica ed equiparare recesso e cessione. In termini generali, v. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 2089, rilevando l'intento normativo di «far conseguire al socio un valore di liquidazione tendenzialmente corrispondente all'effettivo valore economico e di *mercato* della sua partecipazione» (enfasi aggiunta); CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, cit., 507, per cui i criteri di liquidazione previsti per le società non quotate forniscono all'azionista uscente la garanzia di «ottenere comunque un *quantum* parificabile al ricavo derivante dalla eventuale vendita delle azioni».

[216] In un contesto in cui l'uscita dalla società quotata trova nel mercato secondario il suo sbocco naturale, è diffusa la convinzione che il recesso da società quotata si giustifichi sul piano del valore di liquidazione e della sua convenienza rispetto al prezzo di mercato ottenibile a seguito dell'operazione che legittima il recesso: PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, cit., 9; DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 448;

ragione, è in funzione del nesso tra recesso e mercato che il legislatore è disposto a tollerare un "margine di errore" nella misura del valore di disinvestimento.

Da ultimo, si riscontra un non marginale problema applicativo. La sostituzione dei criteri di mercato con i parametri previsti per le società chiuse richiede, per quanto possibile, di individuare i presupposti in presenza dei quali si rende necessario questo cambiamento nel metodo di valutazione. Un aspetto che, tuttavia, rimane sostanzialmente affidato a un riferimento troppo generico al venir meno dell'efficienza del mercato. La necessità di un diverso approccio emerge, invece, nella prospettiva comparatistica, là dove l'ordinamento tedesco stabilisce delle soglie rilevanza in presenza delle quali si può concludere che la compensazione offerta in sede di *delisting* sia fondata su valori di mercato non rappresentativi (§39, Abs. 3, S. 4, BörsG)[217].

La disciplina ammette, dunque, uno scostamento di valore. Il problema è che l'inefficienza del mercato può essere introdotta nel procedimento liquidativo di recesso a una sola condizione: che costituisca un elemento *accidentale* nell'economia dell'operazione compiuta[218]. Il risultato è, invece, destinato a cambiare quando l'inefficienza del mercato diviene elemento determinante sulla base del quale l'azionista di controllo stabilisce opportunisticamente il momento in cui eseguire l'operazione che legittima il

---

CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, cit., 501, nt. 26; CALLEGARI, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1422; CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 263; DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, cit., 1356; DELLI PRISCOLI, sub *art. 2437*-quinquies c.c., in *Il Codice Civile. Commentario* (diretto da Schlesinger - Busnelli), Milano, 2013, 184 ss.

[217] Secondo tale disposizione, il valore delle azioni non deve essere inferiore al prezzo medio ponderato del titolo, calcolato nei sei mesi precedenti all'offerta d'acquisto. Tuttavia, l'offerente è tenuto a corrispondere un valore che corrisponde al valore effettivo della società, quando, nel semestre rilevante: (1) sono state da lui realizzate condotte che integrano abusi di mercato ai sensi degli artt. 15 e 17 Regolamento UE 596/2014; (2) il prezzo medio è determinato sulla base di un terzo dei giorni di negoziazione e *i prezzi di borsa si discostano l'uno dall'altro in misura superiore al 5%.* Più in generale, la regola di cui al §39, Abs. 2-6, Börsengesetz è stata introdotta con un intervento legislativo del 2015 e chiude una stagione giurisprudenziale particolarmente intensa, segnata da ripetute modifiche negli orientamenti in materia di *delisting* puro. Cfr. in particolare BGH, 25 novembre 2002 - II ZR 133/01, in *NJW*, 2003,1032 ss. (*Macroton*); BverfG, 11 luglio 2012, in *NJW*, 2012, 3081. (*Lindner*); BGH, 8 ottobre 2013, in *NJW*, 2014, 146 ss. (*Frosta*). Per un'analisi approfondita dell'evoluzione giurisprudenziale: MAUME, *The Parting of the Ways: Delisting Under German and UK Law*, in *EBOR*, 2015, 267 ss. Per un indagine più generale, SCOPSI, *Il* delisting *di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori*, cit., 14 ss.

[218] Nel medesimo ordine di idee, v. ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 17, per l'affermazione che «la questione, in ultima analisi, non è impedire che il prezzo di mercato risulti non "vero", ma che la distanza dalla "verità" sia il risultato non dei suoi meccanismi spontanei e delle sue oggettive inefficienze, bensì di comportamenti finalizzati ad accrescerla artificialmente».

recesso. In queste ipotesi, tale impostazione dottrinale svolge esattamente il ruolo contrario di favorire l'estrazione di benefici privati, in quanto elimina in radice la possibilità di correggere il valore espresso dal mercato e consente di assumere tale grandezza alla base della strategia espropriativa.

2. (segue) *Valore reale delle azioni e condotta dell'azionista di controllo*

La prospettiva delle inefficienze del mercato non esaurisce i profili espropriativi che possono manifestarsi in sede di recesso. Il medesimo problema di inaccuratezza si pone quando lo scostamento tra valore di mercato e valore reale è direttamente riconducibile alla condotta del socio di controllo. L'azionista di controllo dispone di numerosi strumenti in grado di alterare il valore di mercato e predisporre condizioni liquidative inferiori al valore effettivo delle azioni (ad esempio, il rinvio preordinato di operazioni vantaggiose)[219].

Nondimeno, l'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. contrasta esclusivamente l'impatto negativo sui corsi di borsa causato dalla diffusione dell'intenzione di procedere al compimento di una operazione favorevole all'azionista di controllo[220]. L'applicazione di un criterio di calcolo a ritroso (= i «prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono» l'evento che legittima il recesso) impedisce all'azionista di controllo di liquidare il socio uscente al valore di mercato artificialmente ribassato[221], consentendo all'azionista di minoranza

---

[219] Nello stesso senso, GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1481, rilevando che il «gruppo di comando … dispone di mille strumenti per deprimere artificialmente il valore di mercato, al fine di predisporsi le condizioni per una liquidazione favorevole», in applicazione del criterio di liquidazione della media semestrale dei prezzi di borsa. Come osservato nell'ambito dell'opa, potrebbe trattarsi ad esempio del caso in cui l'azionista di controllo realizzi una operazione dannosa in grado di deprimere il valore azionario o, più verosimilmente, dell'ipotesi in cui il socio di controllo decide volontariamente di ritardare il compimento di una operazione vantaggiosa per la società.

[220] Sul punto, PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, cit., 850, per cui il valore di recesso è «depurato dalle oscillazioni che potrebbero conseguire alla notizia della deliberazione cui è collegato il diritto di recesso». La scelta del legislatore tradisce la convinzione sull'impatto negativo dell'evento che causa il recesso. Si risolve, infatti, a priori il problema valutativo che consiste nella «scomposizione della variazione di un prezzo di un titolo nelle diverse componenti attribuibili, rispettivamente, all'andamento del mercato e alla modifica societaria che legittima l'uscita del socio» (per il rilievo di tale difficoltà, CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 269 s.). Similmente, GALLETTI, sub *art. 2437*-ter c.c., cit., 1586, per cui la conoscenza del compimento di una operazione favorevole alla maggioranza «provoca una depressione dei corsi borsistici».

[221] Per l'affermazione che «il mercato non è un'istituzione idonea a tutelare il socio di minoranza contro gli abusi della maggioranza»: GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1527; analogamente, nell'ordinamento americano, KHUTORSKY, *Coming in from the cold. Reforming shareholder's appraisal rights in freeze-out transactions, in Col. Bus. L. Rev.* (1977), 141 ss.

di ottenere una somma depurata dall'andamento negativo conseguente alla convocazione dell'assemblea[222]. Nel contempo, quando l'intenzione di procedere al *delisting* è diffusa con anticipo rispetto alla convocazione dell'assemblea[223], la previsione di una base di calcolo semestrale consente di neutralizzarne l'impatto negativo, diluendo i valori non corretti con tutti i valori di mercato registrati nell'ampio lasso temporale preso in considerazione[224]. Il legislatore si preoccupa unicamente di riportare l'investitore al momento di una ipotetica cessione in cui i valori di mercato ignorano l'evento legittimante il recesso e sono perciò indicativi del valore delle azioni[225].

Come detto, tale approccio coglie, però, una sola parte del problema e soprattutto non governa la condotta che più comunemente viene in rilievo nelle ipotesi di *delisting*: l'ipotesi in cui l'azionista di controllo conosce privatamente prospettive di incremento del valore della società che non sono ancora pubbliche e, in quanto tale, non sono riflesse nei prezzi di mercato. Una condotta che può essere effettuata nel rispetto della legge, senza integrare necessariamente non integra una violazione delle regole in materia di abuso

---

[222] La scelta del legislatore di non "attingere" al valore formatosi dalle negoziazioni sul mercato successive alla diffusione dell'avviso di convocazione consente di neutralizzare «eventuali oscillazioni anomale delle quotazioni»: CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società[10] - tomo 2*, Torino, 2020, 505.

[223] Come rilevato da GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1587, il socio potrebbe «anticipare la comunicazione al mercato delle proprie intenzioni, e poi attendere per la sua realizzazione, così espropriando i recedenti di parte del valore a loro spettante».

[224] Per tale rilievo, POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 426; nello stesso senso, CALLEGARI, sub *art. 2437*-ter c.c., in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti), Bologna, 2004, 1423; PACIELLO, sub *art. 2437*-ter c.c., in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Società di capitali. Commentario, Napoli, 2004, 1131 e 1133. L'ampiezza di tale lasso temporale è stata ritenuta adeguata da IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, cit., 483 (operando un raffronto con l'orizzonte temporale dei criteri legali). *Contra* VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 2005, 391 s., specialmente nei casi di «elevata volatilità dei prezzi di mercato e di eventi societari in grado di incidere sulla significatività dei prezzi maggiormente risalenti, si possono avanzare non pochi dubbi sulla capacità [di tale criterio] di esprimere un valore in linea con prezzi di borsa attuali al momento del recesso»; DE ANGELIS, *La perdita della quotazione in Borsa: tutela dei soci e diritto di recesso,* cit., 1996, 756, nt. 2, secondo cui «il criterio del semestre per le azioni quotate è «del tutto aleatorio e svincolato dall'effettivo valore intrinseco delle stesse».

[225] Sul punto, NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 531, per cui «il recesso rappresenta una sorta di tutela "per equivalente" rispetto alla situazione in cui si trovava l'azionista prima della deliberazione che fa venir meno la negoziazione delle azioni nel mercato regolamentato»; similmente, PACIELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, cit., 1132, per cui, al fine di tutelare in modo sufficiente l'interesse del recedente, «si offre il valore equivalente alla vendita conclusa prima della delibera». In termini generali, GINEVRA, *La partecipazione azionaria*, cit., 311, per cui i criteri di liquidazione delle azioni in caso di recesso tengono conto «dei valori che erano attribuibili alla partecipazione alla s.p.a. *prima* delle modifiche non condivise dall'azionista recedente» (corsivo originale).

di informazioni privilegiate[226]. L'azionista di controllo può, così, sfruttare agevolmente la propria superiorità informativa al fine di selezionare il periodo semestrale in cui il valore di recesso risulta inferiore al valore reale ed estrarre in proporzione benefici privati del controllo[227].

In tale ipotesi, il recesso presenta una inadeguatezza ancor più strutturale, alla luce del fatto che l'esercizio di tale diritto esprime la volontà dell'azionista di minoranza di svincolarsi dal rapporto sociale. Per conseguenza, ogni ricchezza attesa dall'attività dell'impresa non potrebbe essere posta a fondamento del valore di recesso: una tale opzione finirebbe per realizzare una «liquidazione per eccesso», arricchendo l'azionista uscente senza che egli «sopporti alcun rischio d'impresa»[228]. In altri termini, la considerazione del valore creato da operazioni future rischierebbe di snaturare il recesso, finendo per trasformarlo indebitamente in uno strumento di massimizzazione del valore delle azioni[229]. Alla radice, il recesso non è uno strumento per regolare la spartizione di benefici attesi dall'operazione: sin dalla sua concezione in sede di riforma, tale istituto è più semplicemente

---

[226] In questi casi, non sempre si assiste a una violazione della regola che impone la comunicazione di informazioni privilegiate *ex* art. 17 Regolamento UE 596/2014. L'azionista di controllo, ad esempio, potrebbe: (1) sfruttare «frammenti di informazioni che, singolarmente considerati, non assurgono al rango di informazione privilegiata … ma che collettivamente possono essere ragionevolmente interpretati per una valutazione del valore intrinseco della società diversa da quella quotidianamente offerta dal mercato» POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 465; MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 301, nt. 96); (2) eseguire «una più lenta comunicazione al mercato di informazioni relative all'andamento operativo e finanziario della società …, *business plan* o altre informazioni rilevanti» (POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 425, nt. 29); (3) «adottare stime eccessivamente conservative sulle prospettive future» (POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 425, nt. 29). Tali comportamenti – formalmente legittimi – limitano la disponibilità di dati e, conseguentemente, l'efficienza informativa del mercato.

[227] Analogamente, GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, cit., 1594, affermando che «la maggioranza potrebbe giovarsi del vantaggio informativo di cui dispone, in particolare della conoscenza ancora "privata" di circostanze che possono in futuro assicurare un incremento consistente del patrimonio, e non "osservabili" dall'esterno, al fine di scegliere il momento in cui collocare un'operazione che consenta l'*exit*».

[228] CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 268. In termini analoghi, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 402: «il valore atteso dall'operazione di fusione non può essere utilizzato per calcolare il valore della quota del socio recedente, in quanto egli ha deciso di dissociarsi dal vincolo corporativo».

[229] Ne escludono con forza tale valenza, CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 2091, per cui «lo scopo di questa disciplina non è consentire al recedente di massimizzare il valore di liquidazione … ma è quello di garantirgli il disinvestimento a un valore congruo»; similmente, PACIELLO, sub *art. 2437*-ter, cit., 1128, per cui si deve «evitare un ingiustificato arricchimento del socio receduto»

pensato per scongiurare l'applicazione di condizioni «fortemente penalizzanti»[230].

3. *Il recesso come* liability rule

Si rende ora possibile tracciare alcune conclusioni sull'idoneità del recesso a regolare condotte espropriative. Per sua natura, tale diritto «assolve ad una funzione sostitutiva rispetto alla tutela costituita dalla possibilità per il socio di porre il veto ad una determinata deliberazione o al compimento di una determinata operazione ritenuta lesiva di un suo diritto»[231]. Una tale configurazione dell'istituto è stata apprezzata tanto come strumento che consente di reagire ad abusi della maggioranza[232], quanto come strumento in

---

[230] Relazione illustrativa alla Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, §9.

[231] CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 2062. Nello stesso senso, SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum *Gian Franco Campobasso - vol. 2* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2006, 142, per cui il recesso «non riconosce ai soci di minoranza il potere di bloccarle, ma accorda loro un soddisfacimento in termini pecuniari».
Anzi, è possibile aggiungere che l'ampliamento della sua operatività in sede di riforma assolve esattamente lo scopo contrario di agevolare l'assunzione di delibere assembleari a presidio dell'efficienza dell'impresa azionaria: sul punto, CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali,* cit., 2062 ss.; con particolare enfasi, BARTALENA - DELLA TOMMASINA, *Il recesso: un formante per il tipo*, cit., 34 ss.; PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm*., 2004, I, 424; nell'ambito del *delisting*, BUONCRISTIANI, Delisting *e recesso: dialettica tra soci e alternatività di tutele*, nota a Trib. Genova, 12 novembre 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II, 745 ss. In termini sostanzialmente analoghi, con riferimento all'ordinamento americano, VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, cit., 855, («appraisal rights sought to counterbalance the shift from shareholders' unanimous consent as a precondition to fundamental corporate changes, to a simple or qualified majority consent»).

[232] GALLETTI, sub *art. 2437 c.c*., cit., 1480; WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, cit., 279; dubitativo CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 2067, là dove si era domandato «se il recesso rappresenti un rimedio inadeguato rispetto a decisioni della maggioranza che possono produrre una espropriazione o, quanto meno, uno svuotamento di tali diritti». Questo inquadramento teorico, per verità, è rigettato fortemente da FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 126, affermando che il legislatore non assegna alcun rilievo al fatto che il comportamento della maggioranza «possa essere qualificato o meno *contra ius*»: i presupposti del recesso sono ricollegati «all'adozione di una *determinata* delibera (o al semplice verificarsi di un *certo* fatto)». Nello stesso senso, MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, cit., 120, secondo cui la configurazione del diritto al disinvestimento del socio ne ostacola la pronta tutela e risulta «difficilmente compatibile con una ricostruzione dell'istituto in chiave di protezione dal rischio di *self-dealing* della maggioranza». Secondo l'Autore, inoltre, tale convinzione è rafforzata dal fatto che il procedimento di liquidazione della quota *ex* art. 2437-*quater* c.c. è un *iter* particolarmente lungo e complesso e «durante la pendenza di quel procedimento il socio recedente [è] privo di legittimazione all'esercizio dei diritti sociali» (MAUGERI, *op. cit.*, p. 120, nt. 31). Peraltro, l'assegnazione delle azioni recedenti a terzi può consentire di «alterare i rapporti di forza all'interno della società attraverso l'ingresso di persone di loro fiducia», PISCITELLO,

grado di sollecitare una negoziazione interna sotto forma di minaccia del depauperamento del capitale sociale[233]. Nelle operazioni di *delisting*, tuttavia, questi benefici del recesso sono destinati a sbiadire completamente. In primo luogo, il disinvestimento perde la propria forza di sottrazione all'abuso quando la condotta espropriativa interviene direttamente sull'operatività del procedimento di liquidazione e rende inique le condizioni di uscita[234]. Nel contempo, la minaccia di *exit* perde la propria forza negoziale quando il disinvestimento degli azionisti costituisce l'effetto appositamente ricercato ai fini di estrarre benefici privati[235], al punto che maggiore è il numero di soci uscenti e maggiore è la misura della ricchezza trasferita al socio di controllo. Non è dunque possibile condividere l'affermazione che il recesso da *delisting* consenta di percepire un valore attuale, depurato dall'impatto dell'evento e stabilito obiettivamente in modo da prevenire contestazioni giudiziali.

Come osservato nella disciplina dell'opa e della fusione, l'estrazione di benefici privati che prende forma nelle operazioni di *delisting* impone l'introduzione di un potere di veto e di un ambito di negoziazione tramite il quale impedire che l'azionista di controllo possa forzare l'uscita delle minoranze secondo condizioni unilaterali ed economicamente penalizzanti. In fondo, il problema sta nel fatto che il diritto di recesso di cui all'art. 2437-*quinquies* c.c. integra semplicemente una *liability rule*, limitandosi a garantire, in quanto tale, una tutela meramente compensativa[236].

Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore - Vol. III - Tomo III*, Milano, 2005, 3436 s.

[233] ANGELICI, *La riforma della società di capitali*[2], Padova, 2006, 86 s., per la nota "trasformazione" del potere di *exit* in un potere di *voice*; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 225, riscontrando nel recesso «un meccanismo di (ri)attivazione del negoziato fra i soci in occasione di singole scelte aziendali o societarie».

[234] In termini generali, MAUGERI - FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazioni delle azioni del socio recedente*, cit., 78, affermando che l'«utilità pratica» del recesso «dipende in misura decisiva dalle condizioni di uscita». Nello stesso senso, CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, cit., 495, per cui criteri di liquidazione effettivi consentono di «impedire che il diritto di recesso, pur formalmente previsto, venga sostanzialmente svuotato nel suo esito economico»; PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, cit., 2, per cui «la determinazione del valore di liquidazione rappresenta il dato principale in base al quale l'azionista decide se uscire o meno dalla compagine sociale».

[235] Sul punto, GALLETTI, sub *art. 2437* c.c., cit., 1482, per cui «alto è il rischio che la maggioranza … possa *costringere* strumentalmente la minoranza ad esercitare il recesso, ben sapendo così di "espropriarla" di una parte consistente dell'investimento».

[236] In questa prospettiva, è sintomatico che, sin dalla legge n. 149/1992, la funzione del diritto di recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c. sia costantemente equiparata a quella assolta dall'obbligo d'acquisto (da ultimo, v. ANNUNZIATA - SCOPSI, Il *delisting*, cit., 575). Il recesso è tutela primaria nella disciplina assembleare e, in quanto tale, viene equiparato a uno strumento che nell'economia dell'opa finalizzata al *delisting* svolge un ruolo di tutela di secondo livello. In quest'ultimo regime giuridico, il primo e più importante livello di tutela è fornito dalla procedimentalizzazione dell'operazione e dall'applicazione di un meccanismo referendario.

In ultima istanza, l'azionista non può trovare protezione in un valore monetario che non è in alcun modo idoneo a segnalare contestualmente l'esistenza e la misura di benefici privati. Non può essere un numero ad assolvere il compito di comunicare la strategia espropriativa dell'azionista di controllo, anche se migliorativo rispetto al valore di mercato. L'azionista recedente è destinato ad accontentarsi di una mera *presunzione* di correttezza del valore ottenuto, senza aver modo di verificare la rispondenza al valore reale delle azioni. Due indici sistematici sono in tal senso evocativi. Nella disciplina dell'opa, il comunicato dell'emittente *ex* art. 103 TUF assolve esattamente la funzione di esprimersi in merito alla correttezza del corrispettivo proposto agli oblati, in quanto tale congruità non è assicurata per il solo fatto che viene pagato un prezzo superiore al valore attuale di mercato[237]: occorre attestare che il prezzo rifletta compiutamente i valori fondamentali dell'emittente (valore tendenziale)[238].

In una prospettiva *de jure condendo*[239], i criteri potrebbero anche essere corretti in favore di un risultato più accurato e satisfattivo di quanto risulta dai prezzi di mercato. Tuttavia, un paradigma fondato sul disinvestimento continua ad arretrare quando la dialettica endosocietaria è "contagiata" dal problema espropriativo. Al centro della tutela dell'azionista uscente, non vi è più la rappresentatività (o la correzione) dei prezzi che si formano sul mercato secondario, ma il controllo della condotta (potenzialmente) opportunistica del socio di maggioranza. Nella strutturale inidoneità del diritto di recesso a essere inquadrato come strumento di veto e

---

[237] MUCCIARELLI, *Le modifiche al Reg. Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *NLCC*, 2012, 247, secondo cui «gli amministratori non devono semplicemente confrontare il prezzo d'offerta con il prezzo di mercato precedente (il che non avrebbe senso perché l'opa è normalmente a un prezzo maggiore), ma con le prospettive di guadagno dell'azionista *se non muta la compagine azionaria*» (corsivo originale); nello stesso senso, REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018, 194, nt. 45; CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, cit., 103, rilevando la presenza di comunicati che, «pur esprimendosi positivamente sulla congruità del prezzo offerto alla luce del premio riconosciuto rispetto alle valutazioni correnti di borsa, rilevino che il prezzo offerto potrebbe non essere coerente con una valutazione del valore della società nel medio lungo periodo».

[238] Nell'ambito del *going private*, v. KLEINBARD, *Going Private*, in 84(4) *Yale Law Journal* (1975), 906, secondo cui «Although some of that profit is passed on to public shareholders in the premium above market price they are offered for their shares, insiders can still receive a disproportionate amount of any actual or anticipated gains arising from going private whenever they alone can determine the terms offered to the public shareholders».

[239] L'adozione della media ponderata potrebbe ad esempio consentire di calibrare l'andamento dei corsi, riducendo l'impatto anomalo conseguente a eventi particolari, come nel caso di una operazione sul capitale realizzata all'interno del semestre rilevante (CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 269 ss., pur riconoscendo l'imperfezione del correttivo; nello stesso senso, VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 391; MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata,* cit., 121, nt. 34).

negoziazione nelle operazioni di *delisting*, viene così a identificarsi il primo rilevante limite al riconoscimento del *delisting* puro.

4. *L'assemblea straordinaria come strumento di tutela. Critica.*

A fronte dell'inadeguatezza mostrata dalla disciplina del recesso nel disciplinare le condotte espropriative, si deve verificare se un eventuale capacità di contrasto sia inscritta nelle regole che presiedono al procedimento con il quale viene assunta la decisione volontaria di *delisting*.

Come detto, in assenza di espressa disciplina, la competenza a decidere sul *delisting* puro è affidata in via interpretativa all'assemblea in sede straordinaria[240]: (1) per estensione analogica dell'art. 133 TUF, in virtù dell'affinità con una fattispecie parimenti idonea a recidere il rapporto con l'attuale mercato regolamentato; (2) per applicazione *a fortiori* della

---

[240] Per tale conclusione, v. per tutti ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 561; NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, cit., 546; A. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 419 s., il quale argomenta ulteriormente dalla natura inderogabile della causa di recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c. e dal tendenziale nesso tra causa inderogabile di recesso e delibera dell'assemblea straordinaria.

A chi scrive, pare corretto ritenere che l'art. 133 TUF non sia determinante soltanto ai fini del regime (straordinario) cui è sottoposta la delibera assembleare. A ben vedere, l'analogia con la fattispecie del trasferimento su altro mercato regolamentato e l'estensione della relativa disciplina è, prima di tutto, decisiva nell'assegnare all'assemblea stessa il potere di disporre il *delisting*. Non si deve, infatti, commettere l'errore di ritenere che la delibera assembleare sia a priori competente a deliberare la revoca della quotazione. In altri termini, la competenza assembleare non può essere intesa in senso assiologico, per il semplice fatto che il problema viene tradizionalmente impostato come possibilità per i soci di deliberare la revoca della quotazione. Come era previsto nella prima regolamentazione di borsa (art. 12, l. 20 marzo 1913, n. 272), come era stato suggerito più recentemente dalla dottrina italiana (NOTARI, sub *art. 131 TUF*, cit., 1107, nt. 24), come avviene oggi nell'ordinamento tedesco, ben potrebbe configurarsi la competenza dell'organo amministrativo a disporre la revoca della quotazione alla luce della valenza gestoria della decisione. La competenza assembleare di cui all'art. 133 TUF orienta fortemente l'indagine interpretativa, che avrebbe altrimenti condotto verso il dibattito in merito alle competenze non scritte dell'assemblea (c.d. implicite), ove si contrappone la posizione di chi riconosce il potere dei soci a decidere il compimento di una operazione che incide profondamente sulle condizioni del proprio investimento (PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso* - Vol. 2, Torino, 2006, 5 ss., spec. 16 s., dove l'enfasi sulla sentenza *Macroton* che assegnava il potere ai soci di disporre il *delisting*; PORTALE - DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, nota a Trib. Roma, ord., 1 aprile 2019, in *Banca borsa tit. cred*., 2019, II, 757 ss.) e, d'altra parte, chi riconosce all'azionista un mero diritto informativo (ABBADESSA – MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc*., 2010, 269 SS.). Un dibattito, questo, che assume connotati non del tutto equivalenti nel diritto delle società quotate, in presenza di un numero più ampio di prerogative assembleari, che consente una maggior apertura all'intervento decisionale dei soci: per un approfondimento, SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 348 ss.

medesima disposizione, alla luce delle più gravi conseguenze che la revoca *tout court* della quotazione impone sulle condizioni di investimento degli azionisti di minoranza: nel caso della "migrazione", i benefici derivanti dalla quotazione non vengono preclusi, ma assumono i connotati imposti dal particolare regime dettato dal nuovo mercato regolamentato; nel caso del *delisting* puro, la revoca *tout court* della quotazione segna, invece, un profondo mutamento nel regime giuridico che governa la posizione dell'azionista e nelle regole di mercato che presiede alla negoziazione dello strumento finanziario.

Venendo alla prospettiva della tutela effettivamente garantita agli azionisti di minoranza, occorre sin da subito affermare che la loro protezione non è assicurata di per sé dalla previsione di una competenza assembleare[241]. Essa assicura il loro coinvolgimento nella sfera decisionale, ma rimette sostanzialmente il risultato deliberativo alla volontà del socio di controllo. Il reale profilo di protezione è costituito dall'applicazione di *quorum* deliberativi rafforzati in sede di assemblea straordinaria[242], là dove si richiede il voto favorevole pari ai «due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea»[243] (artt. 2368, co. 2 e 2369, co. 1 e 7, c.c.). Tale quoziente deliberativo intende fissare un punto di equilibrio tra le istanze di facilità deliberativa associate al gruppo di controllo e le istanze di rappresentatività riconducibili ai soci di minoranza[244]. Sotto quest'ultimo profilo, la previsione di *quorum* rafforzati richiede una maggior condivisione del risultato deliberativo[245], favorendo la formazione di un potere di blocco in capo agli

---

[241] Al riguardo, BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum *Antonio Piras*, Giappichelli, Torino, 2010, 17, per cui la teoria delle competenze implicite agisce sul riparto di competenze tra amministratori e assemblee ma non interviene in alcun modo sulla tutela delle minoranze.

[242] Sul punto, v. MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, cit., 200, per cui la natura straordinaria della delibera «si spiega con l'esigenza di filtrare una così significativa decisione attraverso la più elevata maggioranza dei due terzi del capitale». In termini generali, è stato autorevolmente affermato che la tutela affidata ai *quorum* assembleari costituisce una «meno appariscente garanzia delle minoranze»: PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 120.

[243] Sottolinea come «per la prima volta» il *quorum* deliberativo non sia ancorato al capitale sociale, PUPO, Quorum *assembleari e diritto d'intervento nella nuova società per azioni*, in *Riv. soc*., 2005, 828.

[244] In tal senso, con riferimento all'originario art. 126 TUF, per tutti, MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma società quotate*, in *Giur. comm*., I, 499 s. In termini generali, «in qualsiasi organismo pluripersonale si fronteggiano due esigenze antinomiche, quella di assicurare la partecipazione di tutti alla decisione finale (rappresentatività) e quella di raggiungere comunque una decisione quale che sia l'atteggiamento dei membri (funzionalità)», BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 31 s.

[245] Secondo POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 420, in caso di «modifiche delle basi originarie della struttura organizzativa o di mutamenti nel profilo originario del rischio di investimento» - il recesso è «tutela di secondo livello, il primo livello di tutela essendo

azionisti di minoranza[246]. Di qui, la possibilità di intravedere in tale strumento una vera e propria *property rule*[247].

Fermo tale inquadramento formale, la concreta efficacia di tale forma di protezione dipende da un duplice fattore: (1) la conformazione degli assetti proprietari e (2) il grado di partecipazione al fenomeno deliberativo da parte dei altri soci di minoranza. Sotto il primo profilo, deve rilevarsi come tale configurazione dei *quorum* deliberativi è destinata ad avere «un effetto ambivalente, a seconda della percentuale del capitale detenuto dal gruppo di comando»[248]. Infatti, l'efficacia di tale tutela è inversamente proporzionale all'entità della partecipazione detenuta dal socio di controllo. Quando questi possiede una quota di capitale sufficientemente concentrata, l'adozione della delibera è certa o molto probabile, garantendo al socio di maggioranza la possibilità di dettare unilateralmente le condizioni dell'operazione. Nella seconda prospettiva, il funzionamento del *quorum* deliberativo è condizionato dalla partecipazione degli azionisti: quanto più è diffuso un comportamento di assenteismo, tanto più il potere di voto esercitabile dal socio di controllo aumenta nel suo peso specifico.

È in tale duplice prospettiva che si coglie nell'immediato l'inadeguatezza di tale rimedio. In primo luogo, alla luce delle più recenti risultanze empiriche, gli assetti proprietari delle società quotate italiane si confermano caratterizzati da un azionariato particolarmente concentrato, mediamente equivalente alla soglia pari al controllo di diritto[249]. Una forza posizionale che può inoltre essere amplificata in tutti i casi in cui l'assetto statutario della società abbia implementato meccanismi di voto multiplo in favore del socio di controllo.

---

assicurato dalla necessità per la maggioranza di conquistare un più vasto consenso sociale di quello ordinariamente necessario e corrispondente ai più elevati *quorum* richiesti per l'assemblea straordinaria».

[246] MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma società quotate*, cit., 500, per cui tale disciplina «aumenta … il potere di interdizione di minoranze organizzate». Secondo l'Autore, «la soglia di sicurezza per gli azionisti di comando sale a proporzioni massicce (67% del capitale)» e «la maggioranza, ora, deve calcolare anche un margine abbondante di vantaggio sui propri oppositori nella proporzione di almeno due a uno» (*ibidem*). In senso analogo, P. MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel t.u. e nella* corporate governance, cit., 16, per cui il nuovo sistema di quozienti deliberativi «vuol sortire la tecnica della minoranza di blocco»; nello stesso senso, DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1220. Tale disciplina è in larga misura tratta dall'ordinamento francese (art. 153, Loi 66-537, 24 luglio 1966), dove tale meccanismo prende il nome evocativo di *minoritè de blocage:* per tale derivazione, MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma società quotate*, cit., 501.

[247] In questi termini, SCOPSI, *Il* delisting *di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori*, cit., 186 e 216.

[248] DE ACUTIS, *La tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate e non quotate*, in *NGCC*, 2002, II, 491, nt. 19.

[249] Sul punto, CONSOB, *Rapporto sulla* corporate governance *delle società quotate italiane. 2023*, (2024), in *www.consob.it*, 14, per cui «la concentrazione proprietaria delle imprese è stabile rispetto al 2021: la quota del primo azionista a fine 2023 è pari in media al 49,1% del capitale (49% nel 2020)».

Tale configurazione proprietaria richiede di coagulare una quota di capitale sociale particolarmente elevata all'interno del gruppo di minoranza. Né devono essere sottovalutate le difficoltà "interne" che gli stessi investitori istituzionali incontrano nel «formare coalizioni ed agire compattamente contro il *management*»[250], con la conseguenza che tali costi di coordinamento redistribuiscono (o incrementano) il potere in favore del socio di controllo[251]. Del resto, il recupero dell'elemento partecipativo richiederebbe le difficili condizioni di un «numero tendenzialmente esiguo» degli azionisti e della loro «omogeneità, per interessi e per posizione rispetto all'attività comune»[252]. Insomma, un tale assetto proprietario attenua profondamente il potere interdittivo delle minoranze di blocco, spostando l'asse decisionale verso il rapporto tra socio di controllo e amministratori[253].

La presenza di una consistente minoranza di blocco trova, inoltre, un ulteriore ostacolo nel diffuso assenteismo che contraddistingue una buona parte degli azionisti di minoranza che popolano le società quotate[254]. Secondo il noto modello dell'apatia razionale, l'azionista trova più conveniente evitare i costi richiesti per un coinvolgimento attivo e consapevole nella società, quando gli è possibile limitarsi ad attendere la remunerazione del proprio

---

[250] ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 693.

[251] Sul punto, LATELLA, *Informazioni societarie e tutela delle minoranze nelle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014, 800, rilevando che «se i soci di controllo possono contare sulle difficoltà di aggregazione delle minoranze, la distribuzione del potere potrebbe essere … rideterminata in favore dei primi»

[252] Per la segnalazione di tali presupposti, BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, cit., 36.

[253] Per tale affermazione, DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, cit., 70 s., per cui nelle società poco contendibili, l'assemblea è uno strumento di ratifica della volontà che si forma all'esterno nell'accordo tra socio di controllo e amministratore. La nostra impressione è che il legislatore si attendesse una minor concentrazione proprietaria, al fine di poter conseguire con maggior successo l'obiettivo della democrazia azionaria.

[254] In questi termini, cfr. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 247, per cui «gli investitori qualificati non colgono l'occasione dell'assemblea per manifestare la propria posizione sulla *policy* gestionale della società». Il problema è segnalato da CERA, *Gli azionisti di società quotata in Italia tra varietà di interessi e discipline*, in *Giur. comm*., 2023, I, 568 s., il quale aggiunge che il loro ruolo potrebbe rivitalizzarsi in contesti proprietari (tuttavia) dispersi. Vedi, però, per la segnalazione di un maggior grado di partecipazione in M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018, 148 ss., ove l'ulteriore ammonimento a non ipostatizzare il concetto di minoranze. Una maggior partecipazione potrebbe essere riscontrata in presenza di operazioni straordinarie, MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm*., 2011, 687.

investimento[255]. Né una diversa condotta può essere incentivata dalla prospettiva di raccogliere informazioni utili a orientare le decisioni di investimento. Il profilo informativo ha come momento privilegiato la trasparenza preassembleare[256]. Tuttavia, tale informazione non è riservata agli azionisti e diffusa in funzione del voto: l'informazione è destinata al mercato, a beneficio di tutti gli investitori attuali e potenziali[257]. Per tale ragione, l'esigenza informativa che sorge in relazione al compimento di una operazione di competenza assembleare può essere soddisfatta, a prescindere dalla partecipazione e dal voto in assemblea[258]. Come autorevolmente segnalato, il problema sta, dunque, nel fatto che una situazione di potere si trasforma in assenza di tutela, quando l'azionista «razionalmente non si avvale di un potere il cui esercizio gli risulterebbe antieconomico»[259].

