

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Mercato unico dei capitali e scelte di politica del diritto¹

SOMMARIO: 1. Gli obiettivi dell'integrazione finanziaria – 2. La tecnica normativa – 3. Il bilanciamento di interessi tra imprese e investitori – 4. (Segue): l'esempio del delisting.

1. Gli obiettivi dell'integrazione finanziaria

In una sessione dedicata alle implicazioni che potrebbe dispiegare sulle imprese europee una maggiore integrazione, se non addirittura una unificazione, dei mercati finanziari, può essere utile muovere da un problema metodologico di fondo: quello della congruenza tra gli obiettivi economici dichiarati e la tecnica normativa prescelta per conseguirli. Se si guarda infatti alle ragioni addotte dalla Commissione Europea a sostegno della creazione di un mercato unico dei capitali², emerge nitidamente il disegno sottostante: per un verso, promuovere un avvicinamento dei mercati europei al modello statunitense, dove tradizionalmente le imprese con maggiore potenziale di crescita raccolgono risorse attingendo al risparmio anonimo canalizzato in borsa; per altro verso, ridurre la dipendenza delle imprese dal canale bancario attraverso un ampliamento delle fonti di finanziamento ad *anchor investors* (come i fondi di *venture capital* o di *private equity*) i quali tradizionalmente privilegiano investimenti agevolmente liquidabili al decorso di un certo lasso di tempo e il cui ingresso nella struttura proprietaria di start-up potrebbe essere, pertanto, incentivato dalla prospettiva di una futura quotazione dell'impresa.

¹ Il lavoro riproduce il testo della relazione svolta il 9 maggio 2025 all'Università Ca' Foscari di Venezia in occasione del Convegno su “*L'ordinamento finanziario italiano verso il mercato unico dei capitali*”, nella sessione dedicata agli “*Impatti per le imprese*”. Si è mantenuto il tono discorsivo dell'intervento.

² Cfr., in ordine alla Capital Markets Union, i due Action Plan della Commissione Europea e, segnatamente, l'Action Plan on Building a Capital Markets Union (COM (2015) 468) e il successivo documento A Capital Markets Union for People and Businesses. New Action Plan (COM (2020) 590), nonché, per quanto attiene alla Savings and Investment Union, la Comunicazione della Commissione del 19 marzo 2025 (COM (2025) 124 final).

Evidenti sono, altresì, i vantaggi di una diversificazione della struttura proprietaria per il sistema nel suo complesso: dal più elevato contributo che le imprese possono offrire alla crescita economica dei singoli Stati membri in termini di incremento dei rispettivi PIL alla maggiore resilienza in caso di shock finanziari che siano provocati da una contrazione del credito bancario³. Per converso, l'assenza di un mercato integrato comporta inevitabilmente una ridotta possibilità di diversificazione del rischio per gli investitori e un incremento del costo del capitale per le imprese, le quali non sono in grado di sfruttare i benefici che deriverebbero da mercati più liquidi in quanto caratterizzati da una elevata domanda di prodotti finanziari.

2. *La tecnica normativa*

Ove si passi tuttavia dal piano della enunciazione degli obiettivi di policy a quello di una loro attuazione tecnica diviene difficile nascondere la sensazione che il progetto soffra ancora di taluni difetti suscettibili di minarne la incisività pratica. Vi è, anzitutto, un problema di vaghezza concettuale evocato dalla stessa locuzione “Capital Markets Union”⁴. Essa copre infatti, con riguardo al «bene» scambiato, qualsiasi tipologia di investimento (azioni, obbligazioni, strumenti ibridi) e, con riguardo al «luogo» dello scambio, non solo i mercati regolamentati ma anche i mercati per la crescita delle PMI, i quali sono di consueto organizzati secondo la struttura di sistemi multilaterali di negoziazione⁵; né manca il richiamo all'esigenza di adottare misure che supportino il ricorso ai fondi di venture capital, ossia a tecniche di finanziamento che integrano non solo un'alternativa ma addirittura una forma di “concorrenza” al mercato regolamentato⁶. L'impostazione della Commissione sottintende dunque, sotto entrambi

³ Per queste e altre considerazioni v. F. ALLEN – L. PÁSTOR, *The Capital Markets Union: Key Challenges*, February 2018, paper disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

⁴ Cfr. N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2023, 13 («A somewhat malleable and elastic term»). Ed eguale constatazione si può svolgere per la locuzione “Savings and Investment Union”.