Alla luce delle conclusioni raggiunte, soltanto un approccio strettamente formalistico consente di identificare nei quozienti deliberativi una *property rule* a tutela delle minoranze. Sembra del tutto improbabile che il potenziale potere di blocco trovi una stabile espressione in sede di assemblea straordinaria, con la conseguenza che il voto contrario non può

---

[255] Né sembra possibile predicare effetti salvifici da parte dei meccanismi atti a mobilitare il capitale disperso, come la sollecitazione e la raccolta di deleghe: tale strumento è oneroso per i soci di minoranza e non esclude un utilizzo in direzione opposta da parte del socio di controllo. In questi termini, ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. soc*., 2002, I, 180.

[256] Pur non dovendosi sminuire la valenza informativa che può assumere il momento assembleare e il dibattito annesso, già, LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc*., 2001, 104 ss.

[257] BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 829 e 833; STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 317 ss.; D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, 301 s. La prevalenza della prospettiva informativa si manifesta inoltre nel fatto che «le informazioni destinate in via esclusiva ai soci non possono concernere notizie privilegiate», FR. MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa tit. cred*., 1999, I, 760. Sotto un diverso profilo, per l'affermazione che una completa ed esaustiva trasparenza preassembleare non può essere imposta agli amministratori *ex* art. 130 TUF, BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc*., 1999, 708.

[258] A maggior ragione, se si considera che (1) «lo stesso dibattito assembleare è destinato a svolgersi su atti e documenti portati a conoscenza dei soci prima dell'assemblea», BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate*, cit., 866; (2) la collegialità del procedimento deliberativo è ormai ampiamente erosa e la presenza in assemblea assume lo scopo di conoscere le posizioni di potere, S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014, 879 ss., spec., 890 s.; già, BELVISO, *op. cit*., 867, secondo cui l'assemblea mantiene esclusivamente la funzione di «verifica del consenso al governo societario».

[259] Con queste parole incisive, ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm*., 1998, I, 208.

essere considerato una minaccia attendibile in grado di ostacolare gli intenti del socio di controllo e aprire spazi di negoziazione.

5. (segue) *Il problema del criterio maggioritario*

L'esame del procedimento deliberativo consente inoltre di porre in luce una problematica, se possibile, ancor più profonda. Nel contesto assembleare, la contrapposizione tra interessi ascrivibili ai diversi gruppi azionari è ultimamente rimessa al principio di maggioranza. Come acutamente osservato da autorevole dottrina, la possibilità di ricorrere all'applicazione del criterio maggioritario si fonda sulla comunanza di interessi associati alla collettività dei soci[260]. Una chiara applicazione di tale principio si trova nella disciplina del conflitto di interessi in assemblea: la necessità di espungere - in via preventiva (art. 2373, co. 2, c.c.) o successiva (art. 2373, co. 1, c.c.) - il voto determinante espresso in conflitto avrebbe esattamente lo scopo di rimuovere un interesse extrasociale e ripristinare la comunanza di interessi, senza la quale non può operare la regola di maggioranza. La regola di maggioranza può, dunque, imporre la volontà di una parte sull'altra, sulla premessa che la collettività dei soci persegue lo stesso risultato.

---

[260] In questi termini, MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 435-7.: «il principio maggioritario non è certo inteso dalla legge come sanzione della prevalenza dell'interesse della maggioranza, in quanto più forte: esso è introdotto invece come criterio di organizzazione dei soci, e perciò come mezzo di tutela dell'interesse comune dei soci. Il retto funzionamento del principio maggioritario postula pertanto una convergenza dei voti espressi nell'assemblea verso un termine comune, costituito appunto dall'interesse sociale, sì che le dichiarazioni raggruppate nella maggioranza rispondono alla medesima questione cui intendono rispondere le dichiarazioni, di contenuto opposto, raggruppate nella minoranza: la questione , cioè, se la proposta messa ai voti convenga o meno all'interesse della società»; nello stesso senso, FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993, 155, per cui la regola di maggioranza si giustifica per il fatto che «la deliberazione assembleare è destinata ad attuare e svolgere una comunione di interessi (e non a comporre un conflitto di interessi)»; SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2009, 1066, per cui una manifestazione collettiva di autonomia privata funziona solo se «oper[a] in presenza di una omogeneità di interessi fra i votanti. Solo in questo caso, infatti, la decisione maggioritaria produce lo stesso effetto per tutti i votanti, per cui rispetto ad essa esiste un rapporto di strumentalità fra gli interessi dei votanti e dunque un loro interesse comune, che giustifica la soggezione della minoranza dissenziente alla volontà maggioritaria»; D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II, 341, «il richiamo al principio di maggioranza … ha senso con riguardo alla formazione della volontà di una collettività chiamata a gestire un interesse comune e definita in virtù appunto del carattere comune dell'interesse di cui si tratta. Non ha senso quando più soggetti, semplici o complessi, regolano contrattualmente interessi tra loro confliggenti»; GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione – Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, 204; MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, 61 ss.

Nell'ambito delle società quotate, tale comunanza di intenti potrebbe rivelarsi tutt'altro che stabile. Secondo un affermazione ricorrente, le divergenti prospettive di investimento di ciascun azionista si traducono in una frammentazione dell'interesse sociale[261]. Con maggiore frequenza, in altri termini, una decisione assunta dall'assemblea può finire per contrapporre i diversi azionisti, in virtù delle loro preferenze concrete. Si immagini la delibera assembleare con la quale il socio di controllo nega la distribuzione degli utili in una prospettiva di reinvestimento e sviluppo dell'impresa: da una parte, gli azionisti che intende capitalizzare i risultati d'esercizio e disinvestire; dall'altra, i soci che prediligono prospettive di lungo termine. In queste ipotesi, l'operatività del criterio di maggioranza non è pregiudicata. La decisione persegue in ogni caso una finalità che accomuna astrattamente tutti gli azionisti: massimizzare la redditività dell'impresa e il valore di mercato della partecipazione azionaria[262]. La delibera è assunta nella convinzione di un beneficio collettivo e diviene "sfavorevole" *ex post*, soltanto assumendo la prospettiva dei singoli azionisti e delle loro specifiche esigenze di investimento.

I termini della questione mutano radicalmente in presenza di una delibera assembleare avente ad oggetto la revoca della quotazione. Qui, è noto che la decisione dell'azionista di controllo sia animata dall'intento di incrementare l'efficienza dell'impresa e il valore azionario, ricorrendo a fonti di finanziamento alternative al mercato dei capitali. Nel contempo, è ormai noto che la revoca della quotazione tende a produrre un deprezzamento del valore del titolo azionario, dovuto alla perdita dei benefici associati alla quotazione. Vengono, così, a contrapporsi due posizioni meritevoli di tutela: da una parte, l'interesse alla redditività della partecipazione tramite il *delisting*; dall'altra, l'interesse alla conservazione della quotazione e dei benefici associati.

Ciò che in questo caso non consente di identificare una consueta divergenza di vedute all'interno della compagine azionaria è il fatto che il pregiudizio agli azionisti di minoranza non sorge nell'ottica delle loro preferenze concrete, ma è strutturalmente intrinseco alla delibera di *delisting*. L'azionista di controllo può stimare fin da subito l'effetto sfavorevole che sarà

---

[261] Per tale rilievo, JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato(quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 798; GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d.* whitewash *nelle società aperte*), in DI CATALDO - MELI - PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini - Tomo I*, Milano, 2015, 275, 277 e 291; GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *Riv. dir. soc.*, 2022, 39.

[262] Per l'idea che nelle società quotate, l'interesse sociale non è soltanto costituito dall'efficienza della gestione e dalle prospettive reddituali, ma ricomprende anche la valorizzazione del valore di mercato: JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato(quarant'anni dopo)*, cit., 800 ss.; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, cit., 138 ss.; GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 396.

creato dalla delibera assembleare. Il risultato ultimo è l'impossibilità di riconoscere nel momento deliberativo votato al *delisting* quella comunanza di interessi necessaria a fondare il ricorso al principio di maggioranza. Una circostanza, questa, che l'ordinamento conosce e che, tuttavia, regola diversamente. Infatti, quando la delibera assembleare è in grado di creare un pregiudizio selettivamente destinato alle posizioni estranee alla sfera di controllo, la legge modifica l'operatività del criterio di maggioranza, ricorrendo a meccanismi deliberativi – come la regola di *whitewash* (art. 11, co. 3, Regolamento OPC)[263] o la votazione degli azionisti di categoria (artt. 2376 c.c. e 146 TUF)[264] - in grado di ripristinare separatamente all'interno di essi la dovuta comunanza di interessi. Di qui, la conclusione che, nell'ipotesi del *delisting* puro, la tutela effettiva delle minoranze richiede qualcosa di più rispetto al principio di maggioranza e ai suoi quozienti deliberativi rafforzati.

6. *L'impugnazione della delibera assembleare come strumento di tutela. Critica.*

Nell'assenza di una procedura in grado di governare *ex ante* l'estrazione di benefici privati, l'interprete potrebbe essere indotto a ricercare nella prospettiva dell'*enforcement* un ultimo baluardo in grado di impedire il perfezionamento delle condotte espropriative. In dottrina si è infatti riscontrata una *property rule* nel potere di impugnare la delibera assembleare assunta illegittimamente[265]. Più precisamente, l'annullamento della delibera sarebbe capace di sterilizzare *ex post* il voto espresso dall'azionista di controllo, consentendo alla minoranza di «esercitare quel potere di veto che gli sarebbe stato precluso in presenza di una delibera legittima»[266]. La

---

[263] GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 16; GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali*, cit., 277, rilevando che il meccanismo del *whitewash* si spiega per il fatto che la funzione del metodo collegiale e gli ordinari modelli di amministrazione e repressione degli abusi non funzionano nel contesto delle società quotate in cui esiste «una situazione di immanente tensione e contrasto tra gli interessi degli azionisti - interessi non formalizzati in "categorie" e tuttavia socio-economicamente tipici o tipizzabili» che aspirano a coesistere e ciascuno a realizzarsi nella cornice della s.p.a.»; PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 1372, per cui, in applicazione del *whitewash*, «l'interesse sociale si identifica con quello condiviso tra maggioranza assoluta e maggioranza dei soci non correlati».

[264] Enfatizzando il valore protettivo di tale *iter* formativo della volontà sociale, per tutti, COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni - tomo III*** (diretto da Colombo - Portale), Torino, 1993, 504 ss.

[265] Con tale specifico linguaggio, ENRIQUES-ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, cit., 3.

[266] ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni – vol. 3*** (diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale), Torino, 1993, 276. *Adde* NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 887,

minaccia della caducazione degli effetti produrrebbe inoltre una forza deterrente, che consente di sopperire all'assenza di presidi *ex ante* e riequilibrare la misura dei benefici privati[267].

Vengono così in rilievo due tradizionali rimedi societari in grado di sanzionare la condotta illegittima dell'azionista di controllo: (1) l'impugnazione per violazione del divieto di conflitto di interessi *ex* art. 2373 c.c. e (2) l'azione di annullamento per abuso di maggioranza. Si procede a verificare l'effettività di tali rimedi alla luce delle specifiche caratteristiche che contraddistinguono il *delisting* puro.

7. (segue) *Il conflitto di interessi*

Come noto, i capisaldi sulla quale si fonda il regime giuridico di cui all'art. 2373 c.c. sono (1) la presenza di un interesse extrasociale in conflitto con l'interesse sociale; (2) il voto determinante dell'azionista titolare dell'interesse extrasociale e (3) l'esistenza di un danno potenziale alla società[268]. In presenza di tali condizioni, la legge non impone al socio una astensione preventiva dalla votazione, ma prospetta la sanzione demolitoria, consentendo all'azionista danneggiato di impugnare la delibera e domandarne l'annullamento. Fermo il ruolo determinante del voto, la prima verifica da svolgere consiste esattamente nell'accertamento di una situazione conflittuale, che sussiste quando «il socio è posto nell'alternativa di privilegiare l'interesse sociale o al contrario quello personale»[269]. Più precisamente, l'interesse si configura come extrasociale quando si pone in contrasto con lo scopo lucrativo condiviso da tutti i soci (tesi contrattualista unitaria), con l'insieme degli interessi riconducibili all'attività societaria ricavabili dalla legge e dallo statuto (tesi contrattualista pluralista) oppure con la tutela del patrimonio sociale e la sua destinazione all'efficienza dell'azione societaria (tesi istituzionalista)[270].

---

secondo cui «il potere di impugnazione costituisce in realtà il *pendant* dello stesso principio di maggioranza».

[267] Sul punto, DE ANGELO - DE ANGELO - RICE, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, cit., 377: «the ability to delay or stop a going-private transaction in the courts … should enable minority stockholders to extract some portion of the productive gains from going private».

[268] Sui presupposti applicativi, fra i tanti, v. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 107 ss.; CIRENEI, sub *art. 2373 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società - Vol. 2* (diretto da d'Alessandro), Padova, 2010, 770 ss.; ABRIANI, *L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale - Vol. 4** (diretto da Cottino), Padova, 2010, 508 ss.; SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e* Business Purpose, in *Riv. soc.*, 2022, 322 ss., spec. 334 e 336.

[269] MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. 3*, Torino, 2024, 456.

[270] Per una sintesi di tali posizioni, v. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 3*** (diretto da Colombo – Portale), Torino, 1993, 32.

Come attentamente affermato in dottrina, l'interesse sociale non è tuttavia un concetto unitario, applicabile a prescindere dall'oggetto della delibera assembleare, ma richiede di essere declinato alla luce della specifica operazione che l'assemblea è chiamata ad approvare[271]. Declinato nell'ambito del *delisting* puro, l'interesse sociale si riassume nell'incremento dell'efficienza dell'attività di impresa e dell'organizzazione societaria o, se si preferisce, nella volontà del socio di controllo di ricorrere a nuovi canali di finanziamento, intraprendere nuove sinergie operative e risparmiare i costi diretti e indiretti associati alla quotazione.

In questi termini, l'interesse di cui è portatore il socio di controllo è di per sé idoneo ad allinearsi con l'interesse della società. A seconda della visione che si predilige, l'interesse perseguito dall'azionista di controllo si presenta astrattamente compatibile con lo scopo lucrativo, il programma societario o l'esigenza efficientista dell'impresa. Al più, come osservato in precedenza, si assiste a una opposizione interna tra diverse declinazioni dell'interesse sociale, che tuttavia non assume alcun rilievo ai fini dell'accoglimento della tutela reale. Per tale ragione, viene meno la possibilità di identificare un conflitto extrasociale tale da fondare l'azione di annullamento *ex* art. 2373 c.c. e con essa viene meno anche la possibilità di identificare in tale rimedio una *property rule* idonea a contrastare l'estrazione di benefici privati nell'ambito del *delisting* puro.

8. (segue) *L'abuso di maggioranza*

La ricomprensione dell'interesse dell'azionista di controllo nella sfera degli interessi sociali non preclude la possibilità di esperire l'azione di annullamento della delibera assembleare fondata sull'abuso di maggioranza, come autorevolmente sostenuto con specifico riferimento al *delisting* puro[272].

---

[271] Con un *focus* particolare sulle operazioni straordinarie, sul punto, R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*,* Milano, 2010, 136, secondo cui «l'interesse sociale è uno strumento concettuale utilizzato per la soluzione di alcuni problemi interpretativi e non necessariamente di esso va adottata un'unica nozione da applicare in modo meccanico alle soluzioni delle differenti questioni in relazione alle quali il legislatore (o l'interprete) ritiene di ricorrere a questo strumento»; analogamente, M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders, cit., 184.

[272] In tal senso, anteriormente all'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* c.c., GUERRERA, *Abuso del voto e "controllo di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002, I, 280 S., per cui «l'impugnazione della deliberazione per "abuso di potere" … rappresenterà la via maestra per contestare la deliberazione di esclusione *tout court* dalle negoziazioni di borsa»; similmente, PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 3*** (diretto da Colombo – Portale), Torino, 1993, 163, il quale afferma che tale rimedio trova applicazione quando si dimostri che la delibera «sia stata approvata in presenza di un altro interesse sociale» e non possano, pertanto, trovare applicazione le regole in materia di conflitto di interessi.

Nell'ambito dei limiti esterni al diritto di voto del socio, l'annullamento della delibera per abuso di maggioranza consente di presidiare condotte opportunistiche che non siano sorrette da un interesse giuridicamente apprezzabile. Tale istituto, frutto di elaborazioni giurisprudenziali e dottrinali, è stato interpretato in due distinte modalità in base all'oggetto danneggiato. Secondo una prima posizione, riconducibile alla matrice contrattualistica e all'applicazione del canone di correttezza e buona fede in ambito societario, l'abuso di maggioranza integra una condotta fraudolenta animata dall'esclusivo intento di arrecare un danno al socio di minoranza[273]; secondo una diversa ricostruzione, largamente influenzata dal diritto amministrativo, l'esercizio del diritto di voto deve essere funzionalizzato al perseguimento dell'interesse sociale e l'abuso si riflette nel danno arrecato all'efficienza dell'impresa[274].

Ammesso che la distinzione teorica mantenga un proprio significato pratico[275], il diverso inquadramento concettuale conduce a un diverso contenuto dell'onere probatorio che il socio di minoranza deve adempiere per

---

[273] Si esprimono in questo senso, *ex multis*, CARRARO, *Abuso e frode nel diritto societario*, Milano, 2021, 86; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, vol. 2, Torino, 2020, 337; STELLA RICHTER *jr*, *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm*., 2018, 360 s.; CERRAI - MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993, 73 ss.; PREITE, *L'abuso come violazione della correttezza e buona fede*, in *Trattato delle società per azioni*, vol. 3**, diretto da Colombo - Portale, Torino, 1993, 93 ss.; GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, 276 ss. e 304 ss.; GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, vol. 16, diretto da Rescigno, 1985, 383 s.; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964, 192 s.; In giurisprudenza, Trib. Milano, 4 marzo 2021, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it* e Trib. Milano, ord., 19 novembre 2021, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

[274] In questi termini, LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, 359 ss., per cui qualsiasi deliberazione che presenti un'incompatibilità assoluta con qualsivoglia criterio di efficiente gestione dell'impresa a scopo lucrativo è da ritenersi viziata per non conformità alla legge» (secondo gli Autori, è il caso dello scioglimento anticipato e immotivato di società in condizioni economiche floride). Analogamente, MIRONE, *L'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale. Diritto delle società*. *Vol. 3*, Torino, 2024, 459 ss.; MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 1968, 71 ss.; BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967, 310 ss.; di recente, funzionalizza l'esercizio di voto all'interesse dei creditori, G. MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società*, Milano, 2014, 85 ss.

[275] La giurisprudenza non sembra, infatti, del tutto propensa ad assumere una chiara posizione in merito all'inquadramento dogmatico dell'abuso di maggioranza. In tal senso, sembra ammettere la cumulabilità dei due rimedi: nella giurisprudenza di legittimità, Cass. Civ., 29 settembre 2020, n. 20625 e Cass. Civ., 12 dicembre 2005, n. 27387; nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Ancona, 15 settembre 2020, n. 1098, in *OneLegale*; Trib. Roma, 30 aprile 2018, n. 8581, in *Dejure*. In dottrina, evidenzia tale aspetto MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, cit., 460, nt. 165, secondo cui «la giurisprudenza di legittimità usa invece spesso indifferentemente le figure dell'abuso di maggioranza, della violazione della buona fede e dell'eccesso di potere».

dimostrare la condotta abusiva. Secondo la teoria contrattualista, l'azionista di minoranza dovrà comprovare l'*animus nocendi* del socio di controllo, dimostrando l'assenza di un interesse reale nel *delisting* e il programma fraudolento volto a liquidare gli azionisti a un prezzo inferiore al valore reale della società. Secondo la teoria istituzionalista, il socio di minoranza dovrà invece comprovare l'esistenza di un pregiudizio alla consistenza patrimoniale e alla gestione efficiente dell'impresa, causato dall'operazione di *delisting*.

Davanti all'azione di annullamento, il socio di controllo potrà addurre nelle proprie difese la sussistenza di un vasto novero di motivazioni a supporto dell'operazione di *delisting*[276], così da comprovare l'esistenza di un interesse meritevole di tutela o l'incremento di efficienza apportato dall'operazione. Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui il socio di controllo affermi la necessità di assicurare alla società migliori condizioni finanziarie, stipulando un contratto di finanziamento con un fondo di *private equity*. Oppure all'ipotesi in cui il socio voglia perseguire una gestione dell'impresa più efficiente e flessibile, superando gli oneri normativi in tema di *governance* o trasparenza. Ancora, all'ipotesi in cui il socio di controllo sia intenzionato a risparmiare i costi di quotazione percepiti da soggetti terzi (ad esempio, il gestore del mercato o i consulenti legali). Come si vede, le ragioni che l'azionista di controllo può indicare a tutela della propria scelta sono ampie, giuridicamente apprezzabili e difficilmente contestabili dal socio di minoranza alla luce delle informazioni limitate in suo possesso. Il piano probatorio diviene, così, un problema rilevante per l'effettività di tale rimedio impugnativo.

Ancor più profondamente, le difficoltà per le minoranze sono destinate ad assumere connotati strutturali. Secondo la dinamica del *freezeout*, la condotta abusiva si realizza nelle condizioni economiche deteriori, che sono imposte all'azionista di minoranza. Tuttavia, l'operazione di *delisting* non è mai condotta senza una giustificazione imprenditoriale. Sarebbe, del resto, quanto mai improbabile predicare un comportamento irrazionale dell'azionista di controllo che decide di revocare la quotazione per danneggiare interamente la redditività dell'impresa. Il comportamento abusivo è sempre elemento accessorio di una operazione in sé legittima. Il problema è che tale configurazione neutralizza in partenza l'impugnazione per abuso di maggioranza: l'abuso non può costituire l'*unica* motivazione che giustifica la revoca della quotazione (contrattualismo), né la produttività dell'impresa è di per sé messa in pericolo dalla scelta di perseguire altri canali di finanziamento (istituzionalismo).

[276] In particolare, la difesa dell'azionista di controllo sarà ancor più efficace là dove sia in grado di indicare una pluralità di motivazioni coesistenti.

9. *Sintesi dei risultati e piano della trattazione*

Giunti a questo punto, si rende necessario tracciare alcune considerazioni conclusive, in modo da consentire di eseguire "in sicurezza" il successivo svolgimento dell'itinerario argomentativo. Il primo Capitolo ha preso le mosse dalla constatazione di una dissonanza tra la ricostruzione dottrinale favorevole all'ammissibilità del *delisting* puro e la prassi di mercato del tutto priva del suo utilizzo, alla luce del "filtro" esercitato dal gestore del mercato regolamentato e dall'autorità di vigilanza, chiamate a disporre la revoca della quotazione.

Come osservato, le ragioni di tale diniego investono un duplice profilo: gli interessi di mercato e gli interessi endosocietari. Nella prima prospettiva, è emersa l'inidoneità della delibera assembleare a collocarsi nel binomio alternativo tra la rarefazione del flottante come condizione di revoca della quotazione e tra la presenza di una vicenda societaria cui l'ordinamento accordi in sé una particolare valenza organizzativa e imprenditoriale. Nella seconda prospettiva, la disciplina del *delisting* puro - negli attuali termini configurati dalla combinata tutela garantita dall'assemblea straordinaria e dal diritto di recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c. - non può essere ritenuto una modalità satisfattiva di composizione della dialettica endosocietaria. Il confronto con i regimi giuridici applicabili all'opa con finalità di *delisting* e alla fusione che comporta la revoca della quotazione hanno delineato i contorni del problema. Nell'impostazione originaria, il *delisting* pone un problema di liquidità e deprezzamento della partecipazione azionaria, conseguente alla perdita di una sede regolamentata che ne faciliti l'agevole dismissione. Tale esigenza continua a permanere. Eppure, la configurazione di una vera e propria disciplina sostanziale dettata per l'opa da *insider* e l'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate per le ipotesi di fusione ha dato conto dell'emersione di un nuovo e predominante angolo visuale dal quale osservare il problema: le condotte espropriative del socio di controllo. Più precisamente, le operazioni di *delisting* assumono tali connotati quando l'azionista di controllo è in grado di liquidare forzatamente il socio di minoranza secondo un prezzo inferiore al valore reale delle azioni.

Coerentemente con questa impostazione, segue la seconda annotazione in punto di disciplina e tutela dell'azionista esterno. A fronte di un problema contraddistinto in prima battuta da condotte espropriative, non è sufficiente garantire una via d'uscita ai soci di minoranza. La regolamentazione dell'opa interna disvela la centralità del meccanismo referendario - appositamente presidiato da alcuni accorgimenti sul piano informativo e comportamentale - come strumento in grado di ostacolare l'adozione dell'operazione realizzata secondo modalità espropriative e coercitive. Nella stessa prospettiva, l'inquadramento della fusione come operazione con parte correlata consente di bloccare l'operazione di *delisting*: strutturalmente, secondo il veto degli amministratori indipendenti; eventualmente, secondo la tecnica del *whitewash* assembleare. La minaccia

di tale potere di veto è inoltre in grado di ripristinare – pur con toni imperfetti[277] – una forma di negoziazione in grado di favorire la formazione di condizioni dell'operazione congrue e satisfattive[278]. In questi termini, le motivazioni di natura imprenditoriale e le condizioni economiche unilateralmente dettate dal socio di controllo divengono oggetto di un meccanismo decisionale in grado di equilibrare i rapporti di forza interni secondo il paradigma della *property rule*.

Con ciò non si vuole, tuttavia, fermarsi alla convinzione che il *delisting* nella sua forma pura sia destinato esclusivamente alla sfera delle operazioni di mercato e, dunque, al perimetro delle offerte pubbliche d'acquisto[279]. Il secondo Capitolo dimostra l'esistenza di margini interpretativi per procedere ad una ricostruzione della disciplina del *delisting* mediante delibera assembleare, in grado di assecondare gli interessi di

---

[277] Nell'ambito dell'opa, le norme introdotte da Consob non hanno previsto un vero e proprio potere negoziale in favore degli amministratori indipendenti, tramite i quali essi siano in grado di intervenire nelle trattative. Né è stato introdotto un vero e proprio *voting requirement*. Nell'ambito dell'opa con finalità di *delisting*, tali proposte era stata avanzata da POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 484 ss. e 493 ss. L'applicazione di un meccanismo di *voting requirement* è auspicata anche da ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 674 e CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, cit., 131 s. (in sostituzione dell'istituto della riapertura dei termini). Nell'ambito della fusione come operazione con parte correlata, gli amministratori indipendenti non possono decidere il compimento dell'operazione né, soprattutto, guidare le trattative: STELLA RICHTER JR, *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, cit., 874 s. (per non alterare il loro ruolo non esecutivo e preservare la loro indipendenza nel prosieguo dell'attività gestoria; possono fornire un parere vincolante e assistere alle trattative).

[278] Sul punto, v. POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 477, per cui la regolamentazione intende favorire procedure in cui «le parti possano dispiegare un potere negoziale di forza comparabile» o, in altri termini, «sostenere procedure che portino alla determinazione di un prezzo finale offerto agli azionisti di minoranza il più possibile prossimo al prezzo che parti informate e libere di trattare nel proprio esclusivo interesse riterrebbero reciprocamente equo». Similmente, GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., 804, per cui «requiring an independent negotiating committee and more rigorous judicial review serves to ensure that the non-controlling shareholders receive some portion of the gain that would result from bargaining in a bilateral monopoly»; CARNEY, *Fundalmental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, in 5(1) *American Bar Foundation Resarch Journal* (1980), 110: «The effort, in short, is to make the market work to facilitate freely bargained transactions. It is presumed that take-overs effected in such settings, whether by merger or a tender offer followed by a merger, will result in a more valuable firm and greater benefits to the shareholders in the aggregate»; DE ANGELO - DE ANGELO - RICE, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, cit., 376: «Given an effective threat of veto, managers will be forced to share a portion of any productive gains from going private with minority stockholders».

[279] Così, invece, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., 563, secondo cui «se la quotazione in borsa riguarda in primo luogo il mercato, è necessario per la sua eliminazione un fatto che nel medesimo si realizza».

mercato e la tutela delle minoranze, secondo un rapporto di pari livello che impone la convivenza di entrambe le prospettive.

Capitolo II

LA RICOSTRUZIONE DELLA DISCIPLINA DELLA DELIBERA ASSEMBLEARE

SOMMARIO: 1. I confini della ricostruzione: interessi di mercato e interessi endosocietari. - 2. L'incremento dei quozienti deliberativi in via statutaria. - 3. Il *whitewash* assembleare. - 4. Dalla vicenda tipica all'onere motivazionale. - 5. L'applicazione analogica della disciplina in materia di OPC. - 6. (segue) L'esclusiva applicazione delle regole dettate per le operazioni di maggiore rilevanza. - 7. Il parere degli amministratori indipendenti. - 8. (segue) L'interesse della società nel compimento dell'operazione. - 9. (segue) La correttezza sostanziale dell'operazione. – 10. I profili di trasparenza.

1. *I confini della ricostruzione: interessi di mercato e interessi endosocietari*

Ora che ci si accinge a procedere con l'integrazione della lacuna normativa in materia di *delisting* puro, deve tenersi a mente che tale attività ricostruttiva è costretta a muoversi entro due confini precisi. Anzitutto, la tutela delle minoranze impone l'adozione di un meccanismo consensuale in grado di sottrarre la disponibilità dell'operazione al socio di controllo. Sotto un diverso profilo, il rispetto degli interessi di mercato si traduce nell'impossibilità di ammettere una delibera assembleare che pregiudichi il mercato regolare senza aver conseguito la rarefazione del flottante o aver giustificato la propria valenza imprenditoriale.

Adottando come approccio di base la dimensione societaria, si procede ora a esaminare le possibili declinazioni della *property rule* all'interno del contesto deliberativo assembleare, verificando l'ammissibilità della soluzione, l'effettività della tutela e la compatibilità con gli interessi pubblicistici. Nello svolgere tale compito, si assumono come punto di riferimento i meccanismi di protezione osservati nel precedente Capitolo in sede di opa e fusione con finalità di *delisting*.

2. *L'incremento dei quozienti deliberativi in via statutaria*

Con riferimento alla disciplina dell'opa con finalità di *delisting*, la prima tecnica di tutela consiste nel meccanismo referendario che richiede il consenso all'operazione da parte di un numero di azionisti pari ad almeno il novanta per cento del capitale sociale. Per tale ragione, si potrebbe ipotizzare di mutare il metodo referendario nel metodo collegiale che caratterizza il contesto deliberativo e trasporre tale *quorum* in una "supermaggioranza" assembleare. In una prospettiva endosocietaria, tale quoziente assembleare sarebbe idoneo a integrare una *property rule*, consentendo agli azionisti esterni di aggregare più agevolmente una minoranza di blocco da opporre alla volontà del socio di controllo.

Lo strumento deputato a questo scopo è l'autonomia statutaria, con la quale l'azionista di controllo potrebbe innalzare i quozienti deliberativi di fonte legale in misura pari al novanta per cento del capitale sociale (c.d. clausola di salvaguardia)[280]. Tuttavia, un duplice ordine di argomenti preclude in radice tale possibilità. Anzitutto, la dottrina concorda sulla conclusione che la deroga in aumento dei *quorum* deliberativi non può mai modificarne il denominatore, che la legge fissa nel capitale rappresentato in assemblea *ex* art. 2368, co. 2, c.c.[281]. Inoltre, l'ampliamento dell'autonomia statutaria incontra in ogni caso un limite nell'inammissibilità di clausole di unanimità o quasi-unanimità[282]. Lo statuto non può, infatti, introdurre clausole «che impongano, per l'adozione della deliberazione, l'unanimità dei consensi o comunque maggioranze paralizzanti»[283]. Un *quorum* deliberativo pari al novanta per cento del capitale rappresentato in assemblea pone, pertanto, una seria minaccia alla facilità deliberativa[284] della società. Una prevalenza, in

---

[280] Con tale espressione si intendono «quelle previsioni statutarie intese a derogare in senso rafforzativo le regole legali in materia di quorum *deliberativi* assembleari»: così, PEDERZINI, *Variazioni in tema di modifica delle "clausole di salvaguardia" e interpretazione degli statuti di società*, in *Giur. comm*., 2017, I, 523. Tali clausole sono finalizzate a favorire una «istanza fortemente partecipativa» in modo da «ampliare la base del consenso con lo scopo di mettere le minoranze al riparo» da condotte opportunistiche della maggioranza (*ibidem*).

[281] Nelle società quotate, peraltro, la dottrina concorda nel ritenere che i *quorum* deliberativi non possono essere derogati con riferimento al loro denominatore: BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999, 498, 501 e 505; R. SANTAGATA, sub *art. 126 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*** (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002, 1036. In questi termini, non sarebbe possibile sostituire il riferimento al capitale rappresentato in assemblea con quello al capitale sociale.

[282] NOTARI, *Regole statutarie sul funzionamento dell'assemblea*, in *Riv. not*., 2002, I, 580 s., secondo cui, al di là di tale ipotesi, è consentito elevare i *quorum* costitutivi e deliberativi); OLIVIERO, *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea della società per azioni*, in *Riv. not*., 2003, I, 871, per cui il voto unanime è il limite all'autonomia statutaria; in passato PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit., 169 e 203 ss. In giurisprudenza, Cass. Civ., 13 aprile 2005, n. 7663, per l'idea che gli unici limiti all'autonomia statutaria sono la regola dell'unanimità e gli specifici oggetti della delibera assembleare *ex* art. 2369, co. 4, c.c.

[283] SERRA, *Il procedimento assembleare,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum Gian Franco Campobasso - *tomo 2* (diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale), 2006, 62. Più specificamente, la regola dell'unanimità sarebbe in contrasto con il dato letterale – là dove si riferisce pur sempre a una «*maggioranza* più elevata» (art. 2368, co. 2, c.c.) - e con il dato sistematico per cui la riforma del diritto societario ha inteso privilegiare la facilità deliberativa. Nello stesso senso, MARTORANO, Quorum *costitutivi e* quorum *deliberativi nelle assemblee di società a responsabilità limitata: regime legale ed autonomia statutaria,* in *Riv. soc*., 2009, 39 s. Con riferimento all'illegittimità di clausole di c.d. quasi-unanimità, v. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit., 170: «proprio perché unanimità e "maggioranza elevatissima" praticamente si equivalgono, quest'ultima deve essere equiparata al regime giuridico dell'altra, anziché operarsi il procedimento inverso»; nello stesso senso, CLERICÒ, *Le clausole di salvaguardia e le maggioranze necessarie per la loro eliminazione*, nota a Trib. Reggio Emilia, 2 dicembre 2005, in *Riv. not*., II, 2007, 686.

[284] Per l'elaborazione di tale principio e della sua capacità di restringere il potere di aumentare i *quorum* assembleari, PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit.,

favore di tale interesse, che trova un riscontro sistematico nella graduale «erosione dell'area dei cd. diritti individuali o indisponibili della maggioranza»[285] e che forse si accentua nel contesto delle società quotata, dove l' istanza di efficienza e produttività dell'impresa diviene ancor più marcata[286].

In alternativa, si potrebbe ipotizzare di inserire una clausola statutaria che richiede il consenso in misura pari al novanta per cento del capitale rappresentato in assemblea. Nei fatti, una tale soluzione avrebbe l'effetto di riprodurre il regime previsto per il mercato di crescita, là dove è previsto che «la revoca» della quotazione «deve essere subordinata all'approvazione di non meno del 90% dei voti degli azionisti riuniti in assemblea» (art. 41, Regolamento Emittenti EGM)[287].

---

203 ss. Cfr. però in senso contrario a una limitazione degli spazi di autonomia statutaria giustificata dalla «sopravvivenza della società» come «*interest rei publicae*»: D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 42.

[285] SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, cit., 343. L'Autore riscontra un ulteriore indice testuale in favore della facilità deliberativa nell'«esplicito limite dettato dalla legge per quanto concerne il possibile rafforzamento dei *quorum* relativi alle cd. delibere essenziali» (art. 2369, co. 4, c.c.).