⁵ Cfr., in particolare, l'*Action Plan on Building a Capital Markets Union*, cit., 4 (ove il riferimento all'obiettivo di ampliare le fonti di finanziamento delle PMI).

⁶ *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, cit., 5.

i profili (quello dei «beni scambiati» e quello dei «mercati di scambio»), una scelta che aggrega fattispecie tra loro diverse sia per struttura sia per funzione.

Altrettanto ambiguo è il riferimento all'obiettivo dell'«unione» dei mercati finanziari, soprattutto in quanto esso potrebbe evocare un parallelismo con l'unione bancaria o monetaria, quando invece è chiara la differenza di filosofia ispiratrice: il disegno dell'unione dei mercati dei capitali non prevede infatti né una centralizzazione dell'attività di *policymaking*, né una integrazione piena dei diversi ordinamenti finanziari⁷; manca pertanto, almeno al momento, anche la costruzione di un'autorità unica di vigilanza con poteri diretti di regolamentazione e di *enforcement* nei confronti dei partecipanti al mercato (ciò che realmente allontana oggi l'esperienza unionale dal modello degli Stati Uniti)⁸.

La conseguenza, sul piano della tecnica normativa, è che la serie di atti legislativi elaborati dalle istituzioni europee per dare concretezza al progetto della CMU/SIU non può essere equiparata a un “big-bang” normativo simile a quello che caratterizzò la stagione di riforme di alcuni mercati finanziari europei a cavallo tra la metà degli anni '70 e la metà degli anni '90 del secolo scorso⁹. Sia la CMU, sia la SIU rispondono piuttosto alla esigenza di identificare i principali ostacoli che si frappongono all'integrazione dei mercati e di ridurre sia il grado di frammentazione normativa tra gli Stati membri sia gli spazi di arbitraggio interpretativo tra le diverse autorità nazionali. L'esistenza

⁷ E v. ancora N. MOLONEY, *op. cit.*, 14 (sottolineando come la CMU, a differenza della *Banking Union*, non possa considerarsi un «institutional project»).

⁸ Cfr. E. AVGOULEAS – G. FERRARINI, *A Single Listing Authority and Securities Regulator for the CMU and the Future of ESMA: Costs, Benefits, and Legal Impediments*, in *Capital markets union in Europe*, a cura di D. Busch – E. Avgouleas – G. Ferrarini, Oxford, Oxford University Press, 2018, 4.01 ss.; R. VEIL, *Europäische Kapitalmarktunion. Verordnungsgesetzgebung, Instrumente der europäischen Marktaufsicht und die Idee eines „Single Rulebook“*, in *ZGR*, 2014, 544 ss., specie 583 ss.; F. ANNUNZIATA, *Unione europea e disciplina del mercato finanziario: uno sguardo d'insieme*, in *AGE*, 2/2025, 510 s.; M. GARGANTINI, *The Legal Integration of European Capital Markets: Beyond Regulatory Harmonisation*, University of Genoa Centre for Law and Finance Paper Series, December 2025, specie 17 ss.

⁹ Per quanto concerne l'esperienza domestica, sia consentito il rinvio a M. MAUGERI, *Il “nuovo” diritto del mercato finanziario italiano*, in *Riflessioni in Sapienza. I cinquant'anni della Consob*, Quaderno giuridico Consob n. 35, Roma, 2025, 123 ss.

di queste “sacche” ermeneutiche confligge, infatti, con l’obiettivo di un mercato unico in modo tanto più frontale quanto più rilevante è la condotta degli operatori oggetto di supervisione (si pensi all’azione di concerto o alla responsabilità da prospetto): né può sottovalutarsi la rilevanza di tali profili se si considera che la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento del mercato dipende in misura non secondaria dal prestigio dell’autorità di vigilanza nazionale e dalla incisività dell’*enforcement* che essa è in grado di praticare.

Esempio cruciale della tecnica “incrementale” appena segnalata è il c.d. “Listing Act”¹⁰, vale a dire un “contenitore” normativo che, pur ospitando revisioni di differenti aspetti del diritto delle società quotate e del mercato finanziario, risponde a una semplice esigenza giuspolitica di fondo: quella di potenziare i diritti (del socio di controllo)¹¹ e di ridurre¹² – o comunque semplificare¹³ – gli obblighi (per l’emittente) con l’obiettivo dichiarato di incentivare le imprese a intraprendere la strada del ricorso al mercato del capitale di rischio.

3. *Il bilanciamento di interessi tra imprese e investitori*

Se si guarda poi alle scelte di politica del diritto, quanto meno nella prospettiva della disciplina delle società con azioni quotate o negoziate

¹⁰ Cfr. il Regolamento (UE) n. 2024/2809 del 23 ottobre 2024 e la Direttiva (UE) 2024/2810 del 23 ottobre 2024.

¹¹ Attraverso il riconoscimento della legittimità di strutture di voto plurimo che permettano «alle società di chiedere l’ammissione alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione senza che i loro azionisti di controllo debbano rinunciare al controllo» (così il considerando n. 8 della Direttiva 2024/2810). E v., per qualche considerazione sul punto, M. MAUGERI, voce «Società e mercato finanziario», in Enc. dir., I tematici, IX-2025, Società, diretto da C. Angelici, con G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, Giuffrè, 2025, 1039 ss.

¹² Si pensi alle modifiche apportate dal Regolamento n. 2024/2809 alla disciplina del prospetto e soprattutto all’ampliamento delle ipotesi di esenzione dall’obbligo di redazione in caso di offerta al pubblico e/o di ammissione a negoziazione delle azioni.

¹³ Si pensi alle modifiche apportate dal Regolamento n. 2024/2809 alla disciplina dei processi prolungati le quali, eliminando la rilevanza delle fasi intermedie del processo ai fini dell’obbligo di informativa al mercato (ma non ai fini del divieto di insider trading), rendono più agevole per gli emittenti curare l’adempimento dell’obbligo di disclosure previsto dall’art. 17 di MAR. E v. T. VOS – V. BURKI, *The Disclosure of Inside Information under the Market Abuse Regulation and the Proposed Listing Act*, 2024, 13 s. (paper disponibile all’indirizzo www.ssrn.com).

su un MTF, non si tarderà a comprendere come il vero elemento di complessità del disegno volto a costruire un mercato unico dei capitali risieda nell'esigenza di coniugare principi giuridici, se non veri e propri giudizi di valore¹⁴, tra loro potenzialmente confliggenti. L'ordinamento europeo dei mercati finanziari si regge, infatti, storicamente sul principio di tutela degli investitori¹⁵. Con il "Listing Act" emerge una diversa dimensione assiologica che mette capo alla tutela dell'impresa e, segnatamente, di quella di piccole e medie dimensioni¹⁶.