[286] Da un lato, nelle grandi società quotate a proprietà diffusa, appaiono inconcepibili decisioni all'unanimità o diritti invulnerabili delle minoranze fissati nello statuto perché si tratta di «figure astratte, non riconducibili a un attuale, concreto interesse», PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, cit., 154. Sotto un diverso profilo, «solo … una compagine ristretta e una partecipazione attiva all'iniziativa comune [sono] idone[e] a garantire che le eventuali deroghe *in maius* ai *quorum* legali rispondano alla funzione di promuovere un'attività dell'ente ponderata, rappresentativa e coerente, e non si trasformino, al contrario, in meri ostacoli alla vitalità stessa dell'organismo», BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, cit., 36, nt. 32. V. anche FANTI, *Diritto di informazione del socio e modificabilità a maggioranza delle cd. clausole di salvaguardia*, nota a Trib. Reggio Emilia, 2 dicembre 2005, in *Società*, 2006, 1262.
Invero, la presenza del mercato potrebbe «giustificare sia la limitazione sia l'ampliamento dell'operatività della autonomia statutaria»: FERRI JR, *L'autonomia statutaria nel Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): prime considerazioni*, in *Riv. not*., 1999, I, 1115. Nella seconda prospettiva, si deve considerare che la maggior derogabilità statutaria favorirebbe il «ruolo di selezione delle regole che il mercato, in tal caso, risulterebbe chiamato a svolgere» (FERRI JR, *op. cit*., 1113, richiamando la teoria americana del *nexus of contract*). Per tale teorica prospettazione, v. anche SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria,* in *Riv. dir. civ*., 2004, 71, per cui «in un'ottica favorevole alla *deregulation* si ritiene che gli amministratori … saranno incentivati a promuovere sistemi di *corporate governance* efficienti e approvati dal mercato».

[287] V. inoltre l'ulteriore precisazione per cui «la soglia del 90% identificata in questo articolo si riferisce alla percentuale di voti esprimibili (e non il 90% della categoria degli strumenti finanziari) rispetto a qualsiasi categoria di strumenti finanziari Euronext Growth Milan» (art. 41, Linee Guida, Regolamento Emittenti EGM). In dottrina, v. sul punto, FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm*., I, 2022, 825; ANNUNZIATA, *MTF di crescita e PMI: tra incentivi, autonomia statutaria e regole di mercato*, in COSTA - MIRONE - PENNISI - SANFILIPPO - VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale*

Anche una tale clausola incontra sin da subito un problema di legittimità. Autorevole dottrina ha, infatti, affermato l'inderogabilità dei *quorum* deliberativi sulla base del tenore letterale e dell'evoluzione storica della disciplina. Il dettato normativo di cui all'art. 2368, co. 2, c.c. non contempla alcuna facoltà di incrementare i quozienti deliberativi e tale silenzio è particolarmente rilevante se si considera che tale opzione era espressamente prevista nella precedente versione di cui all'art. 126 TUF[288]. L'inderogabilità in aumento di tale *quorum* assembleare sarebbe più profondamente giustificata dall'esigenza di non alterare la valutazione compiuta dal legislatore nel compito di stabilire un punto di equilibrio tra le istanze di facilità deliberativa e di rappresentatività azionaria[289].

Si potrebbe, però, prediligere una interpretazione più favorevole all'autonomia statutaria, motivata dall'assenza di un divieto espresso[290]. Anche in questo caso, un nuovo ostacolo si frappone al riconoscimento della clausola statutaria. Come si è visto, il rispetto degli interessi di mercato richiede che una vicenda societaria possa imporre lo stato di illiquidità soltanto là dove presenti una chiara natura imprenditoriale. Una delibera assembleare di *delisting* non è di per sé idonea a manifestare il necessario valore riorganizzativo.

Né tale esigenza potrebbe essere derogata in via eccezionale in presenza di una supermaggioranza. Come osservato in dottrina[291], gli interessi del mercato sarebbero destinati a recedere di fronte a una manifestazione di consenso pressocché totalitaria. Una affermazione che tende a identificare nell'«assenso generale e concorde dell'unanimità dei soci»[292] il criterio per

---

per Vincenzo Di Cataldo - Vol. II - Tomo I, Torino, 2021, 12; STELLA RICHTER JR, *Parere in tema di* delisting *dall'AIM Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 106 ss.

[288] LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, 143, nt. 3; MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, cit., 433, nt. 59. Per un cenno in merito alla facoltà di richiedere una maggioranza più elevata in sede statutaria, nel regime *ex* art. 126 TUF, FERRI JR, *L'autonomia statutaria nel Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari*, cit., 1126; PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze e autonomia statutaria,* in *Riv. soc*., 2001, 628.

[289] LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 143, nt. 3. Più di recente, MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - tomo III*, Torino, 2024, 433.

[290] BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia - vol. 4* (diretto da Picozza - Gabrielli), Padova, 2008, 866, secondo cui tali clausole sarebbero «valutate con favore dal legislatore, in quanto idonee ad assecondare l'esigenza partecipativa, e quindi ad offrire maggiore tutela alla posizione dei risparmiatori»; nello stesso senso, TASSINARI, sub *artt. 2368-2369 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società - Vol. 2 - Tomo I* (diretto da d'Alessandro), Padova, 2011, 637.

[291] Così, invece, v. STELLA RICHTER JR, *Parere in tema di* delisting *dall'AIM Italia*, cit., 114 ss., per l'idea che l'imposizione di un *quorum* assembleare rafforzato si giustifica proprio come controbilanciamento all'assenza di una *ratio* imprenditoriale dell'operazione.

[292] SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, cit., 68, secondo cui la Camera di commercio avrebbe potuto rigettare la domanda della società «sulla base di un

ottenere liberamente la revoca della quotazione. Il problema sta esattamente in questo punto. Il consenso quasi-unanime deve essere raccolto *effettivamente*: una condizione che, con ogni probabilità, non può essere garantita da un meccanismo deliberativo che si accontenta di richiedere la votazione favorevole dei soggetti riuniti in assemblea. Si potrebbe giungere, per assurdo, alla circostanza in cui il *delisting* puro è legittimamente approvato in unica convocazione con il *quorum* rafforzato calcolato sulla base del venti per cento del capitale sociale riunito in assemblea (= 18% del capitale sociale).

Tali limiti non possono, da ultimo, essere superati ricorrendo all'analogia con la disposizione di cui all'art. 41, Regolamento Emittenti EGM. In questo caso, in effetti, potrebbe verificarsi una situazione analoga a quanto appena descritto. Tuttavia, come frequentemente ripetuto, una *multilateral trading facility* si caratterizza per una profonda divergenza rispetto al mercato regolamentato: la quotazione costituisce esclusivamente un fatto negoziale, in cui il rapporto tra gestore ed emittente è disciplinato dal regolamento di mercato e dalle previsioni statutarie di recepimento[293]. Coerentemente, gli interessi pubblicistici sono destinati a sbiadire in favore di una più ampia operatività dell'autonoma privata.

Esiste, inoltre, un ulteriore elemento in grado di confermare l'autonomia del sistema dettato per il mercato di crescita. In tale contesto, l'ammissione alla quotazione richiede «l'esistenza di un flottante minimo» pari ad «almeno il 10% del capitale» (art. 6, Linee Guida, Regolamento Emittenti EGM)[294]. Tale requisito consente la formazione di assetti proprietari in cui la partecipazione di controllo può raggiungere fino al novanta per cento del capitale sociale. Per tale ragione, le decisioni di revoca sono strutturalmente più facilitate a essere approvate tramite una partecipazione

giudizio di opportunità della tutela dell'interesse pubblico», salva l'ipotesi in cui si fosse riscontrato «l'assenso generale e concorde dell'unanimità dei soci». In senso dubitativo, v. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, 145 s., rilevando che la società di gestione del mercato avrebbe in ogni caso potuto opporre l'esigenza di favorire uno «sviluppo non asfittico» del mercato.

[293] Diversamente, la quotazione sul mercato regolamentato è un fenomeno ampiamente segnato dalla legge e dalle disposizioni regolamentari. Più approfonditamente, SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite della delibera assembleare: il c.d.* delisting *puro*, cit., 464.

[294] Cfr. invece le maggiori soglie richieste per l'ammissione al mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana: normalmente, il 25% del capitale sociale, elevato al 35% per la quotazione sul segmento STAR (art. 2.2.1, Regolamento Borsa Italiana).

effettivamente totalitaria[295], come confermato da alcuni rilevanti casi pratici[296].

In conclusione, la deroga in aumento dei *quorum* deliberativi non può trovare accoglimento, ora per ragioni prettamente dogmatiche, ora per la necessità di contemperare gli interessi di mercato, nella forma del "doppio binario" costituito dalla rarefazione del flottante o dalla natura imprenditoriale dell'operazione.

3. *Il* whitewash *assembleare*

L'inammissibilità di un *quorum* deliberativo particolarmente rafforzato conduce a volgere lo sguardo verso il modello valido per la fusione che comporta il *delisting*, alla luce della disciplina dettata per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. Viene qui in rilievo una *property rule* nella forma del *whitewash* assembleare[297], quale specifico meccanismo decisionale volto a «impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione» (art. 11, co. 3, Regolamento OPC)[298]. Secondo tale tecnica

[295] La probabile equiparazione tra capitale detenuto dal socio di controllo e soglia necessaria per la revoca della quotazione spiega, sotto un diverso profilo, la ragione per cui tale norma non può essere considerata una *property rule*. In altri termini, gli azionisti di minoranza non possono ritenersi protetti da un quoziente deliberativo che può risultare strutturalmente a disposizione del socio di controllo. È per tale ragione che - non trovando applicazione diretta l'art. 2437-*quinquies* c.c. - si condivide la posizione di quanti invocano una modifica del regolamento e l'introduzione di una tutela compensativa tramite diritto di recesso: così, FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, cit., 828 ss.; SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite della delibera assembleare: il c.d.* delisting *puro*, cit., 466 s. Per lo stesso motivo, deve essere rigettata la pur autorevole opinione di chi ritiene che la supermaggioranza prevista dal Regolamento non impone l'applicazione di strategie di *exit*: così, STELLA RICHTER JR, *Il recesso*, in *Trattato delle società - Tomo III* (diretto da Donativi), Torino, 2022, 1137, nt. 67. Allo stato attuale, la tutela dei soci di minoranza è rimessa alla sfera dell'autonomia privata. La prassi consente di osservare soluzioni volontarie adeguate (come il diritto di recesso *ex* art. 2437, co. 2, c.c. garantito agli azionisti di minoranza nel caso Jonix s.p.a.) e forme di protezione meno satisfattive (come l'assegnazione di *voucher* per la fruizione di esperienze turistiche nel caso Caleido Group s.p.a., in alternativa al disinvestimento).

[296] Si veda in particolare (1) la delibera assembleare votata da Costamp Group s.p.a., nella quale l'azionista di controllo era titolare di azioni in misura pari all'89,47% del capitale sociale; (2) la delibera assembleare votata da MP7 Italia, nella quale l'azionista di controllo era titolare di azioni in misura pari al 93,37% del capitale sociale. I dati sono reperibili presso *www.borsaitaliana.it*.

[297] Per tale rilievo, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2017, 396 s., secondo cui, quando il veto degli indipendenti richiede il *whitewash*, «la forma di tutela accordata all'*entitlement* assume i connotati netti di una *property rule*, conferendo ai soci di minoranza non correlati non solo il potere di rigettare integralmente l'operazione, ma anche un teorico potere di negoziare (indirettamente e informalmente) migliori condizioni economiche, ottenendo così un maggiore *surplus* dal compimento dell'operazione».

[298] Tale tecnica decisionale trova applicazione anche nelle operazioni di competenza gestoria *ex* art. 8, co. 2, Regolamento OPC. In questo caso, la devoluzione del potere deliberativo

decisionale, si ha una votazione unica[299] in cui al socio correlato non è preclusa il voto, ma l'adozione della delibera assembleare richiede un doppio *quorum* deliberativo[300] (= occorre conteggiare il voto maggioritario del capitale sociale e, nel contempo, il voto maggioritario degli azionisti di minoranza non correlati).

In funzione della ricostruzione della disciplina della delibera assembleare, si pone la necessità di stabilire se tale meccanismo possa trovare applicazione in via diretta o - al pari di quanto previsto nella disciplina delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza - in via subordinata al veto degli amministratori indipendenti[301]. Tale scelta potrebbe essere, in ultima istanza, dettata dalle preferenze dell'interprete nella fissazione del punto di equilibrio tra libertà imprenditoriale e tutela delle minoranze (lato societario). In questi termini, una applicazione diretta del meccanismo di *whitewash* asseconda la posizione di quanti ritengono necessaria una protezione particolarmente forte delle minoranze[302], mentre orienta in senso

---

all'assemblea integra il paradigma dell'autorizzazione assembleare *ex* art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.: ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011, 20; NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "*whitewash*" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 754. Per tale ragione, non è possibile condividere le affermazioni di critiche di quanti ritengono che tale devoluzione sia contraria all'esclusività dell'azione gestoria di cui all'art. 2380-*bis*, co. 1, c.c.: così, invece, SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, 735 ss.; FOSCHINI, *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391*-bis *del codice civile*, in *Studi per Franco di Sabato - Vol. III - Tomo I*, Napoli, 2009, p. 598. L'intervento dell'assemblea consente alla società di «evitare la perdita di affari vantaggiosi giudicati per errore negativamente dagli indipendenti, ed è dunque funzionale a garantire l'efficienza dell'azione gestoria»: HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], Milano, 2020, 158. Vi è, però, chi osserva le inefficienze associate al coinvolgimento dell'assemblea, «considerati i tempi ed i costi di attivazione della procedura nonché il pregiudizio reputazionale che può conseguire all'emersione esterna di tali dissensi», ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 19.

[299] Cfr. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni*, cit., 752, per cui «la votazione è unica e tutti i soci, correlati e non correlati, sono legittimati a prendervi parte e a votare, potendo esprimere liberamente il voto. Non si verifica … alcuna duplice votazione, né tanto meno alcuna duplicazione di riunioni assembleari o assemblee "separate"».

[300] ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 29: «la regola del *whitewash* non preclude al socio correlato … di votare, ma si limita ad aggiungere agli ordinari *quorum* occorrenti per l'adozione della delibera, un ulteriore *quorum* a carattere impeditivo»; nello stesso senso, PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, 1372. Non trova condivisione la posizione di BAGLIONI - GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, 732, per cui il socio correlato è tenuto all'astensione dal voto.

[301] Ai sensi dell'art. 11, co. 3, Regolamento OPC, il *whitewash* è richiesto quando «la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori».

[302] Tra questi, v. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit. 400 s., favorevole a un ampliamento dell'ambito di operatività del *whitewash*. Secondo l'Autore, «il meccanismo di

opposto chi privilegia una minor "intrusione" del gruppo di minoranza in favore di una maggior efficienza dell'azione societaria. Uno sguardo sistematico sembra, però, precludere un simile spazio di autonomia interpretativa.

Il meccanismo del *whitewash* non compare esclusivamente nel Regolamento OPC, trovando applicazione anche in altre fattispecie collocate all'interno della disciplina regolamentare che governa l'offerta pubblica d'acquisto[303]. Il dato comune a tali regole è costituto dal fatto che il voto espresso dai soci di minoranza è funzionale a determinare il loro regime di tutela. È questo il caso dell'art. 40-*bis*, co. 3, lett. *d*, Regolamento Emittenti, dove il voto dei soci non correlati produce l'effetto di disapplicare la riapertura dei termini, senza ostacolare il perfezionamento dell'opa interna. Similmente, si tratta delle numerose disposizioni in cui la votazione esclude l'applicazione della protezione garantita dall'opa obbligatoria quando: (1) l'offerente viene a detenere il sessanta per cento del capitale sociale e «l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza degli stessi», dal cui computo sono escluse le partecipazioni del socio di maggioranza e delle persone che agiscono di concerto (art. 107, co. 1, lett. *b*, TUF; c.d. opa preventiva); (2) la soglia è superata a seguito di una delibera di fusione o scissione, adottata «senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea» diversi dal socio che viene ad acquisire la partecipazione di controllo e da quanti agiscono di concerto (art. 49, co. 1, lett. *g*, Regolamento

---

whitewash è esattamente improntato alla neutralizzazione di questo conflitto di interessi, non certo a consegnare le sorti delle deliberazioni più rilevanti per la società nelle mani di una minoranza improvvisata»; inoltre, (1) non ci sono motivi «per sostenere l'inopportunità di tale rimedio preventivo dal punto di vista dei costi transattivi, trattandosi di ipotesi nelle quali l'organo assembleare è in ogni caso chiamato ad esprimersi e l'emittente è comunque tenuto a sostenere i costi economici e organizzativi del procedimento assembleare»; (2) il timore verso i «capricci di minoranze a loro volta *self-interested* e non adeguatamente rappresentative della volontà sociale» può essere «largamente ridimensionato dalla fissazione di aliquote di capitale minime» e da «fondati profili di abuso di minoranza, specialmente in presenza di un parere positivo del comitato parti correlate.

In senso critico rispetto alla configurazione complessiva del *whitewash*, M. BIANCHI, in AA.VV., *Seminario decreto legislativo 27/2010*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 964, appellando tale meccanismo come «blando perché è una misura che interviene solo in determinate condizioni»; CALANDRA BUONAURA, in AA.VV., *Seminario decreto legislativo 27/2010*, cit., 989 per cui si tratta di regola «di scarsissima applicazione pratica».

[303] Per una approfondita disamina, v. GUERRERA, "*Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (Considerazioni sul c.d.* whitewash *nelle società aperte)*, cit., 288 ss. Secondo l'Autore, «le decisioni in relazione a cui questo meccanismo opera, nelle società quotate o aperte, si configurano come "pericolose" per una parte dei soci, in quanto suscettibili di essere adottate dalla maggioranza … sostanzialmente "a discapito" degli altri azionisti»: o di riflesso, perché potenzialmente pregiudizievoli per la società, e quindi lesive della redditività e del valore delle partecipazioni, o direttamente, perché limitative o soppressive del diritto a disinvestire tramite l'adesione a un'Opa» (GUERRERA, *op. cit.*, 274).

Emittenti); (3) il superamento della soglia avviene in presenza di una situazione di crisi non comprovata dal ricorso alle procedure concorsuali o ad altri strumenti di gestione della crisi di impresa, purché non sia intervenuto il voto contrario dei soci non di controllo (art. 49, co. 1, lett. *b*, n. 3, Regolamento Emittenti)[304]. Nel contesto dello stesso regime giuridico, si colloca infine la previsione per cui le azioni proprie non sono escluse dal calcolo del capitale sociale al quale va rapportata la misura della partecipazione rilevante ai fini dell'opa obbligatoria, quando la delibera di acquisto «sia stata approvata con il voto favorevole dei soci» non di controllo (art. 44-*bis*, co. 2, Regolamento Emittenti).

A ben vedere, il *whitewash* dettato nel regolamento OPC costituisce l'unica ipotesi in cui tale tecnica decisionale incide sull'adozione dell'atto e sulla produzione dell'effetto deliberativo[305]. Tale capacità di influenza risiede nel fatto che il potere di veto degli azionisti di minoranza si attiva soltanto a seguito del "filtro" esercitato dagli amministratori indipendenti, tramite il quale è segnalata agli azionisti di minoranza la possibile presenza di una condotta dannosa (nella forma del veto alla proposta gestoria degli amministratori espresso). In questo modo, viene scongiurato il rischio di una sistematica alterazione dei rapporti di forza interni alla società[306], in grado di ostacolare l'efficiente svolgimento dell'azione sociale[307].

---

[304] Come noto, la normativa regolamentare distingue in tale ipotesi la modalità in cui il voto viene espresso a seconda del soggetto competente: nel caso di competenza assembleare, il voto viene espresse in sede deliberativa; nel caso di competenza amministrativa, il voto viene rilasciato tramite una dichiarazione contenuta su una apposita scheda predisposta e messa a disposizione dalla società (rispettivamente, art. 49, co. 1, lett. b, nn. 1 e 2, Regolamento Emittenti).

[305] Per contro, le ipotesi di *whitewash* previste dal Regolamento Emittenti incidono su «un oggetto "secondario" (*rectius*, un effetto secondario), consistente nella esenzione dall'obbligo di lanciare l'o.p.a. totalitaria»: NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "*whitewash*" e dintorni*, cit., 758. Come precisato dall'Autore, «a differenza di quanto esaminato in tema di parti correlate, non si dà luogo, ai fini del perfezionamento della delibera principale, ad un *voto determinante* dei soci "non sbiancati", giacché a questi fini è sufficiente che la votazione raggiunga i *quorum* legali e statutari previsti per la specifica operazione sottoposta all'assemblea», NOTARI, *op. cit*., 759.

[306] Specialmente quando avverrebbe in favore di soggetti difficilmente coinvolti nell'attiva partecipazione alla gestione sociale. In questi termini, GUERRERA, "*Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali*, cit., 285; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 176, per cui tale scelta «è particolarmente felice» in quanto gli azionisti non correlati sono «un insieme disomogeneo e non organizzato», spesso non interessato a «intervenire e partecipare attivamente alla gestione».

[307] Alcuni indici confermano l'esigenza di efficienza sottesa alla disciplina: (1) il *whitewash* è una tecnica deliberativa che si qualifica come quoziente di blocco, nel senso che l'adozione della delibera assembleare non richiede la partecipazione in assemblea né l'espressione di un voto da parte degli azionisti di minoranza (GUERRERA, "*Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali*, cit., 292 ss.; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 176); (2) non è introdotta l'astensione preventiva del socio in conflitto di interessi, nel rispetto dell'art. 2373 c.c. (VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, cit., 2012 ss.; GUERRERA, "*Interessi" degli azionisti e*

Né tale conclusione è smentita dall'art. 2393, co. 6, c.c. là dove è previsto che i soci possano opporsi alla rinuncia all'azione di responsabilità, in caso di voto contrario da parte di almeno il venti per cento del capitale sociale. Ferma l'analogia con il *whitewash* in sede di OPC[308] e l'effetto impeditivo, tale fattispecie integra una ipotesi patologica in cui l'efficienza dell'azione sociale è già stata pregiudicata dalle condotte gestorie, tanto da giustificare di per sé la promozione di un'azione di responsabilità. Pertanto, non occorre assicurare la presenza di un'attività di filtro a presidio dell'efficienza e degli equilibri decisionali interni.

Il legislatore esprime un criterio sistematico particolarmente chiaro: ogni tentativo interpretativo di integrare un meccanismo di "sterilizzazione" del voto nelle regole che governano il procedimento deliberativo assembleare, non può avvenire senza la contestuale integrazione di un potere di veto in capo agli amministratori indipendenti.

4. *Dalla vicenda tipica all'onere motivazionale*

Alla luce di tale considerazione, comincia a maturare la convinzione che la ricostruzione della disciplina del *delisting* puro trovi un adeguata soluzione alla dialettica endosocietaria nella disciplina in materia di operazioni con parti correlate. Cioè, nella combinazione del potere di veto esercitabile dagli amministratori indipendenti e dagli azionisti non correlati

---

partecipazione "differenziata" ai processi decisionali, cit., 275; NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "*whitewash*" e dintorni*, cit.,, 752, per cui «il voto di alcuni soci – quelli correlati – viene parzialmente "sterilizzato", nel senso che, pur essendo validamente esercitabile e pur concorrendo al raggiungimento del *quorum* richiesto per l'approvazione dell'operazione, *non viene conteggiato ai fini del superamento della "potenziale rischiosità"* della deliberazione»; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 177, secondo cui la scelta di non prevedere l'astensione del voto impedisce di danneggiare l'efficienza dell'azione societaria, in quanto potrebbe altrimenti «comport[are] a causa del (razionale) mancato intervento o esercizio del voto da parte dei non correlati, la perdita di quelle profittevoli»); (3) il voto contrario degli azionisti non correlati rileva soltanto nel caso in cui «i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento» (PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1372, sottolineando l'esigenza di precludere comportamenti abusivi della minoranza; analogamente, ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 28). Il coinvolgimento degli azionisti nell'ordinamento risulta inferiore a quanto avviene nelle esperienze giuridiche inglesi, francesi e comunitarie: per una comparazione, MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, 169 s.

[308] Per una equiparazione tra questa regola e il meccanismo deliberativo del *whitewash*: PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, 1372; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 180, «come nel caso della rinuncia e della transazione all'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori, i soci disinteressati possono esercitare un veto sulle scelte del gruppo di comando che vanifichino la tutela predisposta dall'ordinamento a loro favore».

(dove necessario). Come osservato in precedenza nell'ipotesi di un innalzamento in via statutaria dei *quorum* deliberativi, non è però sufficiente integrare una *property rule*, dovendosi nel contempo verificare la tenuta del nuovo quadro di tutela alla luce degli interessi di mercato. In chiave pubblicistica, si è visto come nelle operazioni di fusione con finalità di *delisting* - dalla cui disciplina è tratta l'operatività del *whitewash* -, la revoca della quotazione non si ricollega a una oggettiva rarefazione del flottante idonea a pregiudicare il regolare andamento del mercato, quanto a una scelta volontaria di imporre tale condizione di illiquidità, consentita dallo speciale *favor* riservato a tali operazioni.

A ben vedere, quando si fa riferimento al valore organizzativo della fusione, non è però consentito alludere a una natura imprenditoriale astratta e predeterminata. In altri termini, il valore industriale di tale operazione non può essere attribuito per il mero dato formale che viene eseguita una fusione. L'ordinamento è particolarmente esplicativo, là dove impone agli amministratori di predisporre una relazione al fine di illustrare e giustificare il progetto di fusione «sotto il profilo giuridico ed economico» (art. 2501-*quinquies*, co. 1, c.c.)[309]. Nelle società quotate, tale necessità è ancor più evidente, alla luce della previsione che richiede agli amministratori «l'illustrazione dell'operazione e le motivazioni della stessa, con particolare riguardo agli obiettivi gestionali delle società partecipanti alla fusione e ai programmi formulati per il loro conseguimento» (art. 70, co. 2 e All. 3A, Schema 1, n. 1.*a*, Regolamento Emittenti)[310]. Insomma, la valenza imprenditoriale dell'operazione non è attribuita dalla forma dell'operazione, ma è chiamata a emergere nel corso del procedimento tramite la documentazione dell'interesse concreto al compimento di tale operazione[311].

Di qui, una prima considerazione rilevante. La delibera assembleare non può essere esclusa a priori per il fatto che il suo oggetto non è

---

[309] In proposito, v. Trib. Perugia, 28 marzo 2023, in *DeJure*, secondo cui la relazione richiede agli amministratori non semplicemente di ragguagliare i soci circa la sorte immediata delle loro partecipazioni (rapporto di cambio), ma in primo luogo di spiegare perché la fusione si prospetti conveniente per la società in quanto esercente una determinata attività economica». In dottrina, DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, cit., 34 s., secondo cui le ragioni economiche della fusione devono essere indicate al fine di poter inquadrare la fusione nell'ambito della politica di gestione dell'investimento.

[310] Secondo VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 240, tale previsione esclude che nelle società quotate si ponga il problema se verificare se l'informazione in merito alla giustificazione imprenditoriale della fusione sia dovuta.

[311] In termini generali, SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *RDS*, 2019, 299 e 315. Nello specifico ambito del *delisting*, v. DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1226, secondo cui «fusioni e scissioni finalizzate unicamente all'esclusione delle azioni dalle negoziazioni su un mercato regolamentato» realizzano «pratiche elusive» adottate dalla società; v. anche COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 2023, 414, per cui «facili elusioni» al divieto di abbandonare la borsa possono essere realizzate tramite la «incorporazione in una società non quotata».

predeterminato in chiave riorganizzativa o industriale. La particolare valenza organizzativa o industriale ben potrebbe emergere tramite un appropriato apparato motivazionale. In questi termini, la delibera assembleare può recuperare la propria compatibilità con la prospettiva della tutela del mercato là dove sia in grado di attestare e argomentare una analoga valenza industria le.

È in questa prospettiva che diviene particolarmente utile guardare alla disciplina delle operazioni con parti correlate di cui all'art. 2391-*bis* c.c. e al Regolamento OPC. Tale disciplina non costituisce soltanto una forma avanzata di protezione degli azionisti di minoranza, tramite il coinvolgimento degli amministratori indipendenti e dei soci correlati. Più profondamente, un profilo centrale della disciplina consiste nella necessità per gli amministratori di indicare le «motivazioni economiche» e la «convenienza per la società dell'operazione»; comunicare le «valutazioni circa la … congruità» del corrispettivo; illustrare gli «effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione» (art. 5, co. 1 e Allegato 4, punti 2.3, 2.4, 2.5, Regolamento OPC). Tale dovere motivazionale si impone in presenza di operazioni dalla natura ambivalente, potendo per un verso favorire il compimento di operazioni efficienti alla luce della riduzione dei costi di transazione e, d'altra parte, realizzare trasferimenti di ricchezza a vantaggio del socio di controllo. E per questa stessa ragione tale apparato motivazionale viene verificato, validato o contestato dagli amministratori indipendenti, che, in virtù delle loro competenze, della loro presenza endoconsiliare, dei flussi informativi ricevuti e della partecipazione alla realizzazione dell'operazione si trovano nella posizione privilegiata per compiere un giudizio di correttezza in merito alle ragioni e alle condizioni della determinata operazione. Insomma, il legislatore impone un apparato motivazionale particolarmente articolato che favorisce l'emersione e la verifica delle concrete motivazioni che guidano il compimento dell'operazione.

In questo modo, non solo l'applicazione di tale paradigma al *delisting* puro consente di integrare le lacune presenti nella disciplina della delibera assembleare di società quotata, in cui il profilo motivazionale è circoscritto principalmente alla relazione degli amministratori sulle materie all'ordine del

giorno[312] e al diritto di porre domande, anche in sede preassembleare[313] (artt. 125-*ter*, co. 1 e 127-*ter*, co. 1, TUF). L'integrazione dell'onere motivazionale consente di abilitare il regime della delibera assembleare a dimostrare la propria valenza organizzativa e imprenditoriale e, in quanto tale, soddisfare gli interessi di mercato, secondo i quali se una società quotata deve abbandonare volontariamente il mercato deve esistere una valida giustificazione industriale o finanziaria per "trascurare" lo stato oggettivo del mercato delle relative azioni in termini di regolarità. In definitiva, la disciplina in materia di operazioni con parti correlate si profila come punto di sintesi tra le istanze privatistiche di tutela e le esigenze pubblicistiche di conservazione di un mercato funzionante.

5. *L'applicazione analogica della disciplina in materia di OPC*

Se è vero che l'applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate al *delisting* puro sembra in grado di assicurare l'equilibrio ricercato tra profili societari e finanziari, occorre verificare in dettaglio i margini interpretativi per l'applicazione *de jure condito* della disciplina. In particolare, la disciplina prevede un ambito di applicazione ben determinato, identificando l'operazione con parte correlata come «un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra una società e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo» (Appendice, co. 1, Regolamento OPC; IAS 24, par. 9).

Occorre in particolare evidenziare alcuni profili della nozione. Anzitutto, l'operazione per essere tale richiede un trasferimento di risorse e, dunque, presuppone l'individuazione di uno spostamento di ricchezza che sia quantitativamente determinato o determinabile. In questi termini, è necessario poter identificare due parti distinte, tra le quali avviene la traslazione delle

---

[312] Per i presupposti applicativi, cfr. DE LUCA, sub *art. 125*-ter *TUF*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 3898 ss. Al riguardo, è stato osservato che la relazione sulle materie all'ordine del giorno, in presenza di delibere assembleari di società quotate, contiene semplicemente «gli elementi fattuali e critici utili all'ottimizzazione della decisione, senza dover necessariamente concludere con una puntuale proposta», ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., 26. Secondo l'Autore, invece, con l'applicazione della disciplina in materia di OPC di competenza assembleare, è richiesta una vera e propria proposta, «soggetta, a sua volta, ad un complesso *iter* formativo» con la conseguenza che in questo modo la correttezza dell'«*iter* procedimentale disposto a corredo della formazione della proposta» diventa sanzionabile (ABBADESSA, *op. cit.*, 27).

[313] Tale strumento presenta una duplice condizione applicativa, che ne costituisce forse un limite alla sua effettività di tutela: l'inerenza delle domande all'ordine del giorno nonché l'impossibilità di pretendere informazioni sulla gestione sociale al di fuori delle materie trattate in assemblea: così, TUCCI, sub *art. 127*-ter *TUF*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 3934. Più ampiamente, v. PASQUARIELLO, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società*. *Analisi normativa e prospettive*, in *RDS*, 2017, 87 ss.

risorse, dei servizi prestati o delle obbligazioni contratte. Un trasferimento di ricchezza, dunque, impone necessariamente una bilateralità dell'operazione, come testimoniato dalla presenza della particella "*e*" tra società e parte correlata[314].

Non è sufficiente, tuttavia, che ci siano un mero trasferimento di risorse tra due entità distinte tra loro. Come previsto dalla normativa regolamentare, si richiede che lo spostamento di ricchezza avvenga nei confronti della parte correlata da parte della *società*. In altri termini, le risorse destinate alla parte correlata devono fuoriuscire dal patrimonio sociale. Coerentemente, la dottrina è solita affermare che la disciplina intende prevenire un danno diretto al patrimonio sociale, che soltanto in via mediata si estende alla sfera dei singoli soci[315].

Questi prerequisiti motivano le difficoltà nell'applicazione diretta di tale disciplina alla fattispecie di *delisting*. Nel caso del *delisting*, non si assiste a un vero e proprio trasferimento di risorse (ad esempio, l'acquisto di un bene immobiliare da parte della società a un determinato valore). Con la revoca della quotazione la società mantiene intatto il proprio complesso patrimoniale ed economico, disponendo al più la modificazione di alcuni elementi statutari, organizzativi e finanziari. Né una qualche forma di trasferimento di risorse potrebbe essere identificata nelle somme corrisposte ai soci per l'esercizio del recesso *ex* art. 2437-*quinquies* c.c. Formalmente, si tratta di uno spostamento di ricchezza accessorio rispetto all'oggetto dell'operazione ed eventuale in quanto condizionato all'effettivo esercizio del diritto di recesso[316]. Né viene assunta alcuna obbligazione: al contrario, la revoca della quotazione è un fenomeno funzionalmente deputato a sciogliere la società da numerosi obblighi di natura informativa e organizzativa. L'operazione si perfeziona

---

[314] ENRIQUES, *Related Party Transactions*, in GORDON - RINGE (eds.), *Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, 513.

[315] Per tutti, GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, cit. 3.

[316] Quand'anche si intesse prediligere una prospettiva più sostanziale, per la quale l'esercizio del diritto di recesso è sicuro e costituisce parte integrante della strategia espropriativa, si frappone un evidente ostacolo all'applicazione diretta della disciplina: l'assenza di coinvolgimento del patrimonio sociale. Secondo la nuova formulazione del procedimento di liquidazione delle azioni dei soci recedenti, il rimborso «mediante acquisto da parte della società», tramite l'utilizzo di «riserve disponibili» (art. 2437-*quater*, co. 5, c.c.), costituisce una ipotesi meramente residuale, per la necessità di non danneggiare l'integrità del patrimonio sociale sulla quale fanno affidamento i creditori della società . Più in dettaglio, le azioni sono offerte in opzione agli altri soci; le azioni inoptate sono offerte in prelazione agli azionisti che hanno esercitato in un primo momento il diritto di opzione; le azioni non acquistate sono, quindi, collocate in offerta nei mercati regolamentati e soltanto in caso di mancato collocamento sono acquistate dalla società, ferma la presenza di utili e riserve disponibili (art. 2437-*quater*, co. 1-5, c.c.). Come confermato dalla prassi, pare ragionevole attendersi che le azioni dei soci recedenti siano rimborsate tramite le economie individuali degli azionisti che esercitano il diritto di opzione e prelazione o le risorse personali degli investitori che acquistano sul mercato regolamentato.

semplicemente per mezzo della volontà collettiva dei soci - espressa secondo le regole del procedimento deliberativo - e per il "via libera" da parte del gestore del mercato regolamentato e della Consob.

In assenza di un vero e proprio trasferimento di risorse è pregiudicata la possibilità di applicare in via diretta le regole dettate per le operazioni con parti correlate[317]. Non si esclude, però, la possibilità di indagare l'estensione analogica della disciplina. In questa prospettiva, devono essere presi in considerazione almeno due elementi idonei ad "avvicinare" la disciplina delle operazioni con parti correlate alla fattispecie del *delisting* puro.

In primo luogo, il fatto che le operazioni con parti correlate presentino caratteristiche proprie non può impedire di rilevare che si è pur sempre di fronte al genere di condotte espropriative che l'azionista di controllo può attuare a danno della minoranza. Operazioni con parti correlate e operazioni di *delisting* condividono la medesima natura ambivalente: da un lato, possono risultare particolarmente vantaggiose in virtù del risparmio di costi di transazione o dell'incremento di efficienza dell'impresa; per altro verso, la medesima operazione può integrare una forma di estrazione di benefici privati tramite il quale una parte della ricchezza attualmente creata dalla società diviene oggetto di appropriazione esclusiva da parte del socio di controllo[318]. Come rilevato dalla dottrina più attenta, si pone dunque un analogo problema giuridico[319]: governare l'idoneità strutturale a essere impiegate a fini di estrazione di benefici privati.

---

[317] Nello stesso senso, ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., 514: «transactions by which minority shareholders are forced to sell their shares to the company or the controlling shareholder … are also transactions in which the interest of the controller is clear, equity tunnelling may take place, but no transaction between the company and a related party occur».

[318] Sul punto, con riferimento alle OPC, v. PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1357 per cui la disciplina persegue «l'obiettivo di rafforzare a livello preventivo la tutela della società, cioè dell'interesse di tutti i soci, nei confronti di tali operazioni (non vietandole, giacché proprio la "vicinanza" della controparte potrebbe essere benefica per la società, ma) prescrivendo che esse debbano obbedire a requisiti specifici di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale». Con riferimento al *delisting*, i benefici sono noti; evidenze empiriche di comportamenti espropriativi sono state riscontrate da INTERMONTE - POLITECNICO DI MILANO, Sliding doors: *il flusso di* listing *e* delisting *sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*, cit., 42; per un'accesa critica alle espropriazioni condotte con le operazioni di *going private*, SOMMER JR, *"Going Private": A Lesson in Corporate Responsibilty*, (1974), in *www.sec.gov*.

[319] Sul punto, con particolare riferimento all'opa, GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, cit., 2 s., per cui con riferimento a operazioni con parti correlate e opa da *insider*, «la pure formale diversità della vicenda … non mi sembra in grado di occultare la sostanziale identità del tipo normativo di problema»; ENRIQUES, *Né con gli scalatori*, cit., 673, secondo cui «le offerte pubbliche di acquisto promosse da azionisti che già controllano la società, solitamente allo scopo di ottenere la revoca dalle negoziazioni, sono funzionalmente equivalenti a un'operazione con parte correlata»; POMELLI, Delisting *di società quotata*, cit., 459. Cfr. inoltre l'analoga posizione di CONSOB, *Relazione per l'anno 2008*, cit., 66, secondo

In secondo luogo, il *delisting* puro è pur sempre una operazione che - al pari delle OPC - coinvolge direttamente la società. Sul piano sistematico, è significativo che nell'unica ipotesi in cui - nonostante le proposte dottrinali[320] - è stata negata l'applicazione estensiva della disciplina in materia di operazioni con parti (= l'opa con finalità di *delisting*), il legislatore ha compiuto tale scelta sulla base del fatto che l'operazione si perfeziona tra offerente e singoli azionisti, al di fuori del perimetro societario[321]. Ancor più decisivo è poi il rilievo che il *delisting* puro è un atto di competenza assembleare, perfettamente idoneo a rientrare nella categoria di operazioni di cui all'art. 11 Regolamento OPC, con le quali condivide il carattere straordinario (ad esempio, operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale).

Un attento esame del funzionamento di tale vicende societarie rivela, inoltre, una natura più composita della disciplina. Negli aumenti di capitale, ad esempio, lo spostamento di ricchezza non coinvolge direttamente il patrimonio sociale, quanto le economie individuali dell'investitore che intende sottoscrivere le azioni di nuova emissione. Nella fusione, il danno causato dall'operazione non si produce sempre e soltanto nei confronti del patrimonio sociale. È dato acquisito che tali operazioni straordinarie sono in grado di arrecare un danno diretto alla sfera economica dei singoli azionisti

---

cui «già nei primi mesi del 2008, le criticità citate [= coazione a vendere] si erano delineate per alcune offerte pubbliche di acquisto volontarie promosse dall'azionista di controllo le quali, per le caratteristiche dell'operazione e per la natura del soggetto offerente, configuravano problematiche non dissimili da quelle riferibili alle operazioni con parti correlate […] L'intervento della Consob ha teso ad assicurare al mercato la più ampia informazione in merito alla correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione e a ridurre l'incertezza degli oblati sul suo probabile esito».

[320] ENRIQUES, *Né con gli scalatori*, cit., 674, secondo cui i Paesi membri dovrebbero «essere liberi di disciplinare queste offerte come operazioni con parti correlate»; POMELLI, *Delisting* di società quotata, cit., 492, per la proposta di una applicazione in via estensiva della disciplina. Nell'ordinamento tedesco, per la proposta di qualificare il *delisting* come operazione con parte correlata, ZETZSCHE, *Going Dark Under German Law – Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, (2014), in *www.ssrn.com*, 16 ss. Tale opzione è stata rigettata dal diritto tedesco, alla luce della tradizionale «riluttanza» verso il problema dell'estrazione dei benefici privati del controllo e della sua regolamentazione: così, T. TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, in L. ENRIQUES - T. TRÖGER, *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge University Press, 2019, 426 ss. In tale contesto, è particolarmente significativo il fatto che l'introduzione di tali regole è avvenuta soltanto su impulso dell'Unione Europea, nell'ambito del processo di recepimento dell'art. 9-*quater*, Direttiva UE 2017/828 (c.d. *Shareholder Rights Directive II*): per un cenno, sul punto, CORGATELLI, *I regimi europei d'approvazione di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2021, II, 557 s.

[321] Così, PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1360, per cui «non rientra tra le OPC, in quanto *stricto sensu* la società non è parte dell'operazione, l'OPA lanciata dal socio di controllo»; analogamente, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, 1353.

(ad esempio, nel caso di un rapporto di cambio non congruo)[322] e, nel caso di una fusione con parte correlata, un danno individualmente indirizzato agli azionisti non correlati[323]. A ben vedere, la disciplina è idonea a tutelare, anche *direttamente*, il valore e la redditività della partecipazione azionaria[324]. Una apertura nella sfera degli interessi protetti che - insieme alla comune *ratio legis* e alla natura di vicenda societaria - consente di accogliere in via analogica la fattispecie del *delisting* puro all'interno della regolamentazione in materia di OPC.

6. (segue) *L'esclusiva applicazione delle regole dettate per le operazioni di maggiore rilevanza*

Tale estensione della disciplina deve avvenire con una particolare cautela. Come affermato nei paragrafi precedenti, la tutela del mercato e la protezione delle minoranze si traducono nella centralità del profilo motivazionale e nell'applicazione di un meccanismo decisionale equivalente a una *property rule*. Una tale esigenza può essere assecondata esclusivamente con l'introduzione di un reale potere di veto e la previsione di regole di trasparenza granulari. Per tale ragione, l'estensione analogica deve essere circoscritta alle regole dettate per le operazioni di maggiore rilevanza. Soltanto in tale disciplina, infatti, è dato riscontrare la vincolatività del parere

---

[322] La qualificazione del danno da concambio come danno diretto agli azionisti è ampiamente diffusa. In dottrina, v. per tutti VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, cit., 304 ss.; MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. comm*., 2015, I, 316. In giurisprudenza, Cass. civ., 21 luglio 2016, n. 15025; Trib. Milano, 29 gennaio 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

[323] Cfr. sul punto MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, cit., 313, secondo cui in tali operazioni il danno da concambio cessa di danneggiare collettivamente azionisti di maggioranza e minoranza, in quanto l'azionista di controllo è pur sempre in grado di neutralizzare la perdita con l'incremento di valore attribuito alle azioni detenute nell'altra società.

[324] Cfr. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate"*, cit., 39, per cui si rende preferibile la ricostruzione della disciplina OPC e del ruolo degli indipendenti come «giudizio sull'interesse di *tutti* i soci all'operazione, e in particolare dei soci c.d. non correlati … in ragione dell'incidenza diretta o indiretta che essa può avere sul valore e sulla redditività della loro partecipazioni». V. anche DIREZIONE ANALISI GIURIDICA DELL'ECONOMIA, *Osservazioni sul documento di consultazione pubblicato dalla Consob il 9 aprile 2008 in materia di "Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate"*, (2008), in *www.consob.it*, 4, per cui fusione e scissione sono «operazioni che pur non comportando trasferimenti incidono sulla posizione dei soci e/o dei creditori». In questi termini, pare corretto affermare che la tutela delle minoranze costituisce di più - o quanto meno, non sempre - un «mero scopo-mezzo»: così, invece, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], Milano, 2020, 182. *Adde* la dottrina che sin da subito aveva invocato un maggior coinvolgimento degli amministratori eletti della minoranza: v. SANTOSUOSSO, *Sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2008, 850; STELLA RICHTER *JR*, *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2008, 846.

rilasciato dagli amministratori indipendenti, l'obbligatoria previsione del meccanismo di *whitewash* e una più articolata informativa in capo agli amministratori che propongono il compimento dell'operazione (rispettivamente, art. 8, co.1, lett. c; art. 11, co. 3; art. 5, co. 1, Regolamento OPC). Le regole previste per le operazioni di minore rilevanza, per contro, consentono al Cda di disattendere il parere degli amministratori indipendenti e procedere comunque al compimento dell'operazione. In questo caso, infatti, l'amministratore delegato o l'organo consiliare sono esclusivamente tenuti a pubblicare un «documento contenente l'indicazione della controparte, dell'oggetto e del corrispettivo delle operazioni approvate nel trimestre di riferimento in presenza di un parere negativo … nonché delle ragioni per le quali si è ritenuto di non condividere tale parere» (art. 7, co. 1, lett. g, Regolamento OPC). Il *whitewash*, inoltre, costituisce una tecnica meramente opzionale *ex* art. 7, co. 2, Regolamento OPC.

L'applicazione analogica del Regolamento OPC è, dunque, circoscritta alle regole previste per le operazioni di maggiore rilevanza. Né vale obiettare l'impossibilità di selezionare a priori la disciplina applicabile, dovendosi verificare caso per caso la rilevanza dell'operazione sulla base degli indici quantitativi previsti dalla disciplina[325]. Per certo, una tale misurazione risulterebbe problematica nello specifico caso di una operazione di *delisting*, non essendo possibile identificare un trasferimento di ricchezza e stabilire l'esatta proporzione rispetto ai predetti parametri sociali[326]. Nondimeno, l'applicazione delle regole sulle OPC di maggiore rilevanza si giustifica alla luce del profondo impatto la decisione di *delisting* è destinato a produrre: tale operazione richiede una profonda revisione delle disposizioni statutarie, della composizione e della struttura degli organi di governo societario, della conformazione degli assetti organizzativi, nonché modifica in misura decisiva il quadro normativo di riferimento - sotto i profili di *governance* e trasparenza - e le regole che governano la negoziabilità della partecipazione azionaria. A fronte di conseguenze così marcate, sarebbe in aperto contrasto con lo spirito della legge non identificare in tale fattispecie una operazione di maggiore rilevanza e negare l'applicazione delle più avanzate forme di tutela garantite dalla relativa disciplina.

Del resto, tale conclusione trova supporto in alcuni indici normativi. In primo luogo, nell'ambito del Regolamento OPC, il legislatore secondario

---

[325] Più precisamente, la rilevanza dell'operazione può essere valutata sulla base del controvalore dell'operazione, dell'attivo o delle passività (Allegato n. 3, Regolamento OPC). Per il rilievo che «il discrimine tra operazioni di maggiore e minore rilevanza è di natura esclusivamente quantitativa»: PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1363. L'Autore sottolinea inoltre l'aspetto per cui tale regola proviene dall'ordinamento inglese, nel dettaglio dalla *Section* 11 delle *Listing Rules* (*ivi*, 1359).

[326] L'operazione ermeneutica sarebbe stata certamente più semplice là dove il legislatore avesse accolto l'opzione comunitaria, introdotta con la SHRD II, di applicare indici qualitativi fondati sulla tipologia dell'operazione o sulla natura della parte correlata. Per un cenno su quest'ultimo aspetto, VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 2012.

mantiene «ferma la facoltà di applicare» la disciplina delle operazioni di maggiore rilevanza anche quando l'operazione presenta soglie quantitative tali da integrare una OPC di minore rilevanza (art. 7, co. 1, Regolamento OPC). A ben vedere, tale scelta normativa consente un allentamento nella rigida applicazione dei criteri quantitativi e, nel contempo, disvela la visione normativa per cui la disciplina delle operazioni di maggiore rilevanza costituisce la sede naturale per le operazioni significative.

Inoltre, un indice normativo rilevante compare nelle disposizioni in materia di trasparenza sulle operazioni straordinarie eseguite da società quotate (artt. 70-71 e All. 3B, Regolamento Emittenti). Il legislatore secondario si occupa di stabilire le condizioni in presenza delle quali le operazioni di fusione, scissione, acquisizione o cessione possono considerarsi significative e giustificare l'applicazione di regole informative più granulari. I c.d. parametri di significatività sono di natura quantitativa e in gran parte coincidono con quelli previsti per le operazioni con parti correlate: attivo, redditività, patrimonio netto, passività e controvalore. La sintonia con la disciplina in materia di OPC è dunque evidente. Nel contempo, vi è una specificazione particolarmente indicativa: a prescindere da tali parametri, «la Consob ritiene comunque necessaria la redazione del documento informativo» quando la fusione dell'emittente azioni viene eseguita nei confronti di «una società non avente azioni ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato» (All. 3B, Parte I, lett. b1, Regolamento Emittenti). Quando la fusione comporta il *delisting*, non si pone un problema quantitativo: l'operazione è necessariamente considerata significativa. Una chiara conferma nel sistema che le operazioni di *delisting* giustificano e impongono una prospettiva che dia rilievo all'impatto dell'operazione sulla società e sui suoi azionisti.

7. *Il parere degli amministratori indipendenti*

Ammessa l'applicazione in via analogica della disciplina dettata per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, si tratta ora di affrontare l'aspetto centrale e maggiormente dibattuto delle regole di fonte regolamentare: il parere vincolante rilasciato dal comitato composto da amministratori indipendenti[327]. Nella configurazione della disciplina operata dal legislatore secondario, gli amministratori indipendenti hanno il compito cruciale di identificare l'eventuale pericolosità dell'operazione e scongiurare indebiti trasferimento di ricchezza. In questa prospettiva, la disciplina secondaria ha operato una rilevante declinazione dei canoni di «correttezza

[327] Come è stato precisato, «perché il parere possa essere considerato "favorevole", è necessario che esso manifesti l'integrale condivisione dell'operazione, cosicché l'espressione di un giudizio negativo anche solo su un suo singolo aspetto è idonea, in assenza di diversa indicazione nel medesimo parere, a produrre gli effetti sopra ricordati», CONSOB, Comunicazione n. DEM/10078683, 24 settembre 2010, in *www.consob.it*.

sostanziale e procedurale» dettati dall'art. 2391-bis, co. 1, c.c., ponendo al centro della valutazione degli amministratori indipendenti l'«interesse della società al compimento dell'operazione» nonché la «convenienza» e la «correttezza sostanziale delle relative condizioni» (art. 8, co. 1, lett. c, Regolamento OPC).

Alla luce della innovativa formulazione introdotta dal legislatore secondario, la dottrina si è interrogata profondamente sul significato da attribuire a tali nozioni, giungendo a esiti divergenti. Nella prima prospettiva (*interesse della società*), il principale problema interpretativo consiste nello stabilire la portata del suo significato. Secondo una prima lettura, tale concetto non assume significato diverso da quello tradizionalmente attribuito all'interesse sociale quale limite all'agire gestorio che impone il perseguimento del miglior risultato possibile per gli azionisti. In altri termini, la disciplina si limita a "mettere per iscritto" nel dettato normativo tale vincolo all'attività degli amministratori. A tale conclusione pervengono quanti affermano che la valutazione degli amministratori indipendenti costituisce il consueto esame dell'*opportunità* dell'operazione[328], a tenore del quale gli amministratori devono verificare che l'operazione costituisca la soluzione migliore tra le alternative possibili[329]. La novità starebbe nel fatto che gli amministratori indipendenti svolgono tale compito nella distinta sede del comitato OPC, anticipando dunque la posizione che sarà espressa nel *plenum* del Cda[330].

---

[328] Con ciò si intende si intende la possibilità che «l'organo» chiamato a esprimersi «possa sostituire le proprie valutazioni discrezionali su quel che è più opportuno per il raggiungimento di un certo obiettivo rispetto alle valutazioni assunte dall'organo che è chiamato a esercitare la funzione decidente», GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014, 88, nt. 47.

[329] È la linea interpretativa avviata da MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni* (diretto da Annunziata), Milano, 2015, 201 ss.; e approfondita da PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1371 s. Secondo l'Autore, due specifici argomenti depongono in tal senso: (1) l'adozione del parere vincolante può essere parificata ad «altre modalità di approvazione che assicurano un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati»; in tal caso, gli amministratori compiono una «valutazione integrale dell'operazione» e non si limitano a prendere in considerazione «la mancanza di ragioni ostative»; quindi, se le due tecniche sono parificate, lo stesso deve valere per il comitato; (2) in assenza di amministratori indipendenti, il parere è rilasciato dal collegio sindacale o dall'esperto esclusivamente rispetto al profilo di correttezza sostanziale; di qui, la conferma che non si occupano di convenienza e interesse sociale e che di tale profilo si occupano invece gli amministratori indipendenti (PRESTI, *ibidem*). Più di recente, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 91 ss.; REGOLI, *Operazioni con parti correlate*, in *Trattato delle società - tomo I* (diretto da Donativi), 1978 ss.

[330] MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208, secondo cui gli amministratori indipendenti fanno parte del *plenum* consiliare e, per tale ragione, «anticip[a]no il loro giudizio di "merito" sull'interesse della società e sulla convenienza dell'operazione già in sede di loro comitato».

La seconda corrente dottrinale non disconosce il dovere per gli amministratori di valutare nel merito l'opportunità dell'operazione da eseguire. Tuttavia, l'esercizio di tale dovere viene collocato nella sede naturale del *plenum* consiliare[331]. In questo modo, infatti, si evitano indebiti trasferimenti di poteri esecutivi in favore degli amministratori indipendenti in contrasto con la ripartizione di competenze delineata dall'art. 2381 c.c.[332]. Si impedisce, inoltre, di pregiudicare il momento collegiale come strumento di ponderazione della decisione e regola di formazione della decisione[333]. Per tale ragione, il compito valutativo assegnato agli amministratori indipendenti assume necessariamente un significato autonomo e distinto. Secondo tale impostazione, i membri del comitato OPC sono chiamati ad accertare che

[331] In questi termini, PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, 363, per cui il giudizio sull'opportunità rappresenta un «giudizio di competenza dell'intero organo consiliare»; nello stesso senso, GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 86 gli amministratori indipendenti non svolgono «un esame completo dell'operazione che anticipa tutti i profili, anche di merito, che si chiederà al *plenum* (o all'organo delegato) di esaminare»; VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 2000, secondo cui il comitato OPC non può esprimersi «su di un merito c.d. "pieno" e cioè anche sull'opportunità o meno dell'acquisto della partecipazione», inteso come possibilità di «esprimere il proprio convincimento in ordine alla preferibilità di una soluzione di investimento diversa». In giurisprudenza, Trib. Milano 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014, 560 esclude che la valutazione di merito si spinga fino al profilo dell'opportunità.

[332] Per l'esigenza di preservare «il tradizionale schema delegante-delegato *ex* art. 2381 c.c.», VALENSISE, *Operazioni con parti correlate e abusi*, 2001; analogamente, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361; MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm*. 2010, I, 910, nt. 51, secondo cui «il carattere "vincolante" assegnato dal Regolamento agli effetti giuridici del diniego di assenso da parte del comitato di indipendenti, implicando di fatto l'arresto dell'operazione … sembrerebbe collocare la portata del parere su di un piano inclinato che dalla fase di "valutazione" conduce a esiti nella sostanza co-decisori (esiti che sarebbero scarsamente coerenti, si badi, con la posizione giuridica degli indipendenti *in quanto tali,* cioè costituiti in autonomo comitato, non invece in quanto membri del consiglio di amministrazione …).

[333] In tal senso, GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 86, secondo cui si «finisce in realtà per richiedere agli amministratori indipendenti di formulare il proprio giudizio in maniera del tutto anticipata, oltretutto al di fuori della possibilità di un confronto dialettico e costruttivo con gli altri componenti del consiglio … e che poi - almeno nelle operazioni di maggiore rilevanza - può addirittura finire in fatto per avere un valore, se negativo, ed in assenza di una clausola statutaria che preveda la possibilità di autorizzazione dei soci, del tutto sostitutivo rispetto alla deliberazione consiliare». Nello stesso senso, PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 2014, 362, secondo cui «l'intervento del comitato degli indipendenti non può che costituire un elemento di garanzia aggiuntivo al momento deliberativo del consiglio, non certo sostitutivo dello stesso; se così non fosse, non solo non si avrebbe alcun presidio ulteriore rispetto a operazioni che presentano profili di particolare pericolosità, ma si ridurrebbe il successivo passaggio consiliare alla stregua di una ratifica di una decisione assunta da una sola parte dei suoi componenti».

l'operazione presenti una propria logica imprenditoriale, sia per sé ragionevole[334].

L'opzione interpretativa di assegnare al comitato di amministratori indipendenti la valutazione in merito all'opportunità dell'operazione non pare del tutto convincente. Vi è che la soluzione alternativa possiede l'obiettivo pregio di presentare una maggior coerenza con l'articolazione dei poteri gestori in seno al consiglio di amministrazione e con la funzione di decisore ultimo che compete al *plenum* consiliare. Il rilievo decisivo attiene, però, alla funzione assolta dagli amministratori indipendenti. Al centro della disciplina non si pone il problema di stabilire se la decisione sia ragionevolmente in grado di assicurare il miglior risultato per la gestione sociale. Gli amministratori indipendenti sono incaricati del loro mestiere, allo specifico scopo di prevenire il compimento di condotte abusive a danno della società e degli azionisti. Non si deve però ritenere che tale natura espropriativa possa manifestarsi esclusivamente sotto il profilo delle specifiche condizioni economiche che sono previste per l'operazione. I profili di correttezza sostanziale non sono destinati a esaurirsi con tale valutazione. La coerenza con le condizioni di mercato non cessa di escludere indebiti trasferimenti di ricchezza: una operazione con parte correlata potrebbe più radicalmente difettare di un nesso con la strategia imprenditoriale perseguita dalla società[335]. Per esempio, l'acquisto di un edificio di proprietà dell'amministratore delegato potrebbe essere pattuito a cifre congrue rispetto alle normali valutazioni del mercato immobiliare. Tuttavia, tale operazione realizza un'estrazione di benefici privati se la società quotata è una società calcistica e l'immobile acquistato è una casa di villeggiatura dell'amministratore delegato che non contribuisce in alcun modo allo sviluppo dei calciatori o agli obiettivi strategici posti dalla dirigenza. In tal caso, le risorse sono "estratte" senza giustificazione dall'ambito societario, a beneficio delle economie individuali del proprio amministratore delegato. Come si rende evidente da queste esemplificazioni, la condotta espropriativa

---

[334] In questi termini, VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 1999.

[335] In senso conforme, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359, secondo cui «deviazioni dalle considerazioni svolte nel *business plan*, che portino ad es. alla cessione ad una parte correlata a prezzi solo astrattamente in linea con i valori di mercato di *asset* in precedenza qualificati di rilevanza strategica, se non adeguatamente e ragionevolmente motivazione in funzione dell'interesse sociale, legittimerebbe il sospetto che l'operazione, per quanto sottoposta a termini astrattamente congrui, sia dettata non nell'interesse della società ma nell'interesse privato della controparte correlata»; più recentemente, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 303, secondo cui non è sufficiente la coerenza con le condizioni di mercato per osservare la correttezza sostanziale dell'operazione, dovendosi verificare che l'operazione «sia motivata da reali esigenze imprenditoriali»; già, VENTORUZZO, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti - Bianchi - Ghezzi – Notari), Milano, 2005, 533, per cui «la realizzazione di una operazione a "condizioni di mercato" [non] ne assicurerebbe automaticamente la "correttezza sostanziale"» come nell'«eventualità che l'operazione … non sia necessaria nella prospettiva dell'emittente».

presenta una natura composita, in quanto non investe unicamente il profilo delle condizioni dell'operazione, ma si estende alla valutazione della sua motivazione imprenditoriale e della sua coerenza con la strategia dettata dagli amministratori.

Si comprendono allora come la scelta di interpretare la valutazione dell'interesse della società richiesta dall'art. 8, co. 1, Regolamento OPC come controllo di ragionevolezza e coerenza non priva di valore il ruolo degli amministratori indipendenti alla luce delle varie modalità con le quali può verificarsi un trasferimento di ricchezza. A questa stregua, la valutazione intorno all'interesse sociale si avvicina nella sua *ratio* al giudizio di correttezza sostanziale dell'operazione. Anzi, non pare azzardato affermare che la valutazione dell'interesse della società è una specifica forma del giudizio di correttezza sostanziale[336]. Una tale lettura favorisce la formazione di una natura unitaria del ruolo assolto dagli amministratori indipendenti in termini di contrasto alle condotte espropriative dell'azionista di controllo.

A questa stregua, il quadro normativo si ricompone coerentemente: da un lato, la nozione di correttezza sostanziale inscritta nell'art. 2391-*bis* c.c. presenta un contenuto più ampio in grado di ricomprendere la valutazione dell'interesse della società; a sua volta, il Regolamento OPC contiene una nozione di correttezza sostanziale in senso stretto, che si appunta unicamente sul giudizio in merito alle condizioni stabilite per l'operazione. Nel prosieguo

---

[336] Tale risultato interpretativo potrebbe forse sorprendere se è vero che la *fairness* è comunemente intesa in senso stretto ed esclusivamente riferita alle condizioni dell'operazione (in quanto tale, collocata dal dibattito dottrinale in una area ben distinta da quella dell'interesse della società). La contraddizione è, invero, soltanto apparente. Il fatto che tale giudizio sia progressivamente attratto nell'area della correttezza sostanziale presenta un forte aggancio normativo. La disciplina regolamentare dettata dalla Consob costituisce, come noto, un intervento di attuazione della disciplina di cui all'art. 2391-*bis* c.c., nella quale il legislatore primario statuisce chiaramente come l'attività gestoria in ambito di operazione con parti correlate debba conformarsi ai canoni di correttezza sostanziale e procedurale. Mentre quest'ultima nozione attiene - per pacifica riflessione dottrinale - all'adozione di tutti i necessari presidi istruttori e valutativi richiesti (cfr. in argomento MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1358), risulta evidente che il Regolamento OPC intende trasporre la clausola generale della correttezza sostanziale in indici di comportamento più pregnanti. In altri termini, non può essere sottovalutata il nesso strutturale tra la fonte primaria e la disciplina secondaria, in virtù del quale la nozione di correttezza sostanziale è concetto generale, del quale i criteri ordinanti di cui al Regolamento Consob costituiscono declinazione concreta. In senso contrario, v. però PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., 359 s., secondo cui «tale parametro [= l'interesse della società] non era contemplato nel dettato dell'art. 2391-*bis* c.c. ma è stato inserito in sede regolamentare per «la forte influenza subita dal regolatore nel prendere a modello il sistema statunitense che richiede, ai fini della piena realizzabilità di un'operazione con parte correlata, un giudizio non limitato al *quantum* e al *quomodo* dell'operazione della società, ma anche nell'*an*, cioè alla valutazione sull'opportunità di compiere l'operazione». Nell'ordinamento americano, la *substantive fairness* non richiede soltanto la coerenza con le condizioni di mercato, dovendosi altresì verificare che l'operazione sia «*beneficial to the corporation*».

della trattazione, con il termine "correttezza sostanziale" si indica, pertanto, unitamente la valutazione in merito alla logica imprenditoriale dell'operazione e alla congruità delle condizioni pattuite. A tale concetto rimane contrapposta la valutazione in merito all'opportunità dell'operazione e alla sua idoneità a costituire la miglior allocazione delle risorse sociali disponibili. Nel complessivo ambito della correttezza sostanziale, gli amministratori indipendenti non possono, pertanto, esaminare soluzioni alternative[337].

8. (segue) *L'interesse della società nel compimento dell'operazione*

Come affermato nel paragrafo precedente, la valutazione dell'interesse della società si estrinseca in un giudizio in merito all'esistenza di una *ratio* imprenditoriale o una valenza strategica dell'operazione. Il compito che attende gli amministratori indipendenti, chiamati a valutare la proposta di revoca della quotazione da parte della società, consiste, dunque, nell'esaminare le motivazioni organizzative e finanziarie che orientano la scelta della società[338].

Nella specifica ipotesi del *delisting*, gli amministratori indipendenti sono soliti confrontarsi con un duplice ordine di considerazioni: i vincoli imposti dalla quotazione alla gestione efficiente dell'impresa[339] nonché

---

[337] Gli amministratori indipendenti non devono compiere «un esame comparativo di soluzioni alternative» a meno che «la diseconomicità dell'operazione divisata rispetto alle possibili diverse opzioni concretamente percorribili sia manifestamente rilevante»: MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 71. Nello stesso senso, MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., 1048 s., per cui la disciplina prevede soltanto la *facoltà* di formulare *osservazioni* e, inoltre, non si può sconfinare in un ruolo esecutivo.

[338] Sul punto, VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 1998, per cui occorre prendere in considerazione «le motivazioni a sostegno dell'operazione» e «la coerenza della prospettata operazione con gli obiettivi della società o con eventuali piani strategici approvati in precedenza. Per lo stretto nesso tra interesse sociale e motivazione dell'atto gestorio, in termini più generali, v. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2010, 7 secondo cui l'interesse sociale non costituisce un chiaro e preciso parametro di valutazione dell'agire amministrativo e gestorio», con la conseguenza che «siamo dunque in presenza della necessità di riconoscere che in realtà risponde al c.d. interesse sociale ciò che gli amministratori/gestori, professionalmente preparati, sufficientemente informativi e con adeguata motivazione, decidono».

[339] In questa prospettiva, lo *status* di società quotata potrebbe non coincidere più con lo scopo della gestione efficiente dell'impresa, alla luce dei vincoli formali derivanti da norme poste a tutela delle minoranze e vincoli sostanziali derivanti dalla presenza di soci di minoranza - come gli investitori istituzionali - orientati frequentemente verso rendimenti di breve termine. A ciò si aggiunga, inoltre, il rischio derivante da un possibile ricambio del controllo societario sotto forma di operazioni di mercato a ciò finalizzate. Inoltre, vengono in rilievo costi indiretti in forma di *compliance* e costi diretti in forma di commissioni e compensi da destinare alla società di gestione e a consulenti. Stretta tra vincoli di *governance* e trasparenza

l'incapacità del mercato di sviluppare i benefici attesi dalla quotazione[340]. Nel dettaglio, le motivazioni alla base di una operazione di *delisting* sono ancor più specifiche e spesso presentate congiuntamente[341]: il risparmio dei costi diretti o indiretti associati alla quotazione; l'esigenza di maggiore flessibilità operativa[342], tramite la riduzione degli oneri informativi e l'eliminazione delle specifiche norme poste a tutela della minoranza[343]; la semplificazione degli assetti societari e organizzativi; la realizzazione di sinergie operative e strategiche[344]; la minor esposizione alla volatilità del mercato[345] e la minor pressione su risultati finanziari a breve termine[346].

(eventualmente esasperati o parzialmente allentati dall'intervento legislativo), si può allora immaginare come la società veda in parte pregiudicata la propria flessibilità gestionale nel cogliere le opportunità di *business*.

[340] Sotto tale profilo, i benefici prospettati dalla quotazione in termini di finanziamento dell'attività di impresa potrebbero venire disattesi ogni volta che il mercato "consegni" un valore negativo del determinato titolo. Può avvenire per prestazioni deludenti della società che sconta un deterioramento dei fondamentali economico-finanziari oppure può avvenire in forma di sottovalutazione dovuta ora a fattori idiosincratici (ad esempio, illiquidità del titolo, scarsa visibilità finanziaria, preferenze degli investitori non sufficientemente eterogenee) ora a fattori sistematici, come un generale andamento ribassista del mercato o ragioni macroeconomiche che producono il medesimo effetto.

[341] In questo modo, se ne incrementa l'attendibilità complessiva. Al riguardo, CARNEY, *Fundalmental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes,* cit., 125: «most corporations that have mentioned it have done so in conjunction with other business purposes […] Savings from termination of public reporting, if considered along with all other benefits, might add enough benefits at the margin, without incurring additional costs, to support going private».

[342] Cfr. le motivazioni incluse nei documenti d'offerta di Aedes SIIQ s.p.a. (3 febbraio 2023); Atlantia s.p.a. (7 ottobre 2022); Gamenet s.p.a. (24 gennaio 2020); Nice Footwear s.p.a. (23 dicembre 2022), tutti reperibili presso *www.consob.it*.

[343] V. in particolare il documento d'offerta di Tod's s.p.a. (23 settembre 2022), con espresso riferimento alla necessità di svincolarsi dall'applicazione delle regole in materia di OPC. Per l'esigenza di evitare le limitazioni dovute alle regole poste a tutela delle minoranze: cfr. i documenti d'offerta di ASTM s.p.a. (2 aprile 2021) e CellularLine s.p.a. (8 settembre 2022), reperibili presso *www.consob.it.*

[344] In particolare, negli ultimi anni è diffusa l'instaurazione di relazioni contrattuali con i fondi di *private equity*, i quali, oltre ad offrire finanziamenti a lungo termine, consentono sinergie operative (sul punto, DEL GIUDICE, Going private transactions, cit., 120 ss.) Rilevando il «significativo processo di *delisting* di società quotate» a seguito della «forte espansione delle operazioni di *private equity*»: CONSOB, *Relazione per l'anno 2007*, (2008), in *www.consob.it*, 48.

[345] V. il documento d'offerta di Tod's s.p.a. (cit.), ove il riferimento al basso livello di flottante come fonte di volatilità e scarsa liquidità.

[346] Cfr. ancora il documento d'offerta di Tod's (cit.), per l'enfasi sull'incongruenza tra i costi sopportati nel breve termine e i rendimenti attesi nel medio-lungo periodo). Similmente, v. i documenti d'offerta di DeA Capital s.p.a. (20 gennaio 2023), Molmed s.p.a. (29 maggio 2020), Panariagroup s.p.a. (7 maggio 2021), Reno De Medici s.p.a. (18 novembre 2021), tutti reperibili presso *www.consob.it*.

Al riguardo, non esistono motivazioni astrattamente inidonee a essere poste a fondamento del *delisting*[347]. Né deve ritenersi che la scelta di revocare la quotazione debba essere giustificata dall'impossibilità di ottenere *alcun* beneficio dalla permanenza sul mercato regolamentato. La società può essere liberamente animata dalle proprie valutazioni economiche e finanziarie. La chiave consiste nel verificare l'effettività delle ragioni indicate e, a tal fine, la diligenza richiesta agli amministratori indipendenti impedisce un recepimento acritico di tali motivazioni, specialmente quando esse siano presentate in sede consiliare con un particolare grado di sinteticità.

Nello svolgimento di tale compito, si prospettano alcuni comportamenti dovuti da parte del comitato OPC. Anzitutto, nella valutazione della *ratio* imprenditoriale, gli amministratori indipendenti dovranno avvalersi, ove possibile, dei piani strategici e finanziari elaborati dalla società, al fine di comprovare la coerenza dell'atto rispetto ad essi[348]. La modalità più immediata per identificare una operazione espropriativa è, infatti, costituita dall'incompatibilità tra la natura e gli effetti dell'operazione con gli obiettivi e le strategie incorporate nei piani industriali e finanziari della società. Nelle ipotesi più semplici, l'operazione di *delisting* (o la conservazione della quotazione) sono espressamente contemplate nelle strategie della società e gli amministratori saranno facilmente orientati nel compito di stabilire la correttezza dell'operazione.