La necessità di conciliare interessi e principi giuridici diversi è naturalmente alla base dell'esperienza giuridica. Ma nel caso del diritto del mercato finanziario questo compito è reso particolarmente delicato in primo luogo, e lo si è già osservato, dalla scarsa precisione concettuale dei termini di riferimento utilizzati. Questo è vero per il principio di «tutela dell'investitore», in relazione al quale non è sempre chiaro a quale «tipo» di investitore ci si debba riferire (se all'investitore retail o all'investitore istituzionale, se all'investitore «ragionevole» dell'art. 7 di MAR o invece all'investitore «socialmente responsabile» della legislazione in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari), né è sempre chiaro se quella tutela abbia carattere "finale" (sia volta, cioè, a preservare l'integrità della sfera individuale del privato) o sia piuttosto "strumentale" all'attuazione di un diverso e più generale interesse (da individuarsi allora nel corretto funzionamento del mercato finanziario e nella sua efficienza allocativa)¹⁷. E altrettanto può predicarsi per il richiamo alla nozione di «piccola e media impresa», la

¹⁴ E per la distinzione tra i due concetti v. K. ENGISCH, *Einführung in das juristische Denken*, Stuttgart, Kohlhammer, 1983, 165 ss.

¹⁵ Paradigmatica di questa impostazione è la disciplina del prospetto informativo e degli abusi di mercato: cfr. il considerando n. 3 del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017 e il considerando n. 2 di MAR.

¹⁶ Cfr. C. KUMPAN, *Die Europäische Kapitalmarktunion und ihr Fokus auf kleinere und mittlere Unternehmen*, in ZGR, 2016, 2 ss.; M. MAUGERI, voce «Società e mercato finanziario», cit., 1027 ss.

¹⁷ R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in Riv. trim. dir. proc., 1999, 772 e 774 s.; C. ANGELICI, *La società per azioni. I. Principi e problemi*, nel Trattato di dir. civ. e comm., già diretto da A. Cicu – F. Messineo – L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012, 523; E. GINEVRA, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e t.u.f.*, in Banca, borsa, tit. cred., 2022, I, 879 s.

quale assume come criterio identificativo talvolta i dati di bilancio¹⁸, talaltra l'ammontare della capitalizzazione di borsa¹⁹.

Inoltre, il problema del bilanciamento tra tutela dell'investitore e tutela dell'impresa non è agevole perché il legislatore europeo si trova dinanzi a una delicata alternativa di fondo: mentre la tutela dell'impresa spinge verso la semplificazione normativa, se non addirittura la deregolamentazione, la tutela del pubblico risparmio richiede al contrario la vigenza di enunciati precettivi stringenti in termini di trasparenza informativa e di correttezza delle condotte societarie e di mercato che proteggano la fiducia degli investitori nella integrità degli scambi e del processo di formazione del prezzo.

Le osservazioni appena svolte inducono alla sensazione che né il principio di tutela dell'investitore, né il principio di tutela dell'impresa siano suscettibili di trovare una applicazione massima e diretta. Essi impongono piuttosto al legislatore l'onere di "ottimizzarne" la realizzazione, procedendo a restringere la portata dell'uno nella misura in cui ciò sia necessario e proporzionato per attuare l'altro²⁰.

4. (Segue): l'esempio del delisting

Un esempio di area nella quale l'esigenza appena sottolineata si manifesta con evidenza è, come noto, quello dell'informazione al mercato. Da un lato, la trasparenza impone un costo rilevante alle imprese; dall'altro, essa è però centrale per conseguire l'obiettivo dell'efficienza allocativa del mercato e prevenire il rischio del manifestarsi di un «mercato dei limoni».

Un altro terreno di potenziale attrito tra i due principi è quello del «delisting», peraltro anch'esso esposto al rischio di selezione avversa²¹ e che può identificarsi, pur nell'assenza tanto a livello europeo quanto

¹⁸ Cfr. l'art. 2(f)(i) del Regolamento prospetti.

¹⁹ Cfr. l'art. 4(1)(13) della MiFID II (e, nell'ordinamento interno, l'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1, t.u.f.).

²⁰ Per questa indicazione metodologica a livello generale, e scorrendo di un «Optimierungsgebot» del legislatore, v. ad es., F. BYDLINSKI – P. BYDLINSKI, *Grundzüge der juristischen Methodenlehre*³, Facultas Verlag, Wien, 2018, 76.