Gli obiettivi inclusi nei piani strategici e industriali potrebbero, però, essere redatti secondo termini non sufficientemente analitici per comprovare la coerenza dell'operazione (ad esempio, un non meglio specificato obiettivo di riduzione dei costi legati all'attività). Inoltre, fattori sopravvenuti potrebbero richiedere di aggiornare "in corsa" le strategie gestionali inizialmente elaborate. È per questa ragione che la verifica dei piani industriali, finanziari e strategici deve accompagnarsi una attiva interlocuzione tra il comitato e gli amministratori esecutivi che propongono la revoca della quotazione. Nel rispetto di un più intenso potere-dovere di

---

[347] Al di fuori di condotte prettamente espropriative, non si vedono ragioni per limitare la discrezionalità gestoria degli amministratori nella selezione delle motivazioni che orientano la decisione di *delisting*. Non si può, pertanto, condividere la posizione di chi stabilisce a priori che l'esigenza di ridurre i costi legati alla quotazione non costituisca una ragione apprezzabile per la società: così, invece, BRUDNEY - CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, cit., 1366 s.

[348] Sul punto, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359, secondo cui gli amministratori indipendenti devono tenere in considerazione «gli obiettivi imprenditoriali che gli stessi amministratori esecutivi si siano posti nella gestione della società e che il consiglio di amministrazione abbia fatto propri approvando piani strategici, industriali o finanziari, secondo la nota dizione dell'art. 2381, co. 3, c.c.; nello stesso senso, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 66 «l'interesse sociale si declina, nella concreta attuazione in decisioni gestorie degli indirizzi strategici, in termini di "interesse dell'impresa" … e cioè di coerenza della scelta rispetto ai piani strategici, finanziari, industriali, commerciali della società o comunque rispetto alle strategie aziendali in cui la singola operazione si colloca».

agire informati[349], gli amministratori indipendenti dovranno "interrogare" la componente esecutiva del consiglio di amministrazione, al fine di comprendere il grado di effettività delle motivazioni addotte a fondamento dell'operazione di *delisting* e, più precisamente, gli specifici fatti che sono posti alla base delle motivazioni formulate dal *board*[350].

La verifica dell'interesse della società che compete agli amministratori indipendenti richiede, infine, di scongiurare l'affidamento su motivazioni, per così dire, tautologiche. Si pensi a una giustificazione di questo tenore: il *delisting* consente di risparmiare i costi diretti della quotazione. L'affermazione è logicamente corretta, eppure risulta valida a priori per qualsiasi società quotata. Gli amministratori indipendenti devono rendere concreta tale affermazione alla luce delle esigenze economiche e finanziarie della società. In altri termini, sono tenuti a svolgere una valutazione più accurata in grado di stabilire, per esempio, le ragioni per cui la società necessita quel "taglio di costi" o le modalità con cui tale risparmio sarà diversamente allocato. Il comitato OPC non può limitarsi a recepire motivazioni che non aggiungono alcunché al loro significato astratto, dovendo invece verificare gli effettivi benefici attesi dall'operazione. Una tale interpretazione è l'unica modalità per assicurare una valutazione reale in merito all'interesse della società nel compimento dell'operazione.

La valutazione in merito all'interesse della società assume valore di antecedente logico[351]. Nel caso in cui non sussiste una *ratio* imprenditoriale coerente con l'attività della società e le sue strategie, la verifica degli amministratori indipendenti si esaurisce in un giudizio negativo, senza la necessità di indagare le specifiche condizioni dell'operazione. Nel contempo, un giudizio positivo circa la ragionevolezza dell'operazione inaugura il sindacato degli specifici termini economici dettati per l'operazione.

---

[349] Per l'affermazione che la disciplina regolamentare assegna agli amministratori indipendenti un onere informativo maggiore rispetto al dovere di agire informato di cui all'art. 2381, co. 6, c.c.: PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, 354 s. e 367.

[350] In termini generali, MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208, per cui «il dovere per gli amministratori indipendenti di pronunciarsi sull'interesse della società a compiere l'operazione li indurrà ad esigere dagli amministratori esecutivi e dal *management* precisazioni e chiarimenti idonei a rendere evidenti e oggettivamente conoscibili le ragioni concrete avute di mira da coloro che, all'interno del consiglio e/o della struttura, hanno in concreto promosso l'operazione».

[351] Nello stesso senso, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 66, secondo cui «la questione della rispondenza dell'operazione con parti correlate all'interesse sociale è la valutazione che gli amministratori effettuano in via preliminare, prima cioè di avviare le procedure "rafforzate" di controllo e verifica di correttezza e convenienza».

9. *La correttezza sostanziale dell'operazione*

Si apre, pertanto, la seconda area valutativa inerente alle condizioni economiche dettate per l'operazione. Gli amministratori indipendenti sono tenuti a stabilire la convenienza e la correttezza sostanziale dell'operazione, alla luce delle condizioni economiche stabilite. La correlazione introduce il sospetto che l'operazione possa essere conclusa a condizioni deteriori rispetto a quanto sarebbe stato stipulato con una parte terza. Per scongiurare tale rischio, è stato affermato che le condizioni dell'operazione debbano conformarsi alle condizioni abitualmente applicate in analoghe operazioni di mercato[352]. La dottrina ha, però, precisato che tale valutazione di correttezza sostanziale non richiede la stretta coincidenza dei termini economici: le condizioni della specifica operazione possono discostarsi da tale valore[353]. Una conclusione, del resto, che trova riscontro nella legge e nell'analisi economica. Sotto il primo profilo, una implicita conferma testuale si ha nell'art. 2427, co. 1, n. 22-*bis*, c.c. là dove stabilisce che la nota integrativa di bilancio deve rendere «ogni altra informazione necessaria» sulle operazioni con parte correlata «qualora le stesse non siano state conclusione a normali condizioni di mercato»[354]. Nella seconda prospettiva, i vantaggi strutturali di una OPC in termini di riduzione dei costi di transazione sono destinati a riflettersi nel prezzo dell'operazione, discostandolo dalle condizioni di mercato[355].

---

[352] Così, PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, cit., 1371, rilevando che la valutazione di correttezza sostanziale «si sostanzia in una *fairness opinion* sulla conformità dell'operazione alle condizioni di mercato»; similmente, VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 1998, per cui «la convenienza si risolve principalmente, nell'ambito del più ampio esame concernente la correttezza sostanziale dell'operazione, nella valutazione dei termini più squisitamente economici dell'operazione stessa, per verificare essi siano adeguatamente giustificati nonché allineati ai valori risultati dal mercato».

[353] Cfr. PUCCI, *Il parere degli amministratori nelle operazioni con parti correlate*, cit., 359, nt. 71, per l'esempio «di un bene, difficilmente alienabile secondo le condizioni di mercato, per congiunture economiche sfavorevoli, che risulti invece trasferibile a una parte correlata, sia pure a un prezzo inferiore.

[354] Più approfonditamente, v. la Relazione illustrativa al d. lgs. 173/2008 (che ha introdotto tale disposizione), ove l'affermazione che «per normali condizioni di mercato non dovrebbero intendersi solo quelle attinenti al prezzo dell'operazione, ma anche alle motivazioni che hanno condotto alla decisione di porre in essere l'operazione e condurla con parti correlate anziché con terzi». In giurisprudenza, gli esiti applicativi sono enfatizzati da Trib. Milano, 6 ottobre 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.; Trib. Milano, 20 giugno 2019, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it* (ove l'ulteriore affermazione per cui tale informativa è dovuta *soltanto* nel caso di operazioni con parti correlate concluse al di fuori delle normali condizioni di mercato).

[355] In tal senso, GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2022, 195, rilevando che «il risparmio in termini di costi di transazione dato dal rapporto di vicinanza» e che giustifica il compimento di una operazione con parte correlata, «si riflette inevitabilmente sul prezzo dell'affare: sicché è ben possibile che un'operazione per un prezzo inferiore a quello di altra conclusa con un terzo *at arm's lenght* possa comunque dirsi *fair*».

Per fare un esempio, pur con un certo grado di approssimazione, si consideri l'acquisto di uno stabilimento produttivo. Nel rispetto delle condizioni di mercato, tale immobile è venduto a 100. In una operazione con parte correlata, la facilità di negoziazione può essere ricompresa nel prezzo e l'immobile può essere pagato 120. La divergenza di prezzo è legittima fintanto che il risparmio dei costi di transazione può essere astrattamente valorizzato in misura pari a 20. In questa prospettiva, le condizioni di mercato sono soltanto il parametro di riferimento rispetto al quale misurare la correttezza complessiva dell'operazione[356]. Pertanto, l'operazione dovrà essere ritenuta non abusiva quando non arreca alcun «ingiustificato pregiudizio» alla società[357]. La chiave della correttezza sostanziale è allora l'adeguata motivazione che gli amministratori devono fornire al fine di giustificare la convenienza dell'operazione[358].

Tale modello è tradizionalmente formulato nei confronti di operazioni in cui la ricchezza fuoriesce dal patrimonio sociale nei confronti della parte correlata. Tuttavia, la disciplina conosce nelle operazioni di competenza assembleare una logica differente: un trasferimento *interno* di ricchezza[359]. Nella fusione, per esempio, una redistribuzione interna delle risorse si verifica là dove il concambio è fissato in modo iniquo e in modo tale da favorire l'azionista di controllo che sta dall'altra parte dell'operazione[360]. E lo stesso

---

[356] Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359, secondo cui «parametro di riferimento non possono che essere, innanzi tutto, le condizioni prevalenti sul mercato di riferimento. A tal fine, si dovrà verificare se nella struttura dell'operazione ricorrano eventuali scostamenti, sotto il profilo delle condizioni economico-contrattuali e di altri aspetti caratteristici dell'operazione, rispetto a quelli standard o di mercato».

[357] Così, VENTORUZZO, sub *art. 2391-bis c.c.*, cit., 532, per l'affermazione che «un'operazione con parte correlata non può dirsi sostanzialmente corretta se essa è compiuta secondo modalità e termini a cui gli amministratori esecutivi non avrebbero acconsentito qualora avessero concluso l'affare o la transazione con una controparte non correlata», POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359; analogamente, VALENSISE, *Conflitti di interesse e parti correlate*, cit., 1997.

[358] GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, cit., 197, per cui «il compito a cui sono chiamati gli amministratori nel parere si risolve in un dovere di approfondita motivazione di tutti gli elementi della OPC che concorrono a spiegare perché essa non possa essere ritenuta abusiva»; v. PUCCI, *Il parere degli amministratori nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., 359, per cui, in caso di mancato allineamento con le condizioni di mercato, occorre che l'operazione «sia giustificabile in funzione di altre variabili». Per una logica analoga, nell'ambito del concambio da fusione, v. Trib. Prato, 4 maggio 2011, in *Dir. fall.*, 2011, II, 560 con nota di BAILO LEUCARI, là dove ammette la plausibilità di un rapporto di cambio fondato non esclusivamente sui valori economici delle entità da incorporare, purché tali altri fattori siano resi espliciti al fine di un loro controllo nel merito.

[359] GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, cit., 14.

[360] Per un cenno, MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, cit., 316. V. anche DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, cit., 34, per cui la correttezza societaria si riflette nell'adeguatezza del concambio.

è a dirsi per una operazione di *delisting*, nella quale la spartizione della ricchezza dipende dalla misura del valore concesso in sede di recesso al momento della revoca della quotazione. Ora, il carattere interno di tale trasferimento di ricchezza contribuisce a mutare in parte i termini della questione.

In queste ipotesi, infatti, il problema della correttezza non si spiega tanto in termini di coerenza con altre operazioni straordinarie. Al socio non interessa, infatti, ricevere un trattamento paritario rispetto ad azionisti di altre società coinvolti in altre operazioni. Del resto, una tale verifica è preclusa in radice dalle specifiche caratteristiche economiche, finanziarie e imprenditoriali che contraddistinguono ogni singola società. All'azionista interessa, invece, un trattamento corretto rispetto alla modalità con cui il valore della sua partecipazione viene a configura *internamente* all'esito dell'operazione. In questi termini, il profilo di correttezza si annida nella coerenza tra il valore concretamente attribuito all'azione e il suo valore reale. Una affermazione che, in fondo, riavvicina il meccanismo osservato per le OPC più comuni, se è vero che il prezzo dell'operazione è confrontato con quello di analoghe operazioni di mercato nella convinzione che tale *benchmark* sia in grado di indicare il valore esatto di quel bene[361]. In questi casi, pertanto, la correttezza sostanziale richiede di esaminare la compatibilità tra il valore reale della società e il valore corrisposto al socio uscente: ogni scostamento tra queste due grandezze economiche deve trovare una adeguata giustificazione per poter scongiurare l'esistenza di una condotta abusiva.

Di fronte a una delibera di *delisting*, la valutazione degli amministratori indipendenti richiede di confrontare il valore di disinvestimento con il valore reale delle azioni. Mentre il primo può essere facilmente determinato all'esito del procedimento liquidativo di cui all'art. 2437-*ter*, co. 3, c.c., la determinazione del valore reale della partecipazione risulta con tutta evidenza meno agevole. Un tale compito si presenta forse meno proibitivo, là dove si consideri che il valore reale di una azione non costituisce una entità astratta e ontologicamente predeterminata, che l'amministratore indipendente è chiamato ad accertare[362]. Esso costituisce un

---

[361] Chiaramente, tale assunto presuppone che sia possibile identificare un *benchmark* sufficientemente indicativo. Come noto, tale requisito non è sempre riscontrabile in tutte le operazioni: v. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 303, per l'affermazione che «la *unfairness* delle condizioni economiche concordate con la controparte correlata, specialmente in assenza di un *benchmark* obiettivo, può essere un elemento di per sé particolarmente arduo da provare; analogamente, PACCES, *Rethinking Corporate Governance*. *The Law and Economics of Control Powers*, Abingdon-New York, 2012, 272.

[362] Per tutti, MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., 2, per cui il valore reale delle azioni non è un valore da «accertare, in senso empirico, alla stregua di una qualità immanente»; la valutazione di tale valore evidenzia il «carattere non solo "relazionale" … ma anche e soprattutto "soggettivo"». Nella stessa logica, con riferimento al concetto di congruità, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, 24, secondo cui «un'indagine di natura sostanzialmente pre-giuridica

valore di natura soggettiva, nel senso che rappresenta il valore attribuito alle azioni dagli amministratori esecutivi nel momento in cui si sono trovati a comparare i costi e i benefici dell'operazione e a decidere di promuovere il compimento dell'operazione[363]. Verosimilmente, inoltre, il valore reale non si traduce in una esatta cifra numerica, ma è determinato entro un *range* di valori idonei[364]. In questi termini, gli amministratori indipendenti sono in grado di avvicinarsi a stabilire un valore attendibile tramite una fitta interlocuzione con il Cda, l'ordinaria partecipazione endoconsiliare, l'eventuale affidamento di valutazioni tecniche a un esperto indipendente e la visione di tutta la documentazione utilizzata dagli amministratori a supporto della decisione, specialmente quando siano state eseguite stime e valutazioni destinate a parti terze, come ad esempio finanziatori futuri della società.

Tale giudizio di correttezza può essere, poi, coadiuvato dal ricorso a indici presuntivi in grado di segnalare la presenza di uno scostamento nel valore delle azioni. Come noto, la natura abusiva dell'operazione ruota attorno allo specifico momento temporale prescelto per il *delisting*. La selezione della "finestra temporale" forma, infatti, la base su cui viene calcolato il valore delle azioni dei soci recedenti. La condotta dell'azionista di controllo deve così essere indagata nella prospettiva del *timing* dell'operazione. Anzitutto, assume rilievo l'andamento del periodo di scambi in borsa antecedente all'operazione di *delisting* puro. Una maggior diligenza si impone agli amministratori indipendenti quando l'andamento dei corsi azionari - misurato nel semestre rilevante *ex* art. 2437-*ter*, co. 3, c.c. - riflette una qualche forma di inefficienza o anomalia del mercato. A tal fine, gli amministratori indipendenti possono nominare a spese della società un esperto indipendente *ex* art. 7, co. 1, lett. b, Regolamento OPC, in grado di

---

del suo significato, quale sarebbe quella che prescinda dall'utilizzazione normativa di questa espressione, appare dunque a tutta evidenza non risolutiva».
È in questa prospettiva che si comprende, nella costruzione di modelli giuridici per il funzionamento del mercato dei capitali, la preferenza per un paradigma di efficienza informativa rispetto a un paradigma di efficienza fondamentale. Vi è infatti che «l'efficienza informativa va distinta dall'efficienza "fondamentale" (o "valutativa") …, trattandosi di nozioni che riguardano profili differenti: la capacità dei prezzi di riflettere le informazioni disponibili (vere o false che siano), la prima; l'idoneità dei prezzi a incorporare il "valore intrinseco" del singolo strumento finanziario, la seconda», PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 5 s.

[363] In questo ordine di idee, v. MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, cit., 301, per cui «il titolare di una partecipazione di controllo, in quanto detentore di una posizione di vantaggio conoscitivo in ordine al valore effettivo della controllata, non de[ve] ricercare né elaborare informazioni concernenti quel valore», sull'assunto che già conosce quel valore.

[364] Sul punto, è particolarmente proficuo il confronto con la giurisprudenza in materia di concambio, là dove si è soliti stabilire che è sufficiente individuare una «ragionevole banda di oscillazione»: v. Cass. Civ., 21 luglio 2016, n. 15025. Nella stessa materia, si afferma che la revisione della scelta gestoria richiede uno scostamento rilevante: MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, cit., 312.

dettagliare con maggior precisione lo stato del mercato. Inoltre, il comitato OPC dovrà avanzare approfondite richieste di chiarimenti agli amministratori proponenti, al fine di stabilire se tale circostanza avversa costituisce una mera coincidenza di fatto o la base della condotta espropriativa realizzata dal socio di controllo.

Un ulteriore elemento rilevante consiste nell'esame degli atti gestori compiuta in un periodo temporale prossimo all'operazione di *delisting*. È noto, infatti, che eventuali condotte espropriative possono essere realizzate tramite diverse iniziative in grado di deprimere il valore azionario o, più probabilmente, ritardando il compimento di operazioni "mature", che avrebbero incrementato il valore di disinvestimento degli azionisti di minoranza. Ancora una volta, l'interlocuzione con la componente esecutiva del Cda e la stabile partecipazione alle riunioni endoconsiliari costituiscono elementi opportuni per verificare la bontà delle condotte gestorie.

Gli amministratori esecutivi sono chiamati a giustificare adeguatamente ogni scostamento rilevato dal comitato OPC, alla luce di un completo apparato motivazionale in grado di comprovare la bontà della tempistica e della modalità con cui è stata realizzata l'operazione di delisting. Diversamente, l'operazione non è idonea a integrare il canone di correttezza sostanziale richiesto dalla legge.

Rimane aperto il profilo più delicato in merito alla correttezza dell'operazione: la conoscenza di informazioni private che documentano prospettive future di rendimento. In breve, il problema del *surplus* creato dall'operazione. Si tratta di stabilire se gli amministratori sono chiamati a valutare la modalità con cui i benefici creati dall'operazione siano ripartiti con gli azionisti di minoranza[365]. Al riguardo, si deve invece prediligere la lettura dottrinale che ritiene inclusa tale valutazione nel compito degli amministratori indipendenti[366], sulla base della stretta interconnessione tra

---

[365] Un tale problema presuppone, a monte, che sia stato risolto positivamente il quesito circa il diritto degli azionisti a partecipare di tale *surplus*. Un quesito che nel compimento di una ordinaria OPC sarebbe facilmente risolto in senso affermativo e che, nelle operazioni di *delisting*, finisce invece per assumere esiti opposti. Infatti, il *delisting* è una operazione che conduce all'uscita (forzata) delle minoranze e, in caso di disinvestimento, si deve escludere, in linea di massima, che i soci uscenti possano appropriarsi della ricchezza prodotta da una società della quale non fanno più parte. Il problema sta nel fatto che i benefici attesi dalla società potrebbero costituire una ricchezza che è già maturata *in nuce* e che l'azionista di controllo, in modo opportunistico, decide di capitalizzare *ex post*. Compiere una cernita tra profili fisiologici e patologici costituisce, con tutta evidenza, un compito valutativo dai connotati diabolici. Per tale ragione, al fine di scongiurare esiti paradossali in punto di tutela dell'investitore, si deve concludere che il problema della spartizione dei benefici privati non può essere escluso dall'orizzonte di una operazione di *delisting* e dalla valutazione di correttezza cui sono chiamati gli amministratori.

[366] In questi termini, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del* Delaware, *in ODCC,* 2016, 184.

convenienza e correttezza[367]. Accanto a un elementare argomento di tenore sostanziale che intende scongiurare vuoti di tutela a danno delle minoranze, non convince del tutto l'obiezione di una netta separazione tra i concetti di convenienza e correttezza, che consentirebbe di escludere la lettura della prima alla luce della seconda[368]. La valutazione in merito al *surplus* esorbita da questo binomio per abbracciare il profilo dell'interesse della società. Più precisamente, il valore aggiunto di una operazione è apprezzabile in una prospettiva complessiva che conduce ad abbandonare la circoscritta visione della convenienza delle *condizioni* per ampliare lo sguardo alla convenienza dell'*operazione*[369]. Come osservato nel paragrafo precedente, tale valutazione è attratta nell'area di valutazione che gli amministratori indipendenti compiono in punto di interesse della società[370]. La correttezza sostanziale può perfettamente coesistere con tale valutazione e, in questo modo, integrare la valutazione nel senso di richiedere una spartizione del valore aggiunto creato dall'operazione[371].

Ferme le difficoltà valutative di carattere propriamente tecnico[372], il problema centrale diviene, chiaramente, stabilire la misura di tale ripartizione

---

[367] Per l'affermazione che tale binomio costituisce una endiadi, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70 e 72 (argomentando anche dal dato testuale che si riferisce alla convenienza delle *condizioni*); MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 2010, I, 910. In giurisprudenza Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014, 560.

[368] Così, GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, cit., 196 s.

[369] Sembra convergere in tale direzione SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184, là dove afferma che la disposizione richiede «agli amministratori non correlati una più ampia valutazione della congruenza economica dell'affare, anche al di là dell'equivalenza con comparabili operazioni con parti terze, e in particolare prendendo in considerazione se vi sia almeno una qualche partecipazione della società all'eventuale valore aggiunto atteso dall'operazione con la parte correlata rispetto a paragonabili affari con parti terze».

[370] In dottrina, per il nesso tra convenienza e interesse sociale, MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 207 e GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate"*, cit., 38, per cui la convenienza deve essere attratta nell'area del merito.

[371] In questi termini, è condivisibile l'affermazione di MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 910, per cui «il riferimento all'*interesse della società* riceve concretezza dai parametri della "convenienza" e della "correttezza sostanziale" dell'operazione» (enfasi aggiunta). L'intreccio tra correttezza e interesse (= convenienza dell'*operazione*) funziona anche in senso inverso: una operazione potrebbe presentare condizioni non convenienti, che si giustificano in una prospettiva complessiva dell'operazione, alla luce dei profitti che possono essere creati nel medio-lungo periodo.

[372] Sul punto, con toni critici, BRUDNEY - CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeouts,* cit., 1368, per cui «the problem of implementing a fairness standard comes close to being insourmountable», a causa della difficoltà di misurare i benefici attesi dall'operazione. Al riguardo, come si è visto, può essere d'aiuto adottare il criterio del *range di valori*, eventualmente affidandosi a documenti, stime e valutazioni circolate all'interno della società (ad esempio, a fini di contrarre finanziamenti con parti terze).

e la soglia in presenza della quale l'operazione si colora di abusività[373]. Nella difficoltà di tale compito, si può iniziare a "sfrondare" le ipotesi polarizzate, nel senso di escludere che l'azionista debba distribuire la totalità dei benefici attesi[374] o possa estromettere completamente i soci di minoranza dai guadagni futuri. Sembra inoltre appropriata l'applicazione di un criterio di rilevanza dell'eventuale scostamento, nel senso che l'estrazione di benefici privati può essere riscontrata e condurre al veto dell'operazione, là dove si intercetti un *significativo* scostamento tra il valore reale assunto dagli amministratori e il valore di disinvestimento assegnato ai soci uscenti.

In conclusione, la correttezza viene meno in presenza di due fattori: (1) la deviazione tra il valore reale delle azioni e il valore attribuito in sede di recesso, eventualmente individuato tramite indici presuntivi rilevanti nella prospettiva del *timing* dell'operazione; (2) l'assenza di giustificazioni idonee a comprovare . In queste ipotesi, pare corretto attendersi che il parere del comitato OPC contenga un esito negativo e sia tale da vietare il compimento dell'operazione.

10. *I profili di trasparenza*

L'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza non comporta unicamente l'introduzione di presidi relativi alla condotta degli amministratori e del socio di controllo. La disciplina si occupa di garantire anche una adeguata informazione al pubblico[375]. Più precisamente, per le operazioni di maggiore rilevanza, la società deve predisporre un documento informativo e, per operazioni di competenza assembleare, tale documento deve essere messo a disposizione «entro sette giorni dall'approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea» (rispettivamente, art. 5, co. 1 e 3, Regolamento OPC). Entro

---

[373] Sul punto, v. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184, nt. 95, che prospetta in astratto l'alternativa tra «imporre al socio di controllo un'equa suddivisione del *surplus* derivante dall'operazione» o «esigere una qualche, anche minima, partecipazione della società a tale vantaggio e lasciare l'equità dell'operazione esposta alle valutazioni dei soci … e del mercato».

[374] In una prospettiva di efficienza, si ritiene che una distribuzione integrale dei vantaggi attesi in favore dei soci di minoranza finisca per eliminare quella necessaria quota di benefici privati che giustifica l'adozione di iniziative efficienti da parte del socio di controllo. Con riferimento al diritto di recesso, CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, cit., 268; per le operazioni relative al controllo societario, GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., 785; nella letteratura italiana, ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, cit., 661; nello stesso senso, ID., *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, cit., 180.

[375] Per un esame approfondito di tale profilo, cfr. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011, 137 ss.

il medesimo termine, la società è tenuta ad allegare al documento informativo il parere rilasciato dagli amministratori indipendenti e da eventuali esperti indipendenti, nominati dal Consiglio di amministrazione o dagli amministratori indipendenti (art. 5, co. 5, Regolamento OPC).

Il fulcro della trasparenza al mercato è costituito dal documento informativo richiesto per il compimento di operazioni di maggiore rilevanza e disciplinato dettagliatamente all'Allegato n. 4 del Regolamento OPC. Tra queste, alcune regole specifiche non presentano alcun problema applicativo. La società dovrà anzitutto avvertire il mercato in merito ai «rischi connessi ai potenziali conflitti derivanti dall'operazione» (All. 4, n. 1, Regolamento OPC). Inoltre, dovrà fornire alcune informazioni relative all'operazione di *delisting*: (1) «la descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione» (All. 4, n. 2.1, Regolamento OPC); (2) l'«indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione» nonché «un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere» l'avviso contrario degli amministratori indipendenti (All. 4, n. 2.3, Regolamento OPC); (3) «una illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione» (All. 4, n. 2.5, Regolamento OPC) e (4) l'«indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti; nonché «specificare i nominativi di coloro che hanno votato a favore contro l'operazione, ovvero si sono astenuti, specificando in modo dettagliato le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni» (All. 4, n. 2.8, Regolamento OPC).

Risulta, per contro, più problematica la declinazione di alcuni obblighi informativi di natura obbligatoria. Anzitutto, è questo il caso della previsione che richiede di indicare le «parti correlate con cui l'operazione è posta in essere», la «natura della correlazione», nonché la «natura» e la «portata degli interessi di tali parti» (All. 4, n. 2.2, Regolamento OPC). Al riguardo, si è rilevato come le specifiche caratteristiche delle operazioni di *delisting* non consentono di eseguire tale operazione nei confronti di una controparte correlata, con la conseguenza che la decisione di revocare la quotazione risulta strutturalmente incompatibile con il contenuto di tale informativo. Per tale ragione, l'omissione di tale informazione non può costituire una carenza del documento, sanzionabile dall'Autorità di vigilanza, trattandosi di un comportamento imposto dalla caratteristica dell'operazione, che non pregiudica l'idoneità informativa del documento.

Particolarmente delicata è la previsione che richiede di indicare le «modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione» nonché le «valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari» (All. 4, n. 2.4, primo periodo, Regolamento OPC). Come dimostrato nel paragrafo precedente, nel caso del *delisting*, tale verifica non deve attenersi meramente ad una comparazione di natura quantitativa con le cifre

economiche abitualmente previste per analoghe operazioni. Sotto tale profilo, gli amministratori indipendenti sono chiamati a dare atto di tutte le circostanze che incidono sulla configurazione economica dell'operazione e del motivo per cui ritengono che tali fattori non ne compromettano la correttezza sostanziale.

Connesso a tale aspetto risulta l'ultimo aspetto meritevole di attenzione: la disposizione per cui il documento informativo deve «indicare l'eventuale esistenza di pareri di esperti indipendenti a supporto della congruità del corrispettivo» e le loro «conclusioni» (All. 4, n. 2.4, terzo periodo, Regolamento OPC). Si sarà compreso come il ruolo degli esperti indipendenti non si attesta sul consueto piano di valutazione da un punto di vista strettamente monetario del termine dell'operazione. Non ci sono operazioni analoghe da valutare né metodi di valutazione da illustrare. Il loro ruolo non deve essere, tuttavia, escluso a priori. Essi potrebbero essere coinvolti in merito agli aspetti più tecnici che coinvolgono l'operazione di *delisting*. Così, potrebbe immaginarsi la nomina di un esperto indipendente, incaricato di accertare la regolarità o meno dell'andamento dei prezzi di mercato nel periodo antecedente al *delisting*, al fine di scongiurare eventuali comportamenti anomali ad esso riferiti.

Capitolo III
IL REGIME DI *ENFORCEMENT* DELLA DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La verifica del gestore del mercato regolamentato. - 3. Il potere di veto della Consob. - 4. Attività di vigilanza tra informazione e merito dell'operazione. - 5. I presupposti della sanzione. - 6. (segue) Il ruolo della richiesta *ex* art. 114, co. 5, TUF. - 7. I rimedi di natura privata. - 8. L'arretramento della tutela reale. - 9. La tutela risarcitoria.

1. *Premessa*

Con l'approvazione della delibera assembleare secondo la procedura dettata per le operazioni con parti correlate si perfeziona la volontà dell'emittente idonea a richiedere la revoca delle azioni quotate sul mercato regolamentato. Come osservato in apertura, la volontà assembleare non consente per sé sola di conseguire l'effetto del *delisting,* rendendosi necessaria la volontà concorrente del gestore del mercato regolamentato. Quest'ultimo è infatti chiamato a disporre l'esclusione del determinato strumento finanziario dalla quotazione in virtù della regola generale di cui all'art. 64, co. 2, lett. *c*, TUF. Nel contempo, poteri analoghi sono assegnati alla Consob ai sensi dell'art. 62, co. 3, TUF, sotto forma di un potenziale veto da esercitare qualora l'operazione si riveli in contrasto con gli interessi di mercato.

La delibera assembleare avente ad oggetto la revoca della quotazione si compone di diversi profili che possono - almeno in astratto - formare oggetto di valutazione del gestore del mercato e dell'Autorità di vigilanza, alla luce della sua sostanziale natura di operazione con parte correlata. In questa prospettiva, l'indagine richiede di analizzare i poteri e le modalità con cui si esplica tale attività valutativa da parte del gestore e dell'Autorità di vigilanza, al fine di stabilire fino a che punto possa spingersi il loro sindacato.

2. *La verifica del gestore del mercato regolamentato*

Occorre anzitutto soffermarsi sulla figura del gestore del mercato regolamentato. È in tale soggetto che, come noto, il legislatore concentra il potere di emettere il provvedimento di esclusione di uno strumento finanziario dalla quotazione. Quando l'esclusione non si ricollega a un evento patologico, ma proviene dalla volontà espressa dall'emittente, si tratta di definire la misura e la modalità con cui le regole societarie interagiscono con il ruolo del gestore del mercato regolamentato. Nel contempo, si tratta di verificare se il gestore possa opporre alla volontà assembleare interessi propri, ad essa estranei. È questo il caso della contrapposta esigenza di competitività

dei mercati finanziari[376]: dal momento che l'attività di organizzazione e gestione dei mercati finanziari costituisce espressione dell'attività di impresa dal quale il gestore ricava un profitto, il *delisting* pone uno strutturale conflitto di interesse tra la redditività dell'attività esercitata dal gestore e l'interesse dell'emittente nella sottrazione ai vincoli posti dalla quotazione.

Nello svolgere tale indagine, il punto di osservazione privilegiato è costituito dalle norme autoregolamentari che disciplinano l'esclusione conseguente a vicende societarie. Per evidente contiguità, viene anzitutto in rilievo l'ipotesi del trasferimento su altro mercato regolamentato *ex* art. 133 TUF e art. 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana[377]. A tal fine, l'emittente deve presentare una richiesta scritta di esclusione, sottoscritta dal legale rappresentante, indicando lo strumento finanziario oggetto di esclusione e allegando la delibera dell'assemblea straordinaria e l'attestato dell'ammissione a quotazione in un altro mercato regolamentato (art. 2.5.5, co. 1 e 2, Regolamento Borsa Italiana; Istruzioni di Borsa Italiana, Titolo IA.2, Modello 2 – Richiesta di esclusione dalle negoziazioni). A questo punto, è previsto uno *spatium deliberandi* pari a dieci giorni che decorre dalla data di richiesta, entro il quale il gestore è chiamato a verificare la regolarità degli atti richiesti: l'effettiva formazione della volontà assembleare secondo i *quorum* previsti dagli artt. 2368 e 2369 c.c. e la correttezza del documento che attesta l'ammissione su altro mercato regolamentato. Prima di disporre favorevolmente l'esclusione e indicare «la data di decorrenza» (art. 2.5.5, co. 4, Regolamento Borsa Italiana), il gestore è tenuto a verificare che il mercato di destinazione assicuri una «tutela equivalente» agli investitori[378]. In questi

---

[376] Sul punto, COSTI, *Libertà di impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm*., II, nota a Trib. Milano, ord., 9 febbraio 2000, 102, per cui «l'attività dell'impresa Borsa, mentre rispetta i principi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni di borsa e tutela degli investitori, mira a sviluppare il valore di mercato dei prodotti finanziari trattati».

[377] Per espressa statuizione del legislatore regolamentare, tale fattispecie include «anche la diversa ipotesi dell'emittente italiano che, essendo già quotato sia in Italia sia in altro Paese dell'U.E., richieda l'esclusione dalle negoziazioni nel mercato regolamentato italiano mantenendo la quotazione all'estero» (c.d. *dual-listing*): CONSOB, *Note tecniche in materia di esclusione a richiesta delle negoziazioni*, cit., 20. Nella prassi di mercato, si è fatto più volte ricorso alla procedura di cui all'art. 2.5.5, Regolamento Borsa Italiana nel caso di *dual listing*: più di recente, BB Biotech (5 settembre 2023; quotazione in Italia, Svizzera e Germania); Covivio (26 giugno 2023; quotazione in Italia e Francia); Exor (27 settembre 2022; quotazione in Italia e Olanda); Banco Santander (1° ottobre 2018; quotazione in Italia e Spagna).

[378] Agli azionisti di minoranza è inoltre consentito alienare la propria partecipazione secondo le regole del mercato regolamentato di provenienza, fino a un mese dalla data in cui è stata adottata la delibera assembleare (art. 2.5.5, co. 3, Regolamento Borsa Italiana). Più precisamente, gli azionisti di minoranza che non condividono il merito dell'operazione sono tutelati tramite la previsione di un c.d. *grace period*: l'esclusione diviene effettiva soltanto una volta che sia trascorso almeno un mese dalla data in cui è stata adottata la delibera assembleare, di modo che gli investitori siano in grado di alienare la propria partecipazione secondo le regole del mercato regolamentato di provenienza. Prima dell'entrata in vigore del Regolamento Emittenti, la necessità dell'introduzione di una clausola regolamentare «idonea

termini, la società di gestione del mercato non può liberamente disporre del rapporto di quotazione, dovendo verificare che il mercato regolamentato prescelto dall'emittente non sia tale da eliminare le condizioni di negoziabilità e il quadro giuridico posto a tutela dalla minoranza. Invero, tale verifica si risolve in un compito principalmente formale, in quanto il gestore stabilisce che tale valutazione consiste nel controllo di natura formale atto a stabilire l'esistenza nel diritto finanziario dello Stato di destinazione di una «disciplina dell'offerta pubblica di acquisto applicabile all'emittente nel caso del trasferimento di partecipazioni di controllo» (art. 144, co. 2, Regolamento Emittenti).