²¹ Cfr. L.A. BEBCHUK – M. KAHAN, *Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts*, 1999, p. 3 ss. del paper disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

a livello domestico di una definizione omogenea dell'istituto, con la rimozione permanente²² di strumenti finanziari dalla negoziazione di borsa²³.

La rilevanza pratica del delisting ai fini di una reale integrazione dei sistemi finanziari non è difficile da cogliere. Si potrebbe, infatti, sostenere che lo sviluppo del mercato dei capitali sia influenzato non solo dalla sua capacità di attrarre nuove imprese (aumentando quindi il numero di IPO), ma anche dalla sua capacità di trattenere le società già quotate (riducendo quindi la probabilità di un loro successivo delisting): e ciò indurrebbe a ritenere preferibili vincoli normativi stringenti che confinino a casi eccezionali la facoltà per l'emittente di chiedere (e per lo stesso gestore del mercato di disporre) l'esclusione delle azioni dalla negoziazione sul mercato regolamentato.

²² Dal delisting va tenuta distinta, dunque, la “mera” sospensione della negoziazione di uno strumento finanziario, che si caratterizza proprio per il carattere reversibile (pur potendo la sospensione fungere da antecedente della esclusione dalle negoziazioni: e v. l'art. 2.5.1, comma 5, lett. g), del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana che include tra i fattori di cui Borsa può tener conto ai fini dell'adozione di un provvedimento di delisting la «sospensione dalle negoziazioni per una durata superiore a 18 mesi»).

²³ La nozione di “delisting” va in realtà ulteriormente scomposta: essa può infatti intendersi come esclusione dalla negoziazione su un mercato regolamentato di una singola categoria di azioni (ad es., per scambio in una categoria di azioni non quotate nel contesto di una fusione), fermo il mantenimento della qualità di società quotata ai sensi dell'art. 119 t.u.f.; oppure come perdita integrale di tale qualità (ad es., per incorporazione in un veicolo non quotato) e conseguente venir meno dell'intero complesso di regole e presidi che assumono come presupposto l'esistenza (almeno) di una categoria di azioni negoziate su un mercato regolamentato italiano o di altri paesi dell'UE. Sulla necessità di distinguere i due profili v. M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 536 s. L'esclusione dell'emittente dal mercato regolamentato può avere altresì come esito la contestuale ammissione a un sistema multilaterale di negoziazione (e si avrà allora una vicenda di *down-listing*) oppure di ammissione ad altro mercato regolamentato, italiano o estero (e si avrà allora una vicenda di *trans-listing*: cfr. l'art. 133 t.u.f.). Infine, si parla di *cross-listing* quando una società, pur mantenendo la propria quotazione primaria nel mercato domestico, ottiene l'ammissione alla negoziazione dei propri titoli anche su uno o più mercati esteri, per lo più attraverso la quotazione di strumenti rappresentativi dei diritti inerenti ad azioni dell'emittente appositamente vincolate presso un intermediario abilitato (come nel caso, ad es., degli *American Depositary Receipts*, sui quali v. M. VENTORUZZO, *Gli «American Depositary Receipts»: problemi in tema di emissione, cross listing e disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 883 ss.).

Al tempo stesso, però, la decisione imprenditoriale di quotarsi potrebbe essere ascritta all'ambito delle libertà protette dal diritto costituzionale domestico ed europeo²⁴, con la conseguente emersione, sotto questo secondo profilo, di un possibile contrasto con il principio della libera circolazione dei capitali tra gli Stati Membri²⁵. Del resto, se è evidente che un flusso consistente di delisting, riducendo la capitalizzazione di borsa, finisce con l'incidere negativamente sulla significatività dei prezzi del listino, non è irragionevole pensare che l'attrattiva di un mercato regolamentato dipenda, tra l'altro, proprio dalla facilità con cui è possibile uscirne in un secondo momento²⁶.