L'esame della disciplina consente di formulare un duplice ordine di considerazioni. In primo luogo, il controllo esercitato dal gestore del mercato regolamentato prende la forma di una verifica incentrata sul rispetto dei requisiti procedurali richiesti per il perfezionamento della volontà di esclusione: la delibera assembleare e l'attestato di ammissione nel mercato regolamentato di destinazione. In secondo luogo, si rende evidente come tale norma sancisca una autolimitazione ai poteri discrezionali del gestore del mercato idonea a circoscrivere il proprio margine di apprezzamento e impedire che il gestore possa opporre il proprio interesse in difesa della più numerosa partecipazione al mercato regolamentato da esso gestito[379]. Tale esigenza di competitività del mercato regolamentato finisce per soccombere di fronte all'esigenza di garantire l'autonomia dell'emittente, come esemplificato dalla scelta normativa incardinata nell'art. 133 TUF.

Gli unici limiti alla volontà sociale sono posti nella prospettiva della tutela (equivalente) degli azionisti-investitori. Come si è affermato, l'attività di controllo richiesta al gestore si traduce in una formalità. Tuttavia, tale indice normativo consente di concludere che una richiesta di esclusione non può essere compiutamente perfezionata senza aver verificato l'impatto di tale scelta sulla posizione degli azionisti-investitori, sotto il duplice profilo societario e finanziario. Più precisamente, risulta evidente che tale esigenza di tutela deve essere considerata dal gestore del mercato quando è chiamato a disporre l'esclusione, in presenza di una richiesta di revoca *tout court* della quotazione.

Chiaramente, il contenuto di tale verifica non può essere ricostruito nel dettaglio dagli artt. 133 TUF e 144 RE, essendo tali norme specificamente

---

a salvaguardare … la posizione degli investitori» era già stata sostenuta da CAPRIGLIONE, sub *art. 64 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 1*, Padova, 1998, 625, sulla base del collegamento *ex* art. 133 TUF tra esclusione dalle negoziazioni e il riferimento testuale a «quanto previsto dal regolamento del mercato».

[379] Limitando l'autonomia dell'emittente, la legge limita «indirettamente anche la libertà della società di gestione»: CONSOB, *Nota tecnica in materia di esclusione a richiesta delle negoziazioni*, cit., 18. Nello stesso senso, DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, cit., 1225, rilevando che la previsione dell'art. 133 TUF intende limitare l'autonomia privata dell'emittente e della società di gestione in favore della tutela dell'investitore.

finalizzate a regolare le caratteristiche del mercato regolamentato di destinazione. In ogni caso, nel caso del trasferimento, la tutela è astrattamente garantita dall'esistenza di un (diverso) mercato regolamentato, del quale il gestore è tenuto ad accertare l'effettiva capacità di tutela, con riferimento alle operazioni di acquisizione del controllo. Nel caso del *delisting* puro, la tutela è principalmente fornita dal meccanismo procedurale previsto per le OPC e dal diritto di recesso. Secondo la medesima logica, il gestore del mercato regolamentato dovrebbe verificare che tali tutele siano effettivamente funzionanti nel caso concreto.

Il quesito centrale consiste nello stabilire i margini di tale sindacato. Una risposta sembra provenire dal rapporto tra attività di gestione del mercato e tutela degli investitori. Mentre nella prospettiva della Consob la tutela degli investitori costituisce una finalità che orienta l'attività di vigilanza, nel caso del gestore del mercato regolamentato la tutela degli investitori costituisce esclusivamente un limite alla propria attività imprenditoriale. Il più evidente indice normativo[380] si identifica nell'art. 66-*ter*, co. 1, TUF[381], a tenore del quale il gestore non può liberamente disporre l'esclusione degli strumenti finanziari «che cessano di rispettare le regole del sistema» quando tale provvedimento potrebbe «causare un danno rilevante agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato»[382]. A ben vedere, la

---

[380] Un secondo indice normativo si riscontra nell'art. 2.1.2, co. 1, lett. d, Regolamento Borsa Italiana, là dove è stabilito che l'ammissione alla quotazione non può essere disposta «se la situazione dell'emittente … sia tale da rendere l'ammissione contraria agli interessi degli investitori» (in dottrina, v. FERRARINI, *Ammissione a quotazione*, cit., 25, osservando come tale disposizione sia in grado di limitare il potere di mercato del gestore; analogamente, DE LUCA, *Sul "diritto" di quotazione*, cit., 37, sottolineando come tale disposizione circoscrive la discrezionalità del gestore del mercato). Un ulteriore dato testuale è costituito dall' art. 64-*quater*, co. 3, lett. b, TUF, a tenore del quale il regolamento del mercato deve essere «idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori» (art. 64-*quater*, co. 3, lett. b, TUF). Sotto quest'ultimo profilo, v. NOTARI, *Contratto e regolamentazione nella quotazione in borsa*, cit., 498, secondo cui il regolamento del mercato viene valutato «non solo sotto un profilo di legittimità …, ma anche sulla base di un sindacato di merito, volto alla verifica della sua idoneità ad assicurare» gli interessi protetti dall'art. 62, co. 1, TUF; PATRONI GRIFFI, sub *art. 61 TUF*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 1*, cit., 585. In questi termini complessivi è possibile condividere la conclusione di quanti affermano che «sotto il profilo dei fini vi è una perfetta coincidenza tra la vigilanza della società di gestione e quella della Consob», COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm*., 1997, I, 178.

[381] Nella sua versione originaria, l'art. 41, par. 1, co. 1, MiFID I (attualmente: art. 52, par. 1, MiFID II) era stato inizialmente recepito con l'art. 17 Regolamenti Mercati e si era previsto che il gestore del mercato potesse disporre l'esclusione degli strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole, «tenendo conto degli obiettivi di tutela degli investitori e di ordinato funzionamento del mercato». Sottolineava tale tenore attenuato rispetto al testo dell'art. 41, par. 1, co. 1, MiFID, CORVESE, sub *art. 11 (co. 2-4) d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164*, in A. IRACE - M. RISPOLI FARINA, *L'attuazione della direttiva MiFID*, Torino, 2010, 297.

[382] Sul punto, PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati*, cit., 158 s., spec. nt. 57, affermando come in tali ipotesi si assiste ad una «sorta di "dovere di

tutela degli investitori agisce quale limite alla discrezionalità del gestore del mercato regolamentato.

Sulla scorta di tale premessa, è possibile stabilire l'intensità della verifica richiesta a Borsa Italiana. Quando la tutela dell'investitore si atteggia come limite significa che essa non costituisce l'elemento che qualifica e determina l'attività di vigilanza: è un fatto che il gestore semplicemente riscontra nello svolgimento della propria attività di impresa e deve tenere in considerazione. Per ciò, deve trattarsi di un fatto *manifesto*, senza che si renda necessaria l'attivazione di penetranti poteri di indagine e informazione che solo si giustificano quando la tutela dell'investitore si pone come obiettivo. In altri termini, il gestore del mercato deve limitarsi ad accertare l'esistenza di una condotta dannosa, in una certa misura *self-evident*[383]. Pertanto, il gestore del mercato regolamentato con riferimento al *delisting* puro può negare il provvedimento di esclusione quando esso produce un danno palese e rilevante agli azionisti.

Per contro, lo spazio di discrezionalità del gestore del mercato regolamentato tende quasi ad annullarsi in presenza di vicende societarie idonee a cagionare l'esclusione di uno strumento finanziario dalla quotazione. Nelle fattispecie di esclusione volontaria tipizzate dal Regolamento, le disposizioni del Regolamento di Borsa Italiana sono particolarmente esplicite nell'assegnare al gestore del mercato regolamentato il compito di verificare unicamente il rispetto dei requisiti legali previsti dal diritto societario, senza poter opporre proprie valutazioni o interessi personali contrastanti con quelli dell'emittente. Il gestore dispone infatti l'esclusione «in subordine agli adempimenti di legge» (artt. IA1.2.6-8, Istruzioni di Borsa, rispettivamente per le ipotesi di conversione di una categoria di azioni; fusione; scissione). La discrezionalità del gestore del mercato regolamentato non si concentra tanto sugli aspetti sostanziali dell'operazione, concentrandosi sull'osservanza della procedura imposta dalla disciplina della specifica vicenda societaria e sulla definizione delle modalità che regolano «l'intervento di cancellazione delle azioni», con particolare attenzione alla data dalla quale decorre l'effettiva

---

disapplicazione" al caso concreto delle disposizioni del regolamento del mercato» (nel vigore del precedente art. 17, co. 1, Regolamenti Mercati). Secondo l'Autore, inoltre, la lettera della norma deve essere estesa anche alle fattispecie che integrano un *exit* su mera richiesta (p. 166).

[383] Una conclusione in una certa misura coerente con quanto avviene in sede di ammissione alla quotazione, dove il provvedimento può essere rifiutato soltanto quando esiste una manifesta violazione: FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e* self-listing, cit., 25, per cui la regola di cui all'art. 2.1.2, co. 1, lett. d, Regolamento Borsa Italiana, «è formulata in senso negativo: l'ammissione è negata se non può formarsi un mercato regolare o se vi è contrasto con l'interesse degli investitori. Il che dovrebbe influire sul modo in cui la discrezionalità è esercitata: l'ammissione è rifiutata quando sia univocamente in conflitto con la tutela degli investitori. Si vuole così assicurare una soglia minima di protezione, in fase di accesso al mercato finanziario; tuttavia, essendo il gestore fornito di potere di mercato, il diniego può essere esercitato in casi estremi, di irrimediabile conflitto con l'interesse degli investitori».

revoca della quotazione e decade la negoziabilità sul mercato regolamentato (art. IA2.1.6-7, Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana).

3. *Il potere di veto della Consob*

Il limitato perimetro di controllo che spetta al gestore del mercato regolamentato non deve indurre a riscontrare un vuoto di tutela a danno degli azionisti di minoranza e del mercato in generale, poiché un più profondo sindacato compete all'Autorità di vigilanza nell'adempimento del proprio compito di tutelare gli investitori.

Per vero, le modifiche introdotte dalla Legge Capitali hanno ridisegnato lo spazio di intervento della Consob. In particolare, è stata disposta la soppressione del sistema di c.d. doppio controllo[384] *ex* art. 66-*ter*, co. 4 e 6, TUF (versione precedente)[385]. In un contesto di rafforzamento della protezione del pubblico risparmio, la l. 262/2005 aveva introdotto una fase rafforzata di verifica, che condizionava l'esecutività del provvedimento di esclusione disposto dal gestore del mercato regolamentato a una fase successiva di scrutinio da parte dell'Autorità di vigilanza. Più precisamente, entro cinque giorni dalla ricezione della comunicazione del provvedimento, la Consob poteva «vietare l'esecuzione delle decisioni … di esclusione» da un mercato regolamentato, quando tale provvedimento si poneva in contrasto con la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento della negoziazione o la tutela degli investitori[386] (art. 66-*ter*, co. 6, TUF, versione precedente). Alla

---

[384] Così, ENRIQUES - GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in *Il Testo Unico finanziario* (diretto da Cera - Presti), cit., 334; PLATEROTI, sub *art. 65 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - tomo I*, Torino, 2012, 812, per cui la Consob «è portatrice» dell'interesse pubblico «a che tali mercati siano gestiti in modo ordinato e nel rispetto delle regole applicabili»; PACE, sub *art. 14 (c-e) l. 28 dicembre 2005, n. 262*, in A. NIGRO - V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, 231, osservando come l'attribuzione alla Consob del potere di veto attuato con la c.d. legge del risparmio evidenzia «il ruolo esclusivo della Commissione in punto di vigilanza sul mercato mobiliare» e riconduce «la posizione della s.g.m. a mero soggetto di controllo sul rispetto del regolamento»; già, CAPRIGLIONE, sub *art. 64 TUF*, cit., 620, nella versione originaria del TUF, rilevando che le finalità di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori sono «demandate dalla norma dell'art. 63 alle valutazioni della *sola* Consob» (corsivo originale).

[385] La modifica è stata introdotta con l'art. 8, co.1, lett. b, Legge Capitali. Per un primo commento, SASSELLA, sub *art. 8 Legge Capitali*, in P. MARCHETTI - VENTORUZZO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali*, Pisa, 2024, 44 s., ove l'affermazione che «l'abrogazione del regime di esecutività differita è da accogliersi favorevolmente, rispondendo a obiettivi apprezzabili e assolutamente condivisibili di semplificazione del quadro normativo e di maggiore efficienza ed efficacia del procedimento» (ivi, 53).

[386] Più precisamente, un tale provvedimento poteva essere assunto in forza di «elementi informativi diversi da quelli valutati» dal gestore. Su quest'ultimo aspetto, AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob* "nouvelle", in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 155, enfatizzando il fatto che tale potere di intervento è limitato alle ipotesi in cui la Consob «abbia

luce di tale contesto normativo, il potere di veto in capo alla Consob poteva indirizzarsi sia verso provvedimenti d'ufficio, là dove ritenesse che l'evento patologico non fosse tale da giustificare la revoca; sia verso provvedimenti di esclusione volontaria, dove riscontrasse un problema connesso alla tutela degli investitori o agli interessi del mercato.

La rimozione di tale potere di veto - realizzato con la Legge Capitali e programmato ben prima dalla stessa Consob[387] - muove da un giudizio di inefficienza: a fronte dell'evidente incremento di oneri procedurali non vi sono apprezzabili benefici conseguiti, in quanto la disposizione finisce per duplicare formalmente una prerogativa di vigilanza che già il sistema consente di riconoscere alla Consob[388]. In particolare, nell'ambito della revoca volontaria della quotazione, l'Autorità di vigilanza detiene il potere di adottare, in caso di necessità e urgenza, i provvedimenti necessari a tutela delle finalità generali che governano le sedi di negoziazione (art. 62, co. 3, TUF). Il tenore ampio di tale disposizione consente alla Consob di vietare l'esecuzione di provvedimenti di esclusione, senza la formale attivazione di una seconda fase della procedura. In questi termini, l'intervento normativo di semplificazione non sottrae alla Consob un potere di vigilanza, ma si limita a modificare la base normativa della propria azione.

Con essa muta anche la struttura procedimentale prevista per l'assunzione del provvedimento di esclusione. L'Autorità di vigilanza non è tenuta a emettere un provvedimento di contenuto positivo con il quale dispone la revoca della quotazione, né esiste più un *iter* idoneo a configurare una sorta di silenzio-assenso: la decisione del gestore del mercato è destinata a produrre effetti immediati. La prassi rivela, in realtà, un contesto ancor più integrato. L'Autorità di vigilanza non esercita tale potere in stretta separazione dal gestore del mercato. Al contrario, tale potere d'urgenza fonda il presupposto affinché «la Consob e la società di gestione del mercato oper[i]no in concreto in stretta cooperazione e coordinamento tra loro già nelle fase anteriori alla formale assunzione da parte della società di gestione del mercato» del provvedimento di esclusione[389].

---

acquisito elementi informativi *diversi* - id est: ulteriori o contrastanti - rispetto a quelli già valutati» dal gestore.

[387] L'abrogazione di tali poteri era già stata proposta tempo addietro da CONSOB, *Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "Concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "Semplificazione regolamentare del mercato finanziario"* [Documento di consultazione. Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di mercati], (2011), in *www.consob.it*, 11 s. In tale contesto, l'Autorità di vigilanza aveva espressamente chiarito che tale modifica normativa non era affatto intesa a circoscrivere il ruolo dell'autorità di vigilanza, quanto a eliminare disposizioni normative che aggravano inutilmente l'ordinamento, dal momento che il loro significato è in ogni caso recuperabile attraverso altre prerogative dell'autorità di vigilanza.

[388] Si consideri inoltre che le Relazioni annuali di Consob non danno mai riscontro di un utilizzo di tale strumento, potendosi dunque affermare che esso è rimasto nei fatti inoperoso.

[389] SASSELLA, sub *art. 8 Legge Capitali*, cit., 53.

Nello specifico ambito del *delisting* puro, il potere di veto della Consob concorre con il potere di blocco che abitualmente compete agli amministratori indipendenti. In questi termini, lo spazio di sindacato dell'Autorità di vigilanza si modella in funzione delle determinazioni del comitato OPC. La Consob è, infatti, estromessa del proprio potere di veto quando il compimento dell'operazione è stato vietato dal comitato OPC o l'operazione è stata adottata - secondo il meccanismo di *whitewash* - con una larga partecipazione degli azionisti non correlati. Nella prima ipotesi, non è venuto a prodursi alcun atto di contenuto gestorio. Nell'altro caso, il consenso dell'operazione costituisce una autonoma valutazione soggettiva della minoranza, con la conseguenza che il sindacato della Consob retrocede, non potendo sostituire ad essa un diverso giudizio[390]. È, del resto, significativo che, con riferimento al prezzo da determinare *ex* art. 108, co. 2, TUF, la stessa Autorità di vigilanza abbia dichiarato l'intento di «valorizzare la dialettica societaria rispetto ai [propri] poteri discrezionali» quando l'offerta riceve un'ampia adesione da parte degli azionisti (= pari al novanta per cento del capitale detenuto dagli oblati[391]. Il potere di veto è, pertanto, destinato a essere esercitato quando il *delisting* è adottato con il voto favorevole da parte degli amministratori indipendenti.

4. *Attività di vigilanza tra informazione e merito dell'operazione*

In vista dell'esercizio di tale potere, occorre stabilire quale sia il perimetro di vigilanza che compete alla Consob. Un compito interpretativo che non può essere fondato sulle finalità di vigilanza *ex* art. 62 TUF, essendo redatte come clausole generali che non consentono di tracciare con precisione i confini della supervisione che compete all'Autorità[392].

Al riguardo, si deve sin da subito escludere che l'Autorità possa sindacare il merito dell'operazione. Per sua natura, la vigilanza della Consob non interviene direttamente nell'ambito della *corporate governance*, in

---

[390] Più precisamente, con riferimento all'attività del giudice, «proprio perché il consenso all'operazione si basa su una valutazione soggettiva della minoranza, il giudice è chiamato esclusivamente a verificare che l'accordo sia stato raggiunto e che ciò sia avvenuto nel rispetto delle norme procedurali previste, senza poter interferire sulla correttezza del valore definito dalle parti»: ENRIQUES - ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, cit., 8.

[391] CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, cit., 19. Più precisamente, nell'ambito della revisione della disciplina in materia di obbligo d'acquisto *ex* artt. 108 TUF e 50 RE, l'Autorità di vigilanza ha inteso circoscrivere il proprio spazio di intervento nella determinazione del prezzo da corrispondere agli azionisti residuali, in favore del corrispettivo che sarebbe emerso all'esito dello svolgimento dell'offerta.

[392] Tale aspetto è enfatizzato da VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, cit., 14 s., secondo cui le finalità di vigilanza sono «clausole di carattere generale» che lasciano «larga discrezionalità».

quanto il suo compito istituzionale consiste nel proteggere l'affidabilità e la completezza dell'informazione diffusa al mercato[393]. In altri termini, per quanto nella prassi tali confini non siano sempre ben distinti[394], la Consob non è deputata a «scrutinare il merito delle scelte e delle decisioni imprenditoriali»[395]: il suo ruolo consiste nell'assicurare l'assunzione di scelte di investimento consapevoli[396].

Tale conclusione vale per l'ordinaria gestione dell'impresa che si svolge nel corso dell'esercizio sociale[397] e, soprattutto, nel particolare

---

[393] Tale ruolo è proprio dell'Autorità di vigilanza sin dalla sua istituzione. Sul punto, LANDI, *Consob* (*Legge 7 giugno 1974, n. 216*), cit., 16 s., per cui il controllo non riguarda tanto la gestione degli enti ammessi alla quotazione, ma la completezza e la veridicità dell'informazione; COTTINO, *La Commissione per la società e la borsa: luci e ombre della mini-riforma*, in *Giur. comm.*, I, 1974, 444, per cui piuttosto che occuparsi della vera gestione delle società, si riduce a un «semplice "organo di riscontro dell'adempimento degli obblighi di pubblicità che vengono imposti alla società"»; COLOMBO, *Tutela del risparmio e "controllo" della Consob*, in *Riv. soc.*, 1988, 20, per cui «nel settore delle società quotate, così come quello del mercato mobiliare, essa ha quasi esclusivamente un potere di *supervisione* sulla sufficienza ed adeguatezza dell'informazione, e di *promozione* dell'informazione attraverso un'attività di amministrazione attiva». Secondo quest'ultimo Autore, «il limite che la Consob può porre alla libertà di iniziativa economica va rinvenuto nella coerenza con la finalità della protezione del risparmio, ed in particolare nella coerenza con la finalità della protezione del risparmio attraverso la completezza e la veridicità dell'informazione», COLOMBO, *Tutela del risparmio e "controllo" della Consob*, cit., 20. In senso parzialmente difforme, se ben si intende, SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm*., 1976, I, 886, secondo cui l'istituzione della Consob assolve il «compito precipuo di controllare la regolarità della gestione delle società quotate».
Un unico spazio di sindacato sulla gestione era consentito implicitamente in sede di ammissione alla quotazione: cfr. COLOMBO, *Tutela del risparmio e "controllo" della Consob*, cit., 22, sottolineando come in tale ambito la Consob potesse vietare l'ammissione a tutela dell'interesse pubblico (nel vigore dell'art. 20, co. 1, l. 281/1985). Attualmente, tale prerogativa è affidata al gestore del mercato regolamentato. La dottrina condivide, in ogni caso, lo spazio di valutazione nel merito: sul punto, v. DE MARI, *Il contratto di quotazione*, cit., 408, nt. 14, per cui l'ammissione non è un atto dovuto e il gestore verifica la sussistenza di «c.d. requisiti sostanziali, non tipizzati a livello regolamentare, dall'analisi dei quali devono evincersi le reali prospettive di crescita e gestione del *business* della società, l'equilibrio finanziario dell'impresa ed altri dati di rilievo economico».
[394] Le interferenze della Consob nella gestione delle società quotate sono segnalate da P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss., con particolare riferimento alla vigilanza indiretta effettuata per il tramite dell'organo di controllo interno e dell'obbligo in capo ad esso di comunicare all'Autorità di vigilanza le irregolarità riscontrate *ex* art. 149, co. 1, lett. *b* e co. 3, TUF.
[395] P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., 37.
[396] Sul punto, v. LIBONATI, *La "quarta" Consob*, in *Riv. soc.*, 1985, 465, per cui l'interesse «di cui è tutore la Consob … è massimamente alla chiarezza e alla veridicità di un quadro di informazioni dovute, per consentire scelte consapevoli».
[397] La Consob non è abilitata a un monitoraggio e a una interferenza in tempo reale, valutando l'informazione diffusa periodicamente - tramite la relazione finanziaria e la relazione sul governo societario - o in occasione del compimento di operazioni *price-sensitive*. Sul punto,

momento di governo societario che qui viene in rilievo: le operazioni con parti correlate. La natura informativa della vigilanza si intuisce dal fatto che l'Autorità di vigilanza è diretto destinatario degli obblighi informativi che gravano sull'emittente *ex* art. 5, co. 7, Regolamento OPC e trova una straordinaria conferma negli esiti dell'attività sanzionatoria. Gli addebiti contestati da Consob nelle operazioni di maggiore rilevanza riguardano sempre l'omissione o la carenza nell'informativa richiesta nel documento e nei pareri di cui all'art. 5 o nelle comunicazioni al mercato di cui all'art. 6, Regolamento OPC[398]. La Consob non intende sindacare la valutazione in sé compiuta dalla società e dagli amministratori indipendenti in merito all'interesse nel compimento dell'operazione; né i provvedimenti condannano le condizioni economiche specificamente dettate per l'operazione, come evidente nel caso in cui un emittente è stato sanzionato per il fatto che il documento informativo non riportava le modalità di determinazione del corrispettivo e le valutazioni in merito alla sua congruità[399]. Insomma, la Consob contesta la completezza e la coerenza della motivazione, ma non si spinge mai a scrutinare il merito dell'operazione.

I confini dell'attività di vigilanza che emergono si saldano perfettamente con alcuni momenti chiave della dialettica societaria: la potenziale instaurazione o cessazione del rapporto associativo in sede di mercato primario od offerta pubblica d'acquisto. In tali ipotesi, ferma l'esclusione di giudizi di opportunità sull'adesione, la Consob non può in alcun modo intervenire sulle condizioni economiche dettate nell'operazione, sindacando o rettificando il prezzo dello strumento finanziario da sottoscrivere o il valore del corrispettivo d'offerta. La vigilanza è finalizzata a garantire la «completezza, comprensibilità e coerenza» dell'informazione o, più semplicemente, «un fondato giudizio sull'offerta» (rispettivamente, artt. 94, co. 3, e 102, co. 4, TUF).

La Consob può dunque riscontrare e punire unicamente violazioni di obblighi di natura informativa *ex* artt. 5 e 6 del Regolamento OPC[400]. Nel

---

MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., 42, affermando che «la relazione sul governo societario è qualcosa che consuntiva l'applicazione della *corporate governance* e la fotografa all'appuntamento annuale delle relazioni finanziarie. Sotto questo profilo, è estraneo alla materia … il farsi quotidiano della *corporate governance*».

[398] In tal senso, Delibera 10 luglio 2015, n. 19232 (*Pierrel*); Delibera 2 ottobre 2015, n. 19400 (*Sintesi*); Delibera 17 novembre 2016, n. 19781 (*Chl*); Delibera 13 dicembre 2016, n. 19810 (*TerniEnergia*); Delibera 21 dicembre 2016, n. 19822 (*Banca Intermobiliare*); Delibera 20 dicembre 2017, n. 20245 (*Dmail Group*); Delibera 28 settembre 2017, n. 20143 (*Parmalat*); Delibera 4 marzo 2021, n. 21747 (*Seri Industrial*); Delibera 14 febbraio 2024, n. 23009 (*Softlab*); Delibera 17 luglio 2024, n. 23214 (*Belvedere*), tutte disponibili presso *www.consob.it*.

[399] Cfr. Delibera 23 febbraio 2022, n. 22243 (*Compagnia Immobiliare Azionaria*), in *www.consob.it*.

[400] Secondo ZOPPINI, *Sanzioni e disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc*., 2023, 210, l'introduzione di una sanzione *ad hoc* è destinata a soppiantare il ricorso a sanzioni

contempo, l'introduzione di una fattispecie sanzionatoria interamente dedicata alla materia delle OPC *ex* art. 192-*quinquies* TUF consente di ritenere sanzionabile anche ogni violazione della procedura (come, ad esempio, il mancato rilascio del parere vincolante da parte del comitato OPC).

5. *I presupposti della sanzione*

Il problema sta nel fatto che, quando vengono riscontrate tali inadempimenti, la Consob detiene il potere di comminare una sanzione amministrativa pecuniaria[401]. In questi termini, l'Autorità di vigilanza detiene unicamente il potere di imporre tramite la sanzione un costo - diretto e reputazionale - per l'assunzione dell'operazione. Nel caso del *delisting*, come noto, il potere si fa però ben più penetrante, arrivando a impedire *in toto* il compimento dell'operazione. Di qui, l'esigenza di mantenere un nesso tra violazione e sanzione e, in questa prospettiva, la necessità di stabilire quali condotte possano essere poste alla base dell'esercizio del veto nei confronti della delibera assembleare di *delisting*.

Sotto un primo profilo, come osservato, la Consob potrebbe rilevare una violazione di natura procedurale, là dove siano omesse singole fasi della procedura. Nella prospettiva di una proporzione tra violazione e sanzione, sembra preferibile ritenere che non ogni violazione procedimentale possa legittimare l'esercizio del potere di veto in favore di una proporzione tra violazione e sanzione. La condotta deve superare una soglia di rilevanza tale da compromettere l'affidabilità dell'operazione o il potere decisionale degli azionisti (ad esempio, nel caso in cui non sia stato diffuso al mercato il parere degli amministratori indipendenti, che costituisce il principale strumento di tutela sulla correttezza dell'operazione). Equiparando il potere di veto ai rimedi propri di tutela reale, uno spunto in tal senso si ricava dal diritto societario in materia di annullabilità delle delibere per vizi procedimentali. Secondo una ricostruzione fondata sul disposto di cui all'art. 2377, co. 5, c.c.[402], il vizio procedimentale è causa di annullamento soltanto quando

---

fondate sulla violazioni di obblighi informativi e sulla valorizzazione dell'art. 193 TUF. Per un *focus* sul nesso tra OPC e comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate *ex* art. 6 Regolamento OPC, v. DE POLI, *Le recenti modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"*, in *Società*, 2022, 79.

[401] Ai sensi dell'art. 192-*quinquies*, co. 1, TUF, «nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano l'articolo 2391-*bis* del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro dieci milioni».

[402] Come noto, la delibera è annullabile in caso di (1) partecipazione in assemblea di persona non legittimata, risultata determinante per il raggiungimento del *quorum* costitutivo; (2) invalidità di un singolo voto o errato conteggio da parte del presidente assemblea, risultata determinante per il raggiungimento della maggioranza; (3) incompletezza o inesattezza del verbale, tale da impedire l'accertamento del contenuto, degli effetti o della validità della delibera.

possiede «una rilevanza tale da aver potuto in qualche modo orientare l'esito della successiva deliberazione»[403].

Il problema principale consiste nello stabilire il comportamento dovuto dalla Consob quando le diverse fasi sono formalmente osservate. Il dilemma sorge quando, nell'esercizio dei propri poteri di vigilanza, l'Autorità riscontra l'omissione o la lacunosità della trasparenza richiesta all'emittente nel compimento dell'OPC. Tale profilo, infatti, assume particolare rilievo nella prospettiva dell'estrazione di benefici privati, in quanto l'assenza di una giustificazione idonea è elemento costitutivo della condotta espropriativa dell'azionista. Nel contempo, una motivazione carente non è, però, condizione sufficiente: vi deve essere a monte uno scostamento tra valore reale dell'azione e valore di recesso. È questo l'elemento che segna il confine tra una violazione di natura meramente informativa e un reale problema di correttezza sostanziale dell'operazione.

Il punto è fin dove l'Autorità può spingersi nel sindacato sull'inadeguatezza della trasparenza. L'esigenza di conservare il tradizionale regime di vigilanza dovrebbe negare alla Consob il potere di spingersi nel merito dell'operazione e delle sue condizioni economiche. Tuttavia, una tale impostazione peccherebbe di un eccesso di formalismo, in quanto finirebbe per svuotare il significato del potere di veto e l'effettività della tutela associata al suo esercizio in un momento di estremo rilievo per la posizione sostanziale degli azionisti di minoranza. Può allora affermarsi l'opportunità di concedere all'Autorità di vigilanza un più ampio scrutinio dell'operazione, scongiurando nel contempo la possibilità che la Consob possa rideterminare sistematicamente la correttezza sostanziale dell'operazione. Un punto di equilibrio tra autonomia privata e controllo pubblicistico può essere identificato definendo una soglia di rilevanza (soltanto) in presenza della quale alla Consob è consentito un più profondo scrutinio dell'operazione.

5. (segue) *Il ruolo della richiesta* ex *art. 114, co. 5, TUF*

A questo scopo, viene in soccorso una specifica prerogativa accordata alla Consob nell'ambito della vigilanza informativa: il potere di richiedere «notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico» (art. 114, co. 5, TUF)[404]. Tale potere segue gli ordinari presupposti con cui l'Autorità di

---

[403] MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, cit., 354 s.; in senso sostanzialmente simile, v. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 2013, 114, per cui la delibera può essere annullata quando il vizio nella trasparenza preassembleare o assembleare «riguardi circostanze di forte rilievo rispetto alla delibera e risulti idoneo ad alterare in modo significativo la formazione della volontà dei votanti». In giurisprudenza, Cass. Civ., 12 dicembre 2005, n. 27387; Trib. Roma, 27 aprile 1998, in *Società*, 1998, 1442.

[404] Le richieste concretamente effettuate sono pubblicate sul sito di Consob, secondo la formale dicitura di «Richieste di divulgazione di informazioni ai sensi dell'art. 114 del d.lgs. n. 58/1998» (d'ora in poi, "Richieste di divulgazione"). In funzione dell'esercizio di tale prerogativa, la Consob può inoltre richiedere la comunicazione a lei riservata di «notizie e

vigilanza interviene, cioè l'incompletezza o l'incoerenza delle motivazioni addotte nel compimento dell'operazione. L'aspetto di novità sta nel duplice profilo della tempistica e del contenuto di tali richieste.

Sotto il primo aspetto, questo potere di integrare la trasparenza al mercato non è esercitato come rimedio *ex post*, ma viene attuato in contemporanea con la diffusione delle informazioni da parte dell'emittente. In questo modo, l'informativa viene corretta in tempo reale a beneficio delle decisioni di investimento degli investitori, del voto sull'operazione e di possibili impugnazioni successive. Nella seconda prospettiva, le richieste avanzate dalla Consob possono presentare un significativo grado di analiticità in merito alle lacune e alle incongruenze riscontrate. Tramite tale potere, la Consob impone una più dettagliata esposizione delle motivazioni che giustificano l'interesse della società nel compimento dell'operazione e la correttezza sostanziale come elemento chiave dell'idoneità dell'operazione a escludere condotte espropriative[405], come nell'ipotesi di una fusione con finalità di *delisting*, dove ha richiesto di precisare le «motivazioni per le quali la Società ritiene che la quotazione delle azioni … non attribuisce più "alcun" concreto beneficio ai relativi azionisti»[406].

Più nello specifico, prendendo spunto dalla prassi di vigilanza, la Consob è solita richiedere la diffusione e l'illustrazione di ogni singola fase della procedura OPC: (1) la delibera del Cda, con la specifica indicazione dei voti contrari e delle *dissenting opinion*[407]; (2) il processo valutativo impiegato dagli amministratori per stabilire la coerenza con le condizioni di mercato[408]; (3) la valutazione di opzioni alternative[409]; (4) la modalità e la tempistica con la quale è stato coinvolto il comitato OPC[410], nonché l'idoneità di eventuali presidi equivalenti ad esso[411]; (6) il motivo della scelta di un determinato

documenti» in grado di ampliare la propria base informativa (art. 115, co. 1, lett. a, TUF). Coerentemente con tale quadro normativo, alcuni provvedimenti sanzionatori irrogati dall'Autorità di vigilanza puniscono l'omessa o carente risposta a tale richiesta: vedi, ad esempio, Delibera 28 settembre 2017, n. 20143 e Delibera 16 dicembre 2021, n. 22131, entrambe in *www.consob.it*.

[405] Cfr., tra le tante, CONSOB, Richieste di divulgazione, *Vincenzo Zucchi*, (13 ottobre 2022), in *www.consob.it*., ove la richiesta di precisare nel documento informativo (1) in che modo l'operazione consente di conseguire «maggior forza contrattuale verso i fornitori», a fronte del fatto che l'emittente già comunica di avere questa forza; (2) quali sono i benefici attesi, alla luce dell'affermazione per cui l'operazione incrementa i «rischi di aggregazione»; CONSOB, Richieste di divulgazione, *Softlab*, (31 marzo 2022), in *www.consob.it*, ove la Consob richiede di precisare nel parere del comitato OPC la convenienza e l'interesse della società, «tenuto conto delle predette inefficienze e dei rischi connessi» all'operazione.

[406] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Cad It*, (10 settembre 2019), in *www.consob.it*.

[407] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Telecom Italia*, (15 dicembre 2017), in *www.consob.it*.

[408] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Banca Popolare Friuladria*, (12 aprile 2016), in *www.consob.it*.

[409] CONSOB, Richieste di divulgazione, *CDC Point*, (15 settembre 2013), in *www.consob.it*.

[410] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Banca Popolare Friuladria*, cit.

[411] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Dmail Group*, (17 novembre 2015), in *www.consob.it*.

esperto indipendente, i criteri utilizzati, le limitazioni incontrate[412]; (7) nello specifico ambito di una fusione con finalità di *delisting*, le «modalità con le quali si intende realizzare l'integrazione strategica industriale e commerciale delle società partecipanti alla fusione», nonché la probabilità del compimento di future operazioni straordinarie[413].

Oltre a favorire una più accurata informazione al mercato, tale onere motivazionale rafforzato imposto dalla Consob è idoneo ad assumere una particolare forza segnaletica. Quando l'emittente non fornisce risposte o, più verosimilmente, offre informazioni ancora lacunose, sorge un fondato sospetto che la carenza di motivazione possa celare l'esistenza di una condotta che viola il canone di correttezza sostanziale dell'operazione[414]. È questo l'indice in presenza del quale la Consob può attivare un più profondo esame della correttezza dell'operazione di *delisting* puro. In altri termini, il perimetro di vigilanza si amplia esclusivamente nelle ipotesi in cui la Consob sia in possesso di elementi in grado di comprovare la probabile esistenza di una condotta espropriativa. Entro questi limiti, la potenziale applicazione del potere di veto in sede di revoca della quotazione finisce allora per conformare lo spazio di vigilanza che compete alla Consob. In presenza di fondati sospetti sulla correttezza sostanziale dell'operazione, l'Autorità di vigilanza sarà tenuta a stabilire se l'operazione integra una condotta espropriativa[415].

All'evidenza, la valutazione sulla correttezza sostanziale e sulla rilevanza di un vizio procedimentale implica un non marginale spazio di discrezionalità in favore della Consob[416]. Il controllo di tale attività valutativa

---

[412] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Vincenzo Zucchi*, (13 ottobre 2022), in *www.consob.it*.
[413] CONSOB, Richieste di divulgazione, *Cad It*, cit.
[414] In altri termini, la prospettiva si sposta dall'affidabilità informativa all'affidabilità della condotta. Si ripresentano in termini sostanzialmente simili le considerazioni svolte in punto di prospetto, là dove si è affermato che «più che riguardare un affidamento nel documento informativo … il problema sollevato da un prospetto falso o incompleto attiene all'immissione e alla circolazione nel mercato di strumenti finanziari, il cui prezzo non ne riflette il "valore intrinseco"»: così, PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 78 s.
[415] La disciplina in materia di OPC non pretende che il profilo abusivo costituisca *l'unica* ragion d'essere dell'atto, a differenza di quanto è richiesto nell'impugnazione della delibera per abuso di maggioranza.
[416] Il problema dei confini della discrezionalità della Consob è tema ampiamente dibattuto sin dalle sue origini. Cfr. in argomento, MIGNOLI, *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni: la Consob*, cit., 186 ss.; MINERVINI, *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni*. *Prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 542 ss. Sottolineando i margini valutativi particolarmente ampi in sede di ammissione alla quotazione: JAEGER, *La l. n. 281 e i nuovi poteri della Consob*, in *Giur. comm.,* 1985, I, 951 s. per cui la discrezionalità è funzionale all'interesse superiore dei risparmiatori; COLOMBO, *Tutela del risparmio e "controllo" della Consob*, cit., 21 per cui si tratta di «discrezionalità vincolata nel suo esercizio alla sola finalità di protezione dell'interesse dei risparmiatori, e sotto tale profilo sindacabile in via giurisprudenziale».

ha come punto di riferimento la motivazione del provvedimento[417]. L'Autorità di vigilanza è tenuta a illustrare i fatti, le carenze o le omissioni sulle base delle quali si ritiene che l'operazione sia stata assunta in violazione delle regole formali e sostanziali che ne governano il procedimento. In particolare, la Consob è tenuta a dare conto degli indici presuntivi sulla base dei quali è stato ritenuto che l'operazione presenti sintomi di non correttezza sostanziale e, inoltre, delle ragioni per le quali ha ritenuto che l'operazione non integrasse la regola della correttezza sostanziale. Da ultimo, l'Autorità di vigilanza è tenuta a motivare le ragioni per cui un determinato vizio procedimentale è stato considerato rilevante in misura tale da richiedere il veto all'esecuzione dell'atto.

7. *I rimedi di natura privata*

Secondo tale ricostruzione, il regime di *enforcement* delle operazioni di *delisting* puro si sposta da un sindacato giudiziale *ex post* a una forma di vigilanza preventiva, nella forma dei presidi contemplati nel Regolamento OPC[418] e del potere di veto esercitabile dal gestore del mercato regolamentato

---

[417] Ai sensi dell'art. 3, l. 241/90, «ogni provvedimento amministrativo … deve essere motivato» e «la motivazione deve indicare i presupposti di fatto e le ragioni giuridiche che hanno determinato la decisione dell'amministrazione, in relazione alle risultanze dell'istruttoria». Coerentemente, nell'ambito della procedura sanzionatoria, l'Autorità di vigilanza deve emettere un «provvedimento motivato» (art. 187-*septies*, co. 1, TUF).

[418] Il parere degli amministratori indipendenti è deputato a scongiurare l'esistenza di un danno *effettivo*, vuoi nei confronti dell'interesse della società, vuoi nella prospettiva della correttezza sostanziale che si ripercuote sulla posizione sostanziale degli azionisti. Ugualmente, il meccanismo del *whitewash* - consentendo di bloccare l'adozione della delibera e impedendo il materializzarsi del danno potenziale insito nell'operazione - previene il ricorso al sindacato giudiziale. Con riferimento al *whitewash* dettato per le OPC, cfr. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "*whitewash*" e dintorni*, cit., 746, secondo cui il *whitewash* è istituto affine al conflitto di interessi, ma «l'approccio dell'ordinamento è diametralmente opposto», in quanto «in luogo dell'annullabilità *ex post* della deliberazione, nei soli casi di voto determinante e di potenziale dannosità, si sancisce la regola della "sterilizzazione" del voto di una parte della compagine sociale, tramite la sua preventiva individuazione e il conteggio separato dei voti sterilizzati»; similmente, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 395, per cui «l'art. 11 del Regolamento contribuisce ad innalzare il livello di tutela degli azionisti di minoranza con una disciplina applicabile alla transazione per il solo fatto che la stessa debba concludersi con una parte correlata, così superando quei problemi di accertamento del conflitto di interessi rilevante e del danno potenziale di cui all'art. 2373 c.c. ai fini dell'impugnabilità della deliberazione: elementi che divengono irrilevanti nell'ambito di una operazione con parte correlata, la quale si presume dunque, *de jure*, intrinsecamente conflittuale e potenzialmente dannosa per la società»; nello stesso senso, GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali*, cit., 297. Secondo quest'ultimo Autore, l'introduzione della regola di *whitewash* potrebbe essere anche giustificata dalla «constatazione dell'*insufficienza* – o meglio, dell'*insufficiente effettività* – nel nostro sistema, della disciplina del conflitto d'interessi, specialmente per quanto concerne le società aperte» (GUERRERA, *op. cit.*, 275). Il problema del conflitto di interessi è che la disciplina «è determinata genericamente nei presupposti e molto flessibile nelle modalità di applicazione,

e dalla Consob. L'assoluta centralità della logica preventiva non deve escludere, tuttavia, l'applicazione dei tradizionali rimedi invalidativi e risarcitori. In particolare, è fatta salva l'impugnazione per conflitto di interessi e abuso di maggioranza nella fattispecie delle operazioni con parti correlate. Per espressa previsione di legge, rimane ferma l'applicazione dell'art. 2373 c.c. (art. 2, co. 2, c.c.) e a tale disposizione fa eco il quadro interpretativo fornito da Consob con la successiva Comunicazione, là dove stabilisce che rimangono impregiudicate le disposizioni in materia di *quorum* assembleari e conflitto di interessi[419]. Gli azionisti che non hanno concorso nell'adozione della delibera potrebbe, infatti, dissentire con le valutazioni compiute dagli amministratori e dall'azionista di controllo oppure impugnare la delibera, anche ove assunta con *whitewash*.

In questa prospettiva, l'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate favorisce di per sé l'applicazione dei rimedi invalidativi, in quanto la struttura bilaterale conduce più facilmente all'emersione di un interesse extrasociale[420] e, nel contempo, la valutazione degli amministratori indipendenti potrebbe comprovare l'esistenza di un danno sociale[421]. Tuttavia, si è visto come le operazioni di *delisting* - al di fuori dell'ipotesi in cui la decisione sia in sé inopportuna e dannosa per la società - sollecitano esclusivamente il conflitto tra azionista di controllo e soci di minoranza. Per tale ragione, l'operazione si svolge nella neutralità dell'interesse sociale, rendendo inapplicabile il rimedio del conflitto di interessi *ex* art. 2373 c.c. Tale norma rimane «formalmente indifferente … a quello specifico pregiudizio dei soci di minoranza che dalla conclusione di un'operazione con parte correlate abbiano ritratto un *surplus* inferiore a

---

risultando perciò alquanto incerta la configurabilità stessa dell'interesse in conflitto e del danno potenziale e, comunque, limitata la possibilità di impugnazione della delibera […]; e lo stesso vale, a fortiori, rispetto all'impugnativa per abuso di maggioranza, imperniata sull'utilizzo della clausola generale di correttezza e buona fede» (GUERRERA, *op. cit*., 280).

[419] Più precisamente, v. CONSOB, Comunicazione n. DEM/10078683, cit., 27, ove l'affermazione che «la disposizione indicata nell'art. 11, comma 3, del Regolamento lascia impregiudicata l'applicabilità delle disposizioni del codice civile in materia di maggioranze assembleari (in particolare, articoli 2368 e 2369) e in materia di conflitto d'interessi dei soci (in particolare, articoli 2368, comma 3, e 2373)».

[420] Per l'idea che la correlazione è indice di conflitto di interessi: *ex multis*, TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, Milano, 1957, 178 ss.; MENGONI, *Appunti per una rivisitazione della teoria sul conflitto di interessi*, cit., 434 ss.; JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., 201 s. *Contra*, nello specifico ambito delle OPC, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, 298; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 192.

[421] Così, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], cit., 193, per cui, «almeno sul piano presuntivo», un parere negativo degli amministratori indipendenti può dimostrare «l'esistenza di un danno potenziale per la società»; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 395 s., rilevando che «l'esame degli elementi dell'interesse della società e della potenziale dannosità dell'operazione … risulta ricompreso nello scrutinio degli indipendenti, qui sancito in via obbligatoria e anticipato *ex ante*».

quello che avrebbero ottenuto se i termini della transazione non fossero stati influenzati dal rapporto di correlazione»[422].

Viene così in rilievo l'impugnazione per abuso di maggioranza. La disciplina delle operazioni con parti correlate non presenta affinità esclusive con il conflitto di interessi. Specialmente nelle operazioni di competenza assembleare, idonee a realizzare un riassetto proprietario e un trasferimento interno di ricchezza, il danno si manifesta direttamente nella sfera economica del socio. La disciplina presenta, dunque, fattispecie decisionali idonee ad essere sussunte nel paradigma dell'abuso di maggioranza, dove assume rilevanza la prospettiva del danno effettivo[423]. In questa prospettiva, l'attività svolta dagli amministratori indipendenti potrebbe fornire utili elementi per comprovare l'abusività dell'operazione. Tale circostanza non si verifica tanto nell'ipotesi in cui sia reso un parere negativo e la delibera assembleare sia in ogni caso approvata tramite il meccanismo di *whitewash*. Più ampiamente, l'attività di valutazione compiuta dagli amministratori indipendenti potrebbe favorire l'accertamento di profili abusivi, là dove il parere di contenuto positivo segnali - per inciso - la presenza di incongruenze o criticità, oppure nel caso in cui gli amministratori esecutivi che propongono l'operazione non assolvano con diligenza l'onere motivazionale richiesto dalla disciplina. Chiaramente, secondo il modello teorico dell'abuso di maggioranza, le eventuali problematiche riscontrate devono essere tali da segnalare un *esclusivo* intento espropriativo, con la conseguente riproposizione delle problematiche probatorie relative all'*animus nocendi* dell'azionista di controllo[424].

In conclusione, per quanto continuino a persistere fondati dubbi sull'effettività della tutela reale offerta dai due istituti, la previsione di tali rimedi possiede una propria logica e giustifica la loro sopravvivenza per tutte le volte in cui la decisione non sia assoggettata a meccanismi di sterilizzazione del voto.

8. *L'arretramento della tutela reale*

L'astratta possibilità di esperire tali rimedi invalidativi comporta che la delibera assembleare di *delisting* sia in una certa misura sottoposta a una efficacia "condizionata". Gli effetti prodotti dalla delibera trovano infatti una stabile espressione soltanto una volta che siano spirati i termini per

---

[422] In questi termini condivisibili, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 304.

[423] Mentre l'art. 2373 c.c. «dispone l'annullamento delle deliberazioni assunte in conflitto di interessi in presenza di una mera potenzialità di danno», gli artt. 1175 e 1375 c.c. richiedono la «prova del danno effettivo per la società»: così, PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, cit., 115.

[424] Per il medesimo rilievo, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 306: «la necessità che il socio di maggioranza sia determinato da un mero intento extrasociale e fraudolento e le conseguenti difficoltà per l'attore nel provare l'*animus nocendi*» sono i problemi applicativi destinati a porsi per «ipotetiche operazioni di *self-dealing*».

l'impugnazione della delibera. Questa parziale incertezza può, però, risultare difficilmente compatibile con la struttura e le conseguenze di una operazione di *delisting*. Come noto, con il *delisting* puro la società si predispone a un profondo mutamento strutturale che coinvolge i profili statutari, gli assetti societari e organizzativi, il regime finanziario, la circolazione dei titoli azionari. In breve, l'operazione di *delisting* si atteggia per un marcato grado di irreversibilità: tornare nello stato precedente alla delibera costituisce un processo particolarmente oneroso.

Tale caratteristica del *delisting* puro è, in realtà, propria di tutte le delibere assembleari aventi rilievo organizzativo. Sono queste le decisioni «in grado di produrre mutamenti permanenti nell'organizzazione della società»[425], per le quali si rende evidente l'esigenza di stabilizzare gli effetti prodotti dalla delibera[426]. La considerazioni di tali operazioni apre, così, la strada a un particolare regime di invalidità di cui all'artt. 2379-*ter*, co. 2, c.c. Tale disposizione introduce una sanatoria dell'efficacia della delibera assembleare nell'ambito degli aumenti di capitale, riduzione del capitale ed emissione di obbligazioni. In questo caso, a prescindere dalla tipologia di invalidità[427], «l'invalidità della deliberazione … non può essere pronunciata» quando ne sia avvenuta l'esecuzione (anche parziale). In altri termini, il vantaggio di uno strumento risarcitorio si coglie «quanto maggiore è l'esigenza di evitare la reversibilità degli effetti giuridici dell'atto societario»[428].

Secondo la dottrina, la disposizione può essere diversamente giustificata: da un lato, tutelare l'affidamento riposto dagli investitori nel risultato nella delibera[429]; per altro verso, proteggere l'esigenza della società

---

[425] GENOVESE, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum *Gian Franco Campobasso - vol. 2* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2006, 230. Nello stesso senso, LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016, 1145, per cui «si definiscono deliberazioni assembleari di rilevanza organizzativa le decisioni in grado di modificare la struttura, l'assetto finanziario, oppure la componente soggettiva dell'organizzazione societaria».

[426] In termini generali, LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 1145, per cui «la ricostituzione della situazione preesistente alla delibera … pregiudicherebbe» gli interessi della società e degli investitori.

[427] Secondo l'orientamento largamente prevalente in dottrina, la disposizione disciplina ugualmente ipotesi di nullità o annullabilità: così, BLANDINI, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a. – tomo II** (diretto da Fauceglia - Schiano di Pepe), Torino, 2007, 616; LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 467 e 469; SANZO, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Il nuovo diritto societario** (diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso - Montalenti), Bologna, 2004, 662; LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, 1149. *Contra*, LENER, sub *art. 2379*-ter c.c., in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 576, nt. 3, circoscrivendo l'operatività della sanatoria ai casi di nullità.

[428] SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, cit., 148.

[429] LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 1146, per cui «la selezione delle operazioni meritevoli di maggiore protezione effettuata dalla norma in oggetto mette in luce l'obiettivo prioritario

di prevenire la reversibilità di effetti in grado di alterare gravemente la stabilità organizzativa[430]. Come autorevolmente osservato dalla dottrina, tali ragioni possono essere predicate congiuntamente, nel senso che la disposizione intende tutelare e l'interesse della società nella stabilità della propria azione, e l'interesse degli investitori nell'affidabilità delle condotte idonee a incidere sul funzionamento del mercato e sul loro risparmio[431].

A ben vedere, tali esigenze caratterizzano esattamente anche l'operazione di *delisting* disposta dalla società. Sotto il profilo del mercato, è infatti evidente l'esigenza degli azionisti di conoscere con certezza il regime di circolazione cui è sottoposta la loro partecipazione. Nella prospettiva della società, la revoca della quotazione impone mutamenti radicali in termini di modifiche organizzative, adempimenti statutari, riassetti finanziari: di qui, la necessità di mantenere stabile gli effetti della delibera e scongiurarne una costosissima regressione al momento precedente alla delibera.

In questi termini, la disciplina di cui all'art. 2379-*ter*, co. 2, c.c. presenta quella uguaglianza di *ratio* ed effetti che ne fonda con certezza l'applicazione analogica[432]. Né sembra potersi obiettare che tale soluzione interpretativa sia costituita dalla eccezionalità della fattispecie. In termini generali, il principio della stabilità degli atti societari informa l'intera disciplina societaria, secondo il generale spostamento della tutela reale verso la tutela obbligatoria; in termini specifici, la compressione degli spazi di tutela reale è un principio generale che trova riscontro anche nelle ipotesi di fusione,

---

di tutelare i soci e gli obbligazionisti piuttosto che salvaguardare la corretta funzionalità dell'organizzazione sociale»; nello stesso senso, LENER, sub *art. 2379*-ter c.c., cit., 575 s. e nt. 4, enfatizzando «l'idoneità» di tali delibere assembleari «a incidere sul regime di circolazione di titoli di massa»).

[430] BELTRAMI, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari* ex *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014, 699 s., per cui la *ratio* sta nella «natura organizzativa delle stesse» e nella «impossibilità di un ripristino della situazione *quo ante* senza determinare alterazioni gravissime sul piano organizzative. E ciò vale tanto più quanto maggiori siano le compenetrazioni delle operazioni con il mercato».

[431] In questi termini, LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 466, nt. 3, secondo cui «i due profili sono complementari, in quanto la particolare gravosità delle operazioni di ripristino dello *status quo ante* si rivelano tali proprio perché la società si rivolge stabilmente al mercato dei capitali ed emettere un rilevante numero di titoli destinati alla circolazione». Per l'affermazione di una *ratio* «composita», v. analogamente P. MARCHETTI, sub *art. 2379*-ter *c.c*., in *Commentario alla riforma della società* (diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari), Milano, 2008, 322 s., rilevando l'«esigenza del ceto creditorio a fare affidamento sul capitale e quella degli investitori alla stabilità dell'investimento o del disinvestimento» nonché, contestualmente, il fatto che «ricorrono le ragioni dell'irreversibilità (o della difficile e costosissima reversibilità) degli effetti modificativi della realtà (e dell'organizzazione) prodotti dalla delibera».

[432] Per un cenno, in questi termini, SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, cit., 149, ove afferma che «il criterio della rilevanza degli effetti della deliberazione può indurre a interpretare estensivamente lo sbarramento alla pronunzia della nullità disposto all'art. 2379-*ter*, co. 2, c.c.»

(art. 2504-*quater* c.c.), scissione (art. 2506, co. 5, c.c.) e trasformazione (art. 2500-*bis* c.c.).

Tanto nel caso dell'art. 2379-*ter*, co. 2, c.c., quanto nell'ipotesi dell'art. 2504-*quater* c.c.[433], l'effetto sanante decorre dall'esecuzione (anche parziale) della delibera, ferma l'esigenza di iscrivere nel registro delle imprese la delibera assembleare[434]. Nel caso del *delisting*, è prevista una condizione ulteriore nella forma del provvedimento di esclusione disposto dal gestore del mercato e non osteggiato dall'Autorità di vigilanza. Rimane da stabilire se l'effetto preclusivo alla tutela reale decorra dalla data del provvedimento di esclusione o dalla data in cui è effettivamente cessata la quotazione. Sembra potersi affermare che il primo profilo investa unicamente l'efficacia dell'atto, ma non incide sul profilo più strettamente esecutivo. Quest'ultimo è invece coinvolto soltanto quando gli investitori non sono più in grado di acquistare o cedere le partecipazioni sul mercato regolamentato. Si deve, dunque, concludere che, in applicazione analogica dell'art. 2379-*ter*, co. 2, c.c., l'invalidità della delibera non potrà essere pronunciata a decorrere dalla data in cui cessa la negoziabilità dello strumento finanziario sul mercato regolamentato.

Là dove siano riscontrati profili di invalidità della delibera, all'azionista di minoranza residua la possibilità di agire in via cautelare tramite la domanda di sospensione dell'efficacia della delibera di cui all'art. 2378, co. 4, c.c., a tenore del quale il giudice provvede «valutando comparativamente il pregiudizio che subirebbe il ricorrente dalla esecuzione e quello che subirebbe la società dalla sospensione dell'esecuzione della deliberazione» (art. 2378, co. 3 e 4, c.c.). In questo caso, il giudice deve infatti accertare che l'esecuzione della delibera sia causalmente idonea a provocare un danno nella sfera dell'azionista[435].

Per quanto formalmente esperibile, tale azione giudiziale incontra due limiti significativi. Anzitutto, sul piano procedurale, l'azionista dissenziente non può limitarsi a proporre la domanda entro il termine di decadenza: secondo pacifica affermazione dottrinale, la disciplina preclude anche la

---

[433] Formalmente, tale disposizione fa decorrere l'effetto sanante dalla data di iscrizione dell'atto di fusione. A ben vedere, come affermato in dottrina, «l'iscrizione dell'atto di fusione rappresenta, e coincide con (in linea di massima) il momento in cui la fusione viene eseguita»: così, BELTRAMI, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari* ex *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 707.

[434] Sul punto, LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 1150 s.; BLANDINI, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 616; GENOVESE, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, cit., 233, nt. 32.

[435] Cfr. sul punto, Trib. Roma, 26 aprile 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*. Si veda, inoltre, l'orientamento consolidato per cui il termine "esecuzione" deve essere inteso con un significato ampio, nel senso che tale concetto non assume soltanto una valenza strettamente materiale di attuazione della decisione, ma rileva come più ampia condizione di efficacia della deliberazione, rispetto alla quale l'esecuzione è un momento puramente eventuale: così, Trib. Palermo, 12 marzo 2018, in *www.giurisprudenzedelleimprese.it*; Trib. Milano, 5 febbraio 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.; Trib. Roma, 3 maggio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

pronuncia giudiziale che intervenga successivamente al termine per impugnare[436]. Inoltre, sotto il piano sostanziale, il bilanciamento tra interesse sociale e interesse dell'azionista di minoranza che il giudice è chiamato a svolgere in una operazione di *delisting* pende con tutta evidenza in favore della società. Un presupposto, questo, che difficilmente è integrato a fronte di violazioni meramente procedurali o patrimoniali, come confermato dal consolidamento orientamento giurisprudenziale che esclude la tutela reale - sotto forma di sospensione dell'efficacia della delibera *ex* art. 2378, co. 4, c.c. - quando è sufficiente il ricorso allo strumento risarcitorio[437]. Infatti, soltanto in ipotesi di abusi particolarmente eclatanti, il socio sarebbe in grado di dimostrare un danno maggiore a quello che la società subisce in condizioni fisiologiche dalla mancata esecuzione del *delisting* e dalla perdita dei benefici organizzativi e finanziari che ne derivano.

Infine, sul piano procedurale, tra delibera di *delisting* e provvedimento di esclusione del gestore del mercato regolamentato non intercorre un ampio lasso temporale, con la conseguenza che l'azionista che agisce in giudizio dovrebbe comprovare l'«eccezionale e motivata urgenza» al fine di ottenere un responso giudiziale tempestivo (art. 2378, co. 3, c.c.).

9. *La tutela risarcitoria*

Ai soggetti danneggiati dal *delisting* puro rimane, infine, la possibilità di avvalersi della tutela risarcitoria. Tale rimedio può essere domandato dagli azionisti sulla base di due diversi presupposti: da un lato, un danno da delibera in applicazione analogica dell'art. 2379-*ter*, co. 3, c.c.; per altro verso, un danno da gestione *ex* artt. 2392 e 2395 c.c., dovuto agli inadempimenti imputabili agli amministratori nello svolgimento dell'*iter* procedimentale che termina con l'adozione della delibera di *delisting*.

---

[436] *Ex multis*, SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, cit., 139 s.; LENER, sub *art. 2379*-ter c.c., cit., 577 e nt. 4 (facendo leva sul dato testuale della disposizione); SALAFIA, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari nella riforma*, in *Società*, 2003, 1180; più recentemente, LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, cit., 469.

[437] Tale orientamento è particolarmente diffuso con riguardo alle delibere assembleari aventi rilievo organizzativo: nell'ambito delle operazioni di fusione, Trib. Milano 27 ottobre 1997, in *Giur.it*, 1998, 1440; Trib. Trento, 26 novembre 2002, in *Giur. it*, 2003, 2318; Trib. Milano 10 dicembre 2007, cit.; in ipotesi di delibere di ricostituzione del capitale sociale: Trib. Milano, 12 marzo 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*. Tale regola - così applicata - declina l'impostazione di fondo per cui la tutela obbligatoria garantisce «i diritti di chi sia stato in ipotesi leso senza compromettere interessi dimensionalmente sproporzionati all'entità della lesione», D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 710. In termini simili, la tutela obbligatoria «consente di evitare che un socio, il quale riceve da una deliberazione illegittima un danno di 1, possa bloccarla anche quando la deliberazione riguarda un'operazione del valore di 100», SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, cit., 147.

La prima fattispecie (danno da delibera) ricorre con certezza perché l'azionista può subire un pregiudizio della propria sfera patrimoniale di natura diretta. Come noto, la deliberazione di *delisting* può, per esempio, ridurre il valore delle partecipazioni azionarie poiché una simile decisione comporta una assai rilevante modifica dell'assetto organizzativo della società. La deviazione dalla disciplina degli emittenti quotati, infatti, esclude l'applicazione dei relativi obblighi di trasparenza, comprime gli spazi di autotutela ed eterotutela, riduce la negoziabilità delle partecipazioni azionarie. L'insieme di tali conseguenze è tale da allontanare potenziali acquirenti e incidere - sotto forma di sconto - sul valore delle partecipazioni azionarie di minoranza.

Passando al profilo soggettivo della tutela risarcitoria in esame, è indiscusso che la legittimazione attiva dell'azione spetti a qualsiasi socio. Il dibattito si è incentrato sul rapporto tra tale azione e l'impugnazione della deliberazione di fusione[438] (e, in relazione a quanto argomentato nel presente lavoro, di *delisting*). Come osservato da autorevole dottrina, i due rimedi si collocano «in serie» e la tutela risarcitoria soccorre quando le «tutele invalidatorie … non sono più esperibili per essere decorso un certo lasso di tempo o per essere sopravvenuto un certo evento ostativo». L'azionista può dunque chiedere il risarcimento del danno da *delisting* anche quando non abbia impugnato la relativa deliberazione[439].

Sotto il profilo della legittimazione passiva, l'azione è promossa nei confronti della società. Da ciò discende che - in caso di accoglimento della tutela risarcitoria - la pretesa dell'azionista deve essere soddisfatta attraverso il patrimonio sociale. Se è vero che il socio di minoranza vede compensare il pregiudizio subito, vale altrettanto che la società subirà una diminuzione delle risorse economiche deputate allo svolgimento dell'attività di impresa[440], anche considerando le spese legali e i potenziali costi reputazionali connessi ad un contenzioso. In una prospettiva di sistema, queste considerazioni e le

---

[438] Sul punto, LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 5.

[439] Per la citazione nel testo, D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 713 s. *Contra* LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, cit., 5 ss., secondo cui la tutela risarcitoria compensa la perdita della tutela demolitoria, con la conseguenza che: (1) l'azione di risarcimento non può essere esercitata quando l'azione di annullamento è inibita da cause diverse dall'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese *ex* art. 2504-*quater* c.c. e, in particolare, dalla mancata impugnazione della deliberazione entro i termini previsti dal diritto societario; (2) la natura compensativa dell'azione risarcitoria, inoltre, porta ad assimilare la sua disciplina a quella della tutela invalidatoria con particolare riferimento all'irrilevanza dell'elemento soggettivo.

[440] Con specifico riferimento al risarcimento per delibera non conforme alla legge e allo statuto, osserva che «il danno sofferto dalla minoranza verrebbe ad essere riparato con risorse che sono già (anche) della stessa minoranza, onde in termini economici il risultato conclusivo registra, «a conti fatti», uno scarto negativo per il socio», NICCOLINI, *Giorgio Oppo e la nuova disciplina della invalidità delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 477.

possibili difficoltà dell'azionista in termini dell'onere della prova[441] confermano l'importanza di un regime di *enforcement* pubblico e privato che operi in termini preventivi, ostacolando le operazioni di *delisting* che pregiudichino gli azionisti di minoranza nella loro veste di investitori nel mercato regolamentato.

La seconda fattispecie di responsabilità indicata in esordio mette in luce i danni derivanti dalla condotta gestoria degli amministratori. I componenti dell'organo amministrativo possono innanzitutto rispondere per il *delisting* quale scelta imprenditoriale inopportuna nei confronti degli azionisti e della società. Potendo tale decisione incidere sul profilo di rischio della società interessata, la scelta è soggetta alla *business judgement rule* e, pertanto, secondo l'orientamento consolidato, può essere sindacata dal giudice solo quando adottata all'esito di un'istruttoria carente sia dal punto di vista delle informazioni acquisite che della loro corretta valutazione[442]. Solo in questa ipotesi gli amministratori possono rispondere per l'inosservanza *standard* di diligenza richiesto dall'operazione e dalle sue specifiche caratteristiche (c.d. *duty of care*). Lo scrutinio del giudice sulla valutazione della correttezza sostanziale dell'operazione si atteggia in maniera simile. Anche in tale caso l'attività degli amministratori beneficia della *business judgement rule* poiché ricade su elementi (come le condizioni economiche dell'operazione) in grado di incidere sull'opportunità della stessa[443]. Da ciò discende che il giudice potrà rilevare una violazione del *duty of care* quando - come visto sopra - la valutazione di correttezza sostanziale non è stata effettuata in maniera informata.

Sicuramente più frequenti - soprattutto per gli amministratori indipendenti in qualità di membri del Comitato OPC - saranno le ipotesi di responsabilità per violazione del c.d. *duty of loyalty* ovvero del dovere di gestire la società *genuinamente* e, cioè senza l'influenza di interessi personali[444]. In questo caso, infatti, la *ratio* applicativa della *business*

---

[441] Discutendo del danno da delibera *ex* art. 2377, co. 3, c.c., DI CATALDO, *La tutela dei soci nella s.p.a. dieci anni dopo la riforma del diritto societario*, in *RDS*, 2015, I, 272.

[442] Per il punto, pacifico in dottrina, con riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate, MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 247.

[443] In senso conforme, MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 72 s. Con una diversa argomentazione fondata sulla traslazione del *duty of loyalty* verso il *duty of care*, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 176; GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, cit., 198 ss. *Contra* MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208 s., per cui l'osservanza formale della disciplina integra una mera «presunzione di legittimità», che potrà essere "rovesciata" in sede giudiziale. Secondo l'Autore, «il giudizio di *fairness* (o di correttezza sostanziale) non mira, come la *business judgement rule*, a proteggere la libera scelta di opportunità imprenditoriali. Il giudizio di *fairness* mira ad ancorare a dati esterni al soggetto la valutazione che egli è tenuto a compiere. In questo senso, il *proprium* del giudizio di *fairness* è che chi è chiamato ad esprimerlo è tenuto a reprimere la sua inclinazione ad adottare criteri soggettivi anziché oggettivi».

[444] In tema, per tutti, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 177 ss.

judgement rule (= la protezione degli amministratori dall'assunzione di rischio) è inconferente e, dunque, ogni violazione che comporti un danno - al ricorrere degli altri requisiti strutturali della responsabilità - può far sorgere in capo agli azionisti e alla società una pretesa risarcitoria[445]. Nella prospettiva indicata, la responsabilità degli amministratori discende da violazioni connesse alla disciplina procedurale sulle operazioni con parti correlate. In particolare, i legittimati attivi potranno comprovare il mancato rispetto delle regole formali imposte dalla procedura e l'assenza di effettiva indipendenza da parte degli amministratori. La prima ipotesi richiama la verifica del grado di diligenza impiegato dagli amministratori nell'adempimento della procedura: per esempio, se e come i poteri assegnati agli indipendenti sono stati utilizzati nello svolgimento del loro compito, secondo l'intensità richiesta dall'operazione considerata, dalle sue caratteristiche e da eventuali "segnali d'allarme" riscontrati nel corso della procedura[446]. La seconda ipotesi ricorre quando non vi sia un corretto «controllo sugli effettivi requisiti di indipendenza degli amministratori»[447], nel senso di una verifica sull'assenza di condizionamenti o interessi nell'operazione[448].

Nel quadro così ricostruito influisce il ruolo assunto dal comitato OPC durante lo svolgimento delle operazioni con parti correlate. Quando il

---

[445] Così ANGELICI, Diligentia quam in suis *e* business judgement rule, in *Riv. dir. comm.*, I, 2006, 688 s. e ID., *Interesse sociale e* business judgement rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 582 s.

[446] Con una particolare enfasi su tale aspetto, VALENSISE, *Conflitti di interessi e parti correlate*, cit., 2006 ss. Per l'affermazione che la disciplina regolamentare assegna agli amministratori indipendenti un onere informativo maggiore rispetto al dovere di agire informato di cui all'art. 2381, co. 6, c.c.: PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 354 s. e 367. Più in particolare, gli amministratori indipendenti hanno il «potere-dovere … di valutare, se del caso, la congruità delle tempistiche informative rispetto alla complessiva scansione istruttorio-valutativo-decisionale»: VALENSISE, *Conflitti di interessi e parti correlate*, cit., 1991. Secondo l'Autore, «se il *set* informativo ricevuto è «insoddisfacente» o «non funzionale», devono «attivarsi per (chiedere e) ottenere tutte le delucidazioni, chiarimenti ed integrazioni ritenuti essenziali a tal fine», VALENSISE, *op. cit.*, 1991 s.

[447] GIUDICI, *Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società,* 2010, 876, con toni dubbiosi sull'adeguatezza del sistema giudiziario italiano a compiere tale accertamento. Sotto questo aspetto, DIREZIONE ANALISI GIURIDICA DELL'ECONOMIA, *Osservazioni*, cit., 3, affermando che la disciplina prevede principi «*self-enforcing*», al fine di "sollevare da ogni incarico" la «reattività del mercato» e l'«effettività della giustizia civile».

[448] Cfr. in argomento, ENRIQUES, *La* corporate governance *delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 504, per cui «il più indipendente [degli amministratori] può infatti essere catturato dal controllante o cadere vittima della convenzione sociale per cui è poco accettato che un amministratore si opponga, anche con il voto contrario, a una proposta di delibera proveniente dall'amministratore delegato». Similmente, al di là di valutazioni formali, gli amministratori indipendenti hanno interessi «insondabili» e rapporti non scritti con il board (prima dell'elezione o durante il mandato): SANTOSUOSSO, *Sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391*-bis c.c., cit., 850.

comitato fornisca parere negativo e questo non venga superato, gli unici soggetti responsabili saranno gli amministratori indipendenti per i danni da perdita di *chance* subiti dalla società[449]. Anche se comporta una presunzione della «correttezza procedurale e sostanziale» dell'operazione[450], il parere positivo del comitato OPC non esclude la responsabilità dell'organo amministrativo per violazione del *duty of care* e del *duty of loyalty* nei limiti e nei casi sopra indicati.

Chiara è, infine, la differenza tra le azioni risarcitorie previste dagli artt. 2392 c.c. e 2395 c.c. Quando il bene danneggiato è il patrimonio sociale, l'azione di responsabilità è promossa dalla società ai sensi degli artt. 2393 e 2393-*bis* c.c. nei confronti degli amministratori e, se del caso, a titolo solidale, verso l'azionista di controllo che ha violato i limiti esterni (= conflitto di interessi e abuso di maggioranza). Se il danno è allocato selettivamente solo a determinati azionisti, questi ultimi possono agire in via diretta verso gli amministratori e, come nel caso precedente, l'azionista di controllo che ha violato le regole di condotta a lui imputabili. In questo ambito, si è proposto in dottrina - in analogia a quanto previsto dall'art. 2497 c.c. - di operare una lettura estensiva della nozione di danno *ex* art. 2395 c.c. e, in particolare, di riconoscere la legittimazione all'esercizio dell'azione risarcitoria «individualmente ai soli soci non correlati e con attribuzione diretta nel loro patrimonio», anche con riferimento alla riduzione della redditività e del valore della partecipazione[451]. La distribuzione dell'onere della prova delle due azioni risarcitorie risente della loro diversa natura: contrattuale, la prima, ed extracontrattuale, la seconda[452]. Secondo un ragionamento valido per entrambe le ipotesi considerate, però, la giurisprudenza rileva che la mancanza di una compiuta illustrazione dell'interesse della società nella definizione dei rapporti negoziali con le parti correlate inasprisce l'onere probatorio che grava sugli amministratori convenuti[453].