Dinanzi al delisting "volontario"²⁷ l'ordinamento può assumere un atteggiamento permissivo o, invece, ostativo, tendente cioè a

²⁴ Per un ragionamento di questo tipo v., ad es., E. SCHWARK – F. GEISER, *Delisting*, in ZHR 161 (1997), 769, sottolineando come l'interesse dell'emittente a uscire dal mercato sia espressione di una situazione protetta, tra l'altro, dagli artt. 9 (sulla tutela della libertà di associazione), 12 (sulla tutela della libertà di scelta della propria attività professionale) e 14 (in materia di tutela della proprietà) del Grundgesetz tedesco.

²⁵ J. CHAN – C. GERNER-BEUERLE, *Delisting Rules and EU Capital Markets Integration*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 211 ss.

²⁶ E v. infatti M. BRELOCHS, *Delisting nach dem ZuFinG II/StoFöG – sinnvoller Anlegerschutz oder (weitere Erschwerung der Kapitalmarktnotierung)?*, in ZHR 189 (2025), 563, enfatizzando la stretta interdipendenza tra regole in materia di ingresso nel mercato e regole sull'uscita dal mercato e l'opportunità di evitare una disciplina che ostacoli il delisting al punto tale da rendere la quotazione una «strada a senso unico»; in senso analogo V.D. TOUNTOPOULOS, *Delisting in EU Capital Markets Law: Forms, Goals and Rationales*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 21.

²⁷ Per tale intendendosi le ipotesi in cui l'atto di impulso proviene da un socio o un terzo (nel caso in cui il delisting sia l'esito di un'o.p.a./o.p.sc.) o dallo stesso emittente (come nel caso del delisting "puro" o del delisting che sia l'effetto di una operazione straordinaria). Si discorre, invece, di delisting "involontario" quando il provvedimento di revoca dalla quotazione sia adottato dal gestore del mercato o dalla Consob in modo "unilaterale" e cioè a prescindere da una qualsiasi iniziativa dell'emittente, di un suo azionista o di un terzo. Più in particolare, ai sensi dell'art. 66-ter, comma 1, t.u.f. il gestore della sede di negoziazione «può sospendere o escludere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari che cessino di rispettare le regole del sistema, a meno che tale sospensione o esclusione non rischi di causare un danno rilevante agli interessi

disincentivarlo il più possibile. Quest'ultima soluzione peraltro, come appena osservato, non può spingersi sino al punto di rendere di fatto impraticabile l'uscita dal mercato di origine, almeno nelle ipotesi in cui essa sia il presupposto per l'ammissione a negoziazione su un mercato regolamentato di altro Stato membro. È, in vero, per questa ragione che l'art. 133 t.u.f. consente alle società italiane con azioni negoziate su un mercato regolamentato italiano²⁸ di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario secondo quanto previsto dal regolamento del mercato di provenienza²⁹, purché la migrazione sia autorizzata con deliberazione dell'assemblea straordinaria e l'ammissione avvenga su un altro mercato regolamentato (italiano o di altro paese dell'Unione Europea) il cui ordinamento contenga «una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento»³⁰. La peculiarità della norma risiede

degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato». L'esercizio di tale potere è soggetto al controllo della Consob, la quale è chiamata a verificarne la conformità agli obiettivi generali di vigilanza identificati dall'art. 62, comma 1, t.u.f. nei cardini della «trasparenza», dell'«ordinato svolgimento delle negoziazioni» e, appunto, della «tutela degli investitori». Anche nel delisting «volontario», peraltro, l'effetto giuridico della revoca dall'ammissione a quotazione presuppone pur sempre un atto del gestore (cfr. l'art. 64, comma 2, lett. c), t.u.f.) sottoposto al controllo della Consob la quale conserva, pertanto, sia un potere di sostituzione in caso di inerzia del gestore, sia un potere di veto sul delisting ove ritenga tale misura contraria all'interesse degli investitori: v. M. SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, Giuffrè, 2024, 38.

²⁸ Sull'ambito soggettivo di applicazione della norma cfr. A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Gasparri e L. Fratini, II, Torino, Utet, 2012, *sub* art. 133, 1806 s.

²⁹ Cfr. l'art. 2.5.5 del Regolamento di Borsa Italiana.

³⁰ Con riferimento specifico alle azioni ordinarie, la Consob ha chiarito che il concetto di «tutela equivalente» può considerarsi soddisfatto qualora il mercato di destinazione esibisca una disciplina dell'o.p.a. obbligatoria applicabile all'emittente in caso di trasferimento del controllo (art. 144 del Regolamento Emittenti). Questa disposizione si giustifica in quanto il passaggio ad altro mercato regolamentato dell'Unione Europea, pur lasciando intatta la soggezione dell'emittente alle disposizioni codicistiche e del t.u.f. dettate in tema di società con azioni quotate [l'art. 119 t.u.f. riferisce, infatti, la «disciplina delle società quotate» contenuta nel Capo II, Titolo III, Parte IV del t.u.f. alle «società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea (società con azioni quotate)», e in questo senso viene prevalentemente interpretata anche la locuzione «società con azioni quotate in mercati regolamentati»

essenzialmente nella scelta del legislatore di subordinare la migrazione in altro mercato regolamentato dell'Unione Europea, anche se "italiano", al requisito rappresentato dal coinvolgimento dell'assemblea straordinaria, ossia dell'organo che per rito e competenza è chiamato nel diritto azionario a pronunciarsi su vicende suscettibili di incidere in misura significativa sul valore della partecipazione. In questo modo, il legislatore mostra di attribuire al mercato di quotazione una rilevanza "conformativa" della partecipazione sociale³¹ nella misura in cui le caratteristiche di quel mercato siano idonee a incidere, più che sull'interesse astratto del socio alla liquidità dell'investimento (che in realtà parrebbe già protetto dalla natura "regolamentata" del mercato di destinazione e dall'esistenza di forme «equivalenti» di tutela), sul suo interesse alla *negoziabilità in concreto delle azioni*³², ossia come legittima aspettativa di poter beneficiare dei vantaggi operativi (in termini di profondità e liquidità degli scambi) offerti dal mercato di originaria quotazione e di cui è presumibile l'investitore abbia tenuto conto al momento di assumere la propria decisione iniziale di acquisto o sottoscrizione delle azioni.

Ci si potrebbe chiedere se vi sia effettivamente una connessione tra disciplina del delisting e propensione delle imprese a quotarsi: ciò, nel senso che più quella disciplina si rivela "stringente", minore sarebbe la propensione delle società a considerare la possibilità di una ammissione a negoziazione delle proprie azioni. L'evidenza empirica italiana non sembra suggerire necessariamente questa conclusione: mentre nel caso del mercato azionario regolamentato (Euronext Milan o "EXM") le IPO

richiamata dall'art. 2325-bis c.c.: e v. M. NOTARI, *op. cit.*, 534, nt. 8 («ambito di applicazione uniforme»)], determina comunque il venir meno del regime domestico sull'o.p.a. obbligatoria (cfr. F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *Il delisting*, nel *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, IV, Torino, Utet, 2022, 567). Va tuttavia aggiunto che l'art. 133 t.u.f. opera anche ove il mercato di destinazione sia «italiano»: una eventualità, questa, nella quale non vi è soluzione di continuità nella applicazione delle disposizioni sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie (cfr. l'art. 105, comma 1, t.u.f.).

³¹ Come attestato, del resto, dalla collocazione dell'art. 133 t.u.f. in una sezione dedicata ai «Diritti dei soci»: v. ancora A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *op. cit.*, 1803; F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 566.

³² V. ancora F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 573 (sulla rilevanza normativa dell'interesse del socio alla «concreta possibilità» di liquidare le azioni in ogni momento e a costi contenuti).

si sono assai rarefatte