---

[449] In questi termini, si esprime PRESTI, sub *art. 2391*-bis c.c., cit., 1380.

[450] POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1393.

[451] Per le osservazioni nel testo, GUIZZI, *L'interesse degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La* governance *nelle società di capitali*. *A dieci anni dalla riforma* (diretto da Vietti), Milano, 2013, 207. Per le teorie estensive sul danno diretto, PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista tra danno diretto e danno riflesso*, Pisa, 2012, 13 ss.

[452] Nella manualistica, rispettivamente, G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*[9] *- Tomo 2*, cit., 387 e 391.

[453] Trib. Milano, 27 luglio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

BIBLIOGRAFIA E INDICE DEI DOCUMENTI

AA.VV., *"I problemi della borsa valori"*, Convegno, in *Giur. comm*., 1975, I.

AA.VV., Seminario sul Decreto legislativo 27/2010, in *Giur. comm.*, 2011, I.

ABBADESSA - MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc*., 2010.

ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011.

ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *Riv. soc*., 2002.

ABRIANI, *L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale - Vol. 4** (diretto da Cottino), Padova, 2010.

AMOROSINO, *Funzioni e poteri della Consob* "nouvelle", in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*[2], Padova, 2006.

ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale - Vol. I* (diretto da Cicu - Messineo - Mengoni e continuato da Schlesinger), Milano, 2012.

ANGELICI, Diligentia quam in suis *e* business judgement rule, in *Riv. dir. comm.*, I, 2006.

ANGELICI, *Interesse sociale e* business judgement rule, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I.

ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I.

ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. dir. comm*., 1998, I.

ANNUNZIATA - SCOPSI, *Il* delisting, in *Trattato delle società - Tomo IV* (diretto da Donativi), Torino, 2022.

ANNUNZIATA, *"Nuovi mercati" e ruolo della società di gestione*, in GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019.

ANNUNZIATA, *L'opa residuale in una recente legge francese*, in *Riv. soc*., 1994.

ANNUNZIATA, *La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio di titoli*, in *Società*, 1992.

ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dell'Opa in Francia*, in *Riv. soc*., 1992.

ANNUNZIATA, *MTF e crescita di PMI: tra incentivi, autonomia statutaria e regole di mercato*, in COSTA - MIRONE - PENNISI - SANFILIPPO - VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo - Vol. II - Tomo I*, Torino, 2021.

ANNUNZIATA, *Opa residuale obbligatoria*, *diritto di recesso e tecniche di composizione dei conflitti nella società per azioni*, in CORAPI (a cura di), *Saggi di diritto commerciale europeo*, Napoli, 1995.

ANNUNZIATA, sub *art. 133 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Vol. 1*, Milano, 1999.

ANNUNZIATA, sub *art. 2437*-ter c.c., in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari), Milano, 2014.

ASSONIME, *Osservazioni al documento di consultazione "Modifiche al Regolamento Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio" del 6 ottobre 2010,* in *www.consob.it*.

BAGLIONI - GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010.

BARACHINI, *L'art. 130 del T.U. delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: i nuovi confini del diritto di informazione del socio*, in *Riv. soc*., 1999.

BARONE - MASERA, *La privatizzazione dei mercati mobiliari italiani*, in *Banca Impresa Società*, 1997.

BARTALENA - DELLA TOMMASINA, Il recesso: un formante per il tipo, in COSTA - MIRONE - PENNISI - SANFILIPPO - VIGO (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo - Vol. II - Tomo II*, Torino, 2021.

BARTALENA, *O.p.a. per* delisting *e* insider trading*: brevi riflessioni sull'*insider *di se stesso*, in *Giur. comm.*, 2018, II.

BEBCHUK, *The pressure to tender: an analysis and a proposed remedy*, in 12 *Delaware Journal of Corporate Law* (1987).

BEBCHUK - KAHAN, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, in MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000.

BELTRAMI, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari* ex *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014.

BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000.

BENAZZO, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Padova, 1999.

BHARATH - DITTMAR, *Why do firms use private equity to opt out of public markets?*, in 23(5) *Review of Financial Studies* (2010).

BIANCHI L.A., *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *AGE*, 2002.

BIANCHI L.A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.

BICHICCHI, *Delisting, che fatica. Da Alkemy a H-Farm, ecco quando l'addio a Piazza Affari non è scontato anche in caso di opa* (8 giugno 2024), in *www.milanofinanza.it.*

BIGLIAZZI GERI, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, 1967.

BIONE, *Informazione ed* exit: *brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Tomo 3* (diretto da P. Abbadessa - Portale), Torino, 2007.

BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato*, Napoli, 2005.

BLANDINI, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Codice commentato delle s.p.a. – tomo II** (diretto da Fauceglia - Schiano di Pepe), Torino, 2007.

BOOT - GOPALAN - THAKOR, *Market Liquidity, Investor Participation and Managerial Autonomy: Why Do Firms Go Private?*, in 63(4) *Journal of Finance* (2008).

BORDEN, *Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort?*, in 49 (6) *New York University L. Rev.* (1974).

BORSA ITALIANA, *Companies Delisted from January 1995 to 31 July 2024*, 2024, in *www.borsaitaliana.it.*

BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum *Antonio Piras*, Giappichelli, Torino, 2010.

BRUDNEY - CHIRELSTEIN, *A Restatement of Corporate Freezeouts*, 87(7) *Yale Law J.* (1978).

BRUTI LIBERATI, *La sospensione e la revoca della quotazione dei titoli in borsa tra discrezionalità amministrativa e regole procedimentali*, in *Il diritto dell'economia*, 1993.

BUONCRISTIANI, Delisting *e recesso: dialettica tra soci e alternatività di tutele*, nota a Trib. Genova, 12 novembre 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II.

BUONUOMO, *Il controllo pubblico sulle società nei compiti della Commissione nazionale per le società e la borsa*, in *Riv. soc.*, 1978.

BUSI, *Assemblea e decisioni dei soci nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto dell'economia - Vol. IV* (diretto da Picozza - Gabrielli), Padova, 2008.

CABRAS, *Le trasformazioni*, in *Trattato delle società per azioni - vol. 7**** (diretto da Colombo - Portale), Torino, 2000.

CAGNASSO, *Il recesso*, in ABRIANI - AMBROSINI - CAGNASSO - MONTALENTI, *Le società per azioni*, Padova, 2010.

CALABRESI - MELAMED, *Property Rules*, *Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85(6) *Harvard L. Rev.* (1972).

CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore - Vol. III - Tomo I*, Milano, 2005.

CALLEGARI, sub *art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti), Bologna, 2004.

CALLEGARI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da Cottino - Bonfante - Cagnasso - Montalenti), Bologna, 2004.

CALLEGARI, sub *art. 2437*-ter, in *Il nuovo diritto societario - Vol. 2* (diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti), Bologna, 2004.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*$^{4-}$ *tomo 2*, Torino, 1999.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*^{10} *- tomo 2*, Torino, 2020.

CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze tra società aperte e società chiuse*, in BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018.

CAPIZZI, *Operazione straordinarie e tutela degli investitori. Tra rimedi compensativi e rimedi ostativi*, Torino, 2018.

CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della* pressure to tender, in *Giur. comm*., 2014, I.

CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie*, *parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a.* ante causam *e perdurante titolarità del diritto al risarcimento* ex *art. 2377*^{3} *c.c.*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II.

CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2001.

CAPRIGLIONE, sub *art. 64 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 1*, Padova, 1998.

CARMIGNANI, sub *art. 2437*, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo 2*, Torino, 2003.

CARMIGNANI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo II*, Torino, 2003.

CARMIGNANI, sub *art. 2437*-ter, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Tomo 2*, Torino, 2003.

CARNEY, *Fundalmental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, in 5(1) *American Bar Foundation Resarch Journal* (1980).

CARRARO, *Abuso e frode nel diritto societario*, Milano, 2021.

CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm*., 1977, II.

CERA, *La Consob*[2], Milano, 1986.

CERA, *Gli azionisti di società quotata in Italia tra varietà di interessi e discipline*, in *Giur. comm*., 2023, I.

CERRAI - MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Riv. soc.*, 1993.

CHIAPPETTA, *Il comunicato dell'emittente*, in STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011.

CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005.

CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *RDS*, 2010.

CIRENEI, sub *art. 2373 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società - Vol. 2* (diretto da d'Alessandro), Padova, 2010.

CLERICÒ, *Le clausole di salvaguardia e le maggioranze necessarie per la loro eliminazione*, nota a Trib. Reggio Emilia, 2 dicembre 2005, in *Riv. not*., 2007, II.

COLOMBO, *Tutela del risparmio e "controllo" della Consob*, in *Riv. soc.*, 1988.

CONAC - ENRIQUES - GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *ECFR*, 2007, 496.

CONSOB, *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della* pressure to tender, Allegato n. 4 al Documento di consultazione: Recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e di scambio, (2010), in *www.consob.it.*

CONSOB, *Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria*, All. 7 al Primo Documento di Consultazione sulla revisione della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto, (2010), in *www.consob.it.*

CONSOB, *Comunicazione contenente i criteri di carattere generale per l'esercizio dei poteri previsti dall'art. 112 del d.lgs. 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* [Documento di consultazione], (2011), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate* [Documento di consultazione], (2008), in *www.consob.it.*

CONSOB, *Note tecniche in materia di esclusione a richiesta delle negoziazioni*, Documento di consultazione al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Mercati, (1998), in *www.consob.it.*

CONSOB, *Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "Concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "Semplificazione regolamentare del mercato finanziario"* [Documento di consultazione. Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di mercati], (2011), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Rapporto sulla* corporate governance *delle società quotate italiane. 2023*, (2024), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in Materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio* [Secondo Documento di Consultazione], (2011), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, (2011), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Relazione per l'anno* 1975, (1976), in *www.consob.it*

CONSOB, *Relazione annuale per l'anno 1993*, (1994), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2002*, (2003), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2003*, (2004), in *www.consob.it*.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2007*, (2008), in *www.consob.it*

CONSOB, *Relazione per l'anno 2008*, (2009), in *www.consob.it*.

CORGATELLI, *I regimi europei d'approvazione di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2021, II.

CORVESE, sub *art. 11 (co. 2-4) d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164*, in A. IRACE - M. RISPOLI FARINA, *L'attuazione della direttiva MiFID*, Torino, 2010.

COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni - tomo III*** (diretto da Colombo - Portale), Torino, 1993.

COSTI, *Il mercato mobiliare*[13], Torino, 2023.

COSTI, *Libertà di impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm*., II, nota a Trib. Milano, ord., 9 febbraio 2000.

COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm*., 1997, I.

COTTINO, *Diritto commerciale*. *Le società*, I, 2, Padova, 1999.

COTTINO, *La Commissione per la società e la borsa: luci e ombre della mini-riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I.

CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2017.

D'ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003.

D'ALESSANDRO, *La crisi delle procedure concorsuali e le linee della riforma: profili generali*, in *Giust. civ.*, 2006, II.

D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003.

D'AMBROSIO, sub *artt. 108-112*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998.

D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.

DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014.

DACCÒ, sub *art. 2437*-quinquies c.c., in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

DE ACUTIS, *La tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate e non quotate*, in *NGCC*, 2002, II.

DE ANGELIS, *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1977.

DE ANGELIS, *La legge sull'OPA: luci, ombre ed esigenze di affinamento della disciplina del mercato finanziario*, in *Riv. dir. impr.*, 1994.

DE ANGELIS, *La perdita della quotazione in Borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Le Società*, 1996.

DE ANGELO - DE ANGELO - RICE, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, in 27(2) *The Journal of Law & Economics* (1984).

DE CHIARA, sub *art. 133 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998.

DE LUCA, *Sul "diritto" alla quotazione in borsa. Difesa di una tesi nella prospettiva del* listing *comunitario*, in *Banca borsa tit. cred*., 2009, I.

DE LUCA, sub *art. 125*-ter *TUF*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

DE MARI, *Il contratto di quotazione*, in GITTI - MAUGERI - NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa - II,* Bologna, 2012.

DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004.

DE POLI, *Le recenti modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"*, in *Società*, 2022.

DEL GIUDICE, Going private transactions. *Perché le società abbandonano la borsa*, Milano, 2013.

DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018.

DELLI PRISCOLI, sub *art. 2437*-quinquies c.c., in *Il Codice Civile. Commentario* (diretto da Schlesinger - Busnelli), Milano, 2013.

DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002.

DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Vol. 3* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2007.

DI CATALDO, *La tutela dei soci nella s.p.a. dieci anni dopo la riforma del diritto societario*, in *RDS*, 2015, I.

DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della governance nelle borse e sul* self-listing, in *AGE*, 2002.

DIREZIONE ANALISI GIURIDICA DELL'ECONOMIA, *Osservazioni sul documento di consultazione pubblicato dalla Consob il 9 aprile 2008 in materia di "Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate"*, (2008), in *www.consob.it*.

DYCK - ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in 59(2) *The Journal of Finance* (2004).

EASTERBROOK - FISCHEL, *Corporate Control Transactions*, in 91(4) *Yale L. Journal* (1982).

ENRIQUES - GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in *Il Testo Unico finanziario - vol. 1* (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020.

ENRIQUES - ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm*., 2006, I.

ENRIQUES, *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*, Bologna, 2002.

ENRIQUES, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle opa nell'Unione Europea*, in *Riv. soc*., 2010.

ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I.

ENRIQUES, *Quale disciplina per le acquisizioni ostili? Alcuni modelli teorici e la soluzione italiana*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999.

ENRIQUES, *Related Party Transactions*, in GORDON - RINGE (eds.), Corporate Law and Governance, Oxford, 2018.

ENRIQUES, *La* corporate governance *delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I.

FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in 25(2) *Journal of Finance*, (1970).

FANTI, *Diritto di informazione del socio e modificabilità a maggioranza delle cd. clausole di salvaguardia*, nota a Trib. Reggio Emilia, 2 dicembre 2005, in *Società*, 2006.

FENGHI, *La riduzione del capitale sociale*, Milano, 1974.

FERRARA-CORSI, *Gli imprenditori e la società*[12], Milano, 2001.

FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I.

FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e* "self-listing", in *AGE*, 2002.

FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995.

FERRARINI, *La regolamentazione europea delle borse: nuove prospettive*, in *Banca Impresa Società*, 2000.

FERRI *JR* - GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Vol. 4* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2007.

FERRI *JR*, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

FERRI JR, *L'autonomia statutaria nel Testo Unico delle disposizioni in materia di mercati finanziari (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58): prime considerazioni*, in *Riv. not*., 1999, I.

FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I.

FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993.

FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2010, 7.

FISCHEL - GROSSMANN, *Customer Protection in Futures and Securities Markets*, in *J. Futures Markets* (1984).

FISCHEL, *Efficient Capital Markets, the Crash, and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.* (1989).

FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 2022, I.

FOSCHINI, *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-*bis *del codice civile*, in *Studi per Franco di Sabato - Vol. III - Tomo I*, Napoli, 2009.

FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.

GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione – Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.

GALLETTI, sub *art. 2437 c.c*., in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000.

GALLETTI, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

GALLETTI, sub *art. 2437*-ter *c.c*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005.

GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987.

GAMBINO, *Nuove prospettive del conflitto di interessi assembleare nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I.

GATTI, *Opa e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.

GENOVESE, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum *Gian Franco Campobasso - vol. 2* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2006.

GHETTI, sub *art. 133 TUF*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni -Tomo II*, Torino, 2012.

GHILARDI, *La correttezza nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2022, 195.

GILSON - GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in 152 *U. Penn. L. Rev.* (2003) 817.

GILSON - KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70(4) *Virginia Law Review*, (1984).

GINEVRA, *La partecipazione azionaria*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. 3*, Torino, 2024.

GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

GIUDICI, *Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società,* 2010.

GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni - vol. 6** (diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale), Torino, 1993.

GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato - vol. 16* (diretto da Rescigno), Torino, 1985.

GROSSMAN - HART, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation*, in 11(1) *Bell Journal of Economics*.

GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007.

GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d.* whitewash *nelle società aperte*), in DI CATALDO - MELI - PENNISI (a cura di), *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini - Tomo I*, Milano, 2015.

GUERRERA, *Abuso del voto e controllo «di correttezza» sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. soc.*, 2002.

GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *Riv. dir. soc.*, 2022.

GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, 2014.

GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La* governance *nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma* (diretto da Vietti), Milano, 2013.

GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011.

GUIZZI, *Osservazioni al documento di consultazione pubblica sulla proposta di revisione della regolamentazione in materia di OPA e OPS*, (2010), in *www.consob.it*.

HELWEGE - LIANG, *Initial Public Offering in Hot and Cold Markets*, in 39(3) *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (2004).

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report on Issues related to Takeover Bids*, (2002), in *www.ecgi.com.*

HIRTE, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1998 e 1999*, in *Riv. soc.*, 2003.

HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*[2], Milano, 2020.

INTERMONTE - POLITECNICO DI MILANO, Sliding doors: *il flusso di* listing *e* delisting *sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)*, (2022), in *www.intermonte.it*.

IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2005.

IOVENITTI, *Scorporo e diritto di recesso: il caso delle società quotate*, in *Riv. soc*., 1979.

JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I.

JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964.

JAEGER, *La l. n. 281 e i nuovi poteri della Consob*, in *Giur. comm.*, 1985, I.

JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990.

JOHNSON ET AL, *Tunnelling*, in 90(2) *The American Economic Review* (2000).

KHUTORSKY, *Coming in from the cold. Reforming shareholder's appraisal rights in freeze-out transactions, in Col. Bus. L. Rev.* (1977).

KLEINBARD, *Going Private*, in 84(4) *Yale Law Journal* (1975).

KRAAKMAN ET AL, *Anatomy of Corporate Law*[3], Oxford, 2017.

KRAAKMAN, *Taking Discount Seriously: The Implications of "Discounted Share Prices as an Acquisition Motive"*, in 88 *Colum. L. Rev.* (1988).

LA SALA, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

LANDI, *Consob* (*Legge 7 giugno 1974, n. 216*), in *Riv. soc*., 1975.

LATELLA, *Informazioni societarie e tutela delle minoranze nelle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014.

LENER, sub *art. 2379*-ter c.c., in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.

LIBERTINI - MIRONE - SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016.

LIBONATI, *La "quarta" Consob*, in *Riv. soc.*, 1985.

LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc*., 2001.

MACEY - KANDA, *The Stock Exchange as a firm: the emergence of close substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges*, in 75 Cornell L. Rev. (1990).

MACEY - O' HARA - POMPILIO, *Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process*, in *Journal of Law and Economics* (2008).

MAISANO, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 1968.

MARASÀ, sub *artt. 2437 ss.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* - Vol. 2** (diretto da d'Alessandro), Padova, 2011.

MARCHEGIANI, sub *artt. 108 e 111 TUF*, in STELLA RICHTER JR (a cura di), *Le offerte pubbliche di acquisto*, Torino, 2011.

MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel T.U. e nella* corporate governance, in AA.VV., *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Padova, 1999.

MARCHETTI, sub *art. 2379*-ter *c.c*., in *Commentario alla riforma della società* (diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari), Milano, 2008.

MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016.

MARCHETTI, *In tema di funzionamento dell'assemblea: problemi e prospettive*, in *Riv. soc*., 2001.

MARTORANO, Quorum *costitutivi e* quorum *deliberativi nelle assemblee di società a responsabilità limitata: regime legale ed autonomia statutaria,* in *Riv. soc*., 2009.

MASI, sub *art. 131 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 2*, Padova, 1998.

MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *ODCC*, 2015.

MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. comm*., 2015, I.

MAUGERI, *Offerta pubblica di acquisto e informazioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I.

MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010.

MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014.

MAUGERI-FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013.

MAUME, *The Parting of the Ways: Delisting Under German and UK Law*, in *EBOR*, 2015.

MAVIGLIA, sub *art. 133 TUF*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.

MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma società quotate*, in *Giur. comm*., 1998, I.

MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni* (diretto da Annunziata), Milano, 2015.

MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956.

MEO, *Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato - Vol. XVII* (diretto da Bessone), Torino, 2002.

MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm*., 2014, I.

MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.

MIGNOLI, *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni: la* CONSOB, in AA.VV., *La riforma - stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975.

MIGNOLI, *Quotazione e società*, in *Riv. soc.*, 1982.

MINERVINI, *L'istituzione del "controllo pubblico" sulle società per azioni*. *Prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 1974, I.

MINERVINI, *La Consob*, Napoli, 1989.

MIRONE, *Il sistema tradizionale: l'assemblea*, in CIAN (a cura di), *Diritto commerciale - Vol. 3*, Torino, 2024.

MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017.

MONTALENTI, *La legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, in *Giur. comm*., 1992, I.

MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV - Tomo II* (diretto da Cottino), Padova, 2004.

MONTALENTI, *Le offerte pubbliche d'acquisto. Le fattispecie obbligatorie*, Milano, 1995.

MONTALENTI, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm*., 2011.

MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm*., 2015, I.

MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I.

MONTALENTI, *Osservazioni sulla proposta regolamentare*, (2008), in *www.consob.it*.

MORELLO, *Offerte interne e coazione a vendere: dal diritto all'Opa al diritto a vendere «oltre» l'Opa,* in *Riv. dir. comm*., 2012.

MORERA - SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007.

MUCCIARELLI G., *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997.

MUCCIARELLI F.M., *Le modifiche al Reg. Emittenti in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio*, in *NLCC*, 2012, II.

MUCCIARELLI F.M., sub *art. 108 TUF*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F. - tomo II*, Torino, 2012.

MUCCIARELLI FR., *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di* insider trading, in *Banca borsa tit. cred*., 1999, I, 760.

MUCCIARONE, *L'opposizione alla fusione di società*, Milano, 2014.

NICCOLINI, *Giorgio Oppo e la nuova disciplina della invalidità delle deliberazioni assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2015.

NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004.

NOTARI, *Contratto e regolamentazione* nella *quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003.

NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437*-quinques, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I.

NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "*whitewash*" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011.

NOTARI, *Regole statutarie sul funzionamento dell'assemblea*, in *Riv. not*., 2002, I.

NOTARI, sub *art. 131 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Vol. 1*, Milano, 1999.

OLIVIERO, *L'autonomia statutaria nella nuova disciplina dell'assemblea della società per azioni*, in *Riv. not*., 2003, I.

OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ*., 1999.

OXERA, *Primary and Secondary Equity Markets in the EU* [Final Report], in *www.op.europa.eu* (2020).

PACCES, *Rethinking Corporate Governance*. *The Law and Economics of Control Powers*, Abingdon-New York, 2012.

PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012.

PACE, sub *art. 14 (c-e) l. 28 dicembre 2005, n. 262*, in A. NIGRO - V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007.

PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm*., 2004, I, 424.

PACIELLO, *Commento all'art. 2437*-ter, in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Società di capitali. Commentario, Napoli, 2004.

PACIELLO, sub *art. 2437*-quinquies *c.c.*, in NICCOLINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004.

PASQUARIELLO, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea: un nuovo dialogo tra gli azionisti e la società*. *Analisi normativa e prospettive*, in *RDS*, 2017.

PATRONI GRIFFI, *Commento all'art. 108 TUF*, in FAUCEGLIA (a cura di), *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*, Torino, 2010.

PATRONI GRIFFI, sub *art. 61 TUF*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 1*, Padova, 1998.

PEDERZINI, *Variazioni in tema di modifica delle "clausole di salvaguardia" e interpretazione degli statuti di società*, in *Giur. comm*., 2017, I.

PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I.

PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*[4], Milano, 2024.

PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.

PICCO - VENTORUZZO, *Offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*, in VENTORUZZO (a cura di), *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, Torino, 2023.

PICONE, *Le offerte pubbliche di acquisto*, Milano, 1999

PIETRANCOSTA, *Going private transactions in France*, (2014), in *RTDF*, 2013.

PIETRANCOSTA, *Le retrait obligatoire et l'offre publique de retrait révisés par la Loi Pacte*, in *Revue des Sociétés*, 2019.

PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista tra danno diretto e danno riflesso*, Pisa, 2012.

PISANI MASSAMORMILE, *Minoranze e autonomia statutaria,* in *Riv. soc*., 2001.

PISANI, sub *art. 131*, in *Testo unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58) - Vol. 2* (diretto da G. F. Campobasso), Torino, 2002.

PISCITELLO, *"Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2015.

PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Torino, 2018.

PISCITELLO, sub *art. 2437*-ter *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore - Vol. III - Tomo III*, Milano, 2005.

PLATEROTI, sub *art. 65 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - tomo I*, Torino, 2012.

POMELLI, Delisting *di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc*., 2009.

POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010.

POMELLI, *Trasferimento e consolidamento del controllo nelle società quotate,* Milano, 2014.

PORTALE - DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, nota a Trib. Roma, ord., 1 aprile 2019, in *Banca borsa tit. cred*., 2019, II.

PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - Vol. 2*, Torino, 2006.

PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 3*** (diretto da Colombo – Portale), Torino, 1993.

PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982.

PRESTI, sub *art. 2391*-bis *c.c.*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

PRITCHARD, *Tender Offers by Controlling Shareholders: the Spector of Coercion and Fair Price*, in 1(1) *Berkeley Bus. Law J.* (2004).

PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014.

PUPO, Quorum *assembleari e diritto d'intervento nella nuova società per azioni*, in *Riv. soc*., 2005.

REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011.

REGOLI, *Tutela delle minoranze e circolazione del controllo*, in BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze*, Torino, 2018.

REGOLI, *Operazioni con parti correlate*, in *Trattato delle società - tomo I* (diretto da Donativi), Torino, 2022.

RESTELLI, *Esclusione e limitazione del diritto d'opzione nella prospettiva del rapporto di investimento*, in *Riv. dir. soc.*, 2018.

RESTREPO - SUBRAMANIAN, *The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach*, in 5 *Harvard Bus. L. Rev.* (2015).

RISTUCCIA, sub *art. 13 l. 149/92*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1997.

RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003.

ROSSI G., *La tutela della maggioranza, la Consob e il giudice*, in *Riv. soc.*, 1986.

ROSSI G., *Le società e la borsa: le nuove frontiere*, in *Riv. soc.*, 1981.

ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa* (diretto da Campobasso - Cariello - Di Cataldo - Guerrera - Sciarrone Alibrandi), Torino, 2014.

RUBINO DE RITIS, sub *art. 133 TUF*, in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002.

RUBINO DE RITIS, sub *art. 46 d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, in G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *L'Eurosim*, Milano, 1997.

RUBINO DE RITIS, sub *art. 62 TUF,* in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002

RUBINO DE RITIS, sub *art. 64 TUF*, in *Testo Unico della finanza - Vol. 2* (diretto da G.F. Campobasso), Torino, 2002

SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria,* in *Riv. dir. civ*., 2004.

SACCHI, *Dai soci di minoranza ai creditori di minoranza*, in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2009.

SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders*,* Milano, 2010.

SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I.

SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber Amicorum *Gian Franco Campobasso - vol. 2* (diretto da Abbadessa - Portale), Torino, 2006.

SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *AGE*, 2013.

SACCO GINEVRI, *OPA e* delisting, in *Riv. soc.*, 2022.

SAGLIOCCA, *In tema di revoca delle azioni dalla quotazione per il tramite della delibera assembleare: il c.d.* delisting *puro*, in *Riv. soc.*, 2023.

SALAFIA, *Conflitto di interessi e voto in assemblea*, in *Società*, 2006.

SALAFIA, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari nella riforma*, in *Società*, 2003.

SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010.

SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*[3], Milano, 2000.

SANTAGATA C., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 7****, (diretto da Colombo - Portale), Torino, 2004.

SANTAGATA R., sub *art. 126 TUF*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza* - Vol. 2 (diretto da Campobasso), Torino, 2002.

SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm*., 1976, I, 886.

SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in PATRONI GRIFFI - SANDULLI - SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999.

SANTOSUOSSO, *Sulla disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2008.

SANZO, sub *art. 2379*-ter *c.c.*, in *Il nuovo diritto societario** (diretto da Cottino – Bonfante – Cagnasso - Montalenti), Bologna, 2004.

SASSELLA, sub *art. 8 Legge Capitali*, in P. MARCHETTI - VENTORUZZO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali*, Pisa, 2024.

SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2018, I.

SCOPSI, *Il* delisting *di azioni dal mercato regolamentato tra autonomia privata e tutela degli investitori*, (2020), in *www.orizzontideldirittocommerciale.it.*

SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del* Delaware, *in ODCC,* 2016.

SENA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, in *Giur. comm*., 1977, I.

SEPE, *I mercati regolamentati*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano - Tomo II*, Padova, 2010.

SEPE, sub *art. 62 TUF*, in ALPA - CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria - Tomo 1*, Padova, 1998.

SERRA, *Il procedimento assembleare,* in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Gian Franco Campobasso - tomo 2*, (diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale), Torino, 2006.

SERRA, *Il regime speciale delle società quotate*. *Le società quotate fra disciplina societaria e disciplina del mercato*, in ABBADESSA - ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993.

SOMMER JR, *"Going Private": A Lesson in Corporate Responsibilty*, (1974), in *www.sec.gov*.

SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalla quotazione di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1958, I.

SOTGIA, *Le azioni quotate in borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I.

SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000.

SPOLIDORO, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli* stakeholders, Milano, 2010.

SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *RDS*, 2019.

SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e* Business Purpose, in *Riv. soc.*, 2022.

STAGNO D'ALCONTRES, *Informazione dei soci e tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I.

STELLA RICHTER JR*, "Trasferimento del controllo" e rapporto tra i soci*, Milano, 1996.

STELLA RICHTER *jr*, *Autonomia statutaria, procedimento deliberativo e potere di voto: divagazioni a margine di un libro recente*, in *Giur. comm*., 2018, I.

STELLA RICHTER JR, *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2008.

STELLA RICHTER JR, *Il recesso*, in *Trattato delle società - Tomo III* (diretto da Donativi), Torino, 2022.

STELLA RICHTER JR, *Parere in tema di* delisting *dall'AIM Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I.

STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I.

SUBRAMANIAN, *Fixing Freezeouts*, in 115(2) *Yale Law Journal* (2005).

TANTINI, *La società quotata in borsa e in particolare sull'ammissione d'ufficio alla quotazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II.

TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973.

TASSINARI, sub *artt. 2368-2369 c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società - Vol. 2 - Tomo I* (diretto da d'Alessandro), Padova, 2011.

TOFFOLETTO - STABILINI, sub *art. 133 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - Tomo II*, Torino, 2012.

TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, in ENRIQUES - TRÖGER, *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019.

TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, Milano, 1957.

TROISI - VANZANELLI, sub *art. 103 TUF*, in FRATINI - GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della finanza - Tomo II*, Torino, 2012.

TUCCI-(LENER), *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale – sez. IV – tomo 4* (fondato da Buonocore, diretto da Costi), Torino, 2012.

TUCCI, sub *art. 127*-ter *TUF*, in CAMPOBASSO - CARIELLO - TOMBARI (a cura di), *Le società per azioni* (diretto da Abbadessa - Portale), Milano, 2016.

VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, in *Il Testo Unico finanziario - Vol. 2* (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020.

VELLA - CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario - Vol. 2* (diretto da Cera - Presti), Bologna, 2020.

VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca Impresa Società*, 1997.

VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, in 50(4) *Virginia J. of Int. Law*, (2010).

VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005.

VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di "cancellazione" di contratti conclusi tra operatori*, nota a Collegio dei Probiviri di Borsa Italiana S.p.A., 10 luglio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II.

VENTORUZZO, sub *art. 2391*-bis c.c., in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da Marchetti - Bianchi - Ghezzi – Notari), Milano, 2005.

VENTORUZZO, sub *art. 108 TUF*, in MARCHETTI - BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Vol. 1*, Milano, 1999.

VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

WEIGMANN, Le offerte pubbliche di acquisto, in *Società per azioni e mercato mobiliare. Trattato delle società per azioni - Vol. 10*** (diretto da Colombo – Portale), Torino, 1993.

WEIGMANN, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003.

ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni – vol. 3*** (diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale), Torino, 1993.

ZETZSCHE, *Going Dark Under German Law - Towards an Efficient Regime for Regular Delisting*, (2014), in *www.ssrn.com*.

ZOPPINI, *Brevi cenni conclusivi in tema di OPA*, in *Riv. soc.,* 2022.

ZOPPINI, *Sanzioni e disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc*., 2023.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

ITALIA

CORTE DI CASSAZIONE

Cass. Civ., 7 gennaio 2010, n. 11125.

Cass. Civ. 20 settembre 1995, n. 9975.

Cass. Civ., sez. II, 16 ottobre 2017, n. 24310.

Cass. Civ., 29 settembre 2020, n. 20625.

Cass. Civ., 12 dicembre 2005, n. 27387.

Cass. Civ., 13 aprile 2005, n. 7663.

Cass. civ., 21 luglio 2016, n. 15025.

CORTI D'APPELLO

App. Milano, 13 ottobre 2000, in *Società*, 2001.

TRIBUNALI

Trib. Prato, 4 maggio 2011, in *Dir. fall.*, 2011, II.

Trib. Milano, 6 ottobre 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano, 20 giugno 2019, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014.

Trib. Milano, 29 gennaio 2013, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Perugia, 28 marzo 2023, in *DeJure.*

Trib. Genova, 12 novembre 2020, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, II.

Trib. Milano, 2 maggio 1996, in *Foro.it.*, 1998, I.

Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Società*, 1994.

Trib. Milano (ord.), 10 dicembre 2007, in *Società*, 2008.

Trib. Milano, 27 aprile 1978, in *Giur. comm.*, 1978, II.

Trib. Milano, 23 marzo 1998, in *Società*, 2001.

Trib. Milano, 4 marzo 2021, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Milano, ord., 19 novembre 2021, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Ancona, 15 settembre 2020, n. 1098, in *OneLegale*.

Trib. Roma, 30 aprile 2018, n. 8581, in *Dejure.*

Trib. Roma, 27 aprile 1998, in *Società*, 1998.

Trib. Roma, 26 aprile 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Palermo, 12 marzo 2018, in *www.giurisprudenzedelleimprese.it.*

Trib. Milano, 5 febbraio 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Roma, 3 maggio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it*.

Trib. Milano 27 ottobre 1997, in *Giur.it*, 1998.

Trib. Trento, 26 novembre 2002, in *Giur. it*, 2003.

Trib. Milano, 12 marzo 2018, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Milano, 27 luglio 2017, in *www.giurisprudenzadelleimprese.it.*

Trib. Roma, 7 luglio 2011, n. 14708, in *Giur. comm.*, 2013, II.

STATI UNITI

Sinclair Oil Corp. v. Levien, in 280 A.2d 717 (Del. 1971).

Singer v. Magnavox Co., in 380 A.2d 969 (Del. 1977).

Weinberger v. UOP, Inc., in 457 A.2d 701 (Del. 1983).

Kahn v. Lynch Communication Systems Inc., 638 A.2d 1110 (Del. 1994)

Kahn v. Lynch Communication Systems Inc., 669 A.2d 79 (Del. 1995)

Solomon v. Pathe Communications Corp., in 672 A.2d 35 (Del. 1996).

Glassman v. Unocal Exploration Corp., in 777 A.2d 242 (Del. 2001).

In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation, in 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001).

In re Aquila, Inc. S'holders Litig., 805 A.2d 184 (Del. Ch. 2002).

In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation, in 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002).

In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation, in 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005).

Kahn v. M & F Worldwide Corp., in 88 A.3d 635 ss. (Del. 2014).

GERMANIA

BverfG, 11 luglio 2012, in *NJW*, 2012, 3081. (*Lindner*).

BGH, 25 novembre 2002 - II ZR 133/01, in *NJW*, 2003,1032 ss. (*Macroton*).

BGH, 8 ottobre 2013, in *NJW*, 2014, 146 ss. (*Frosta*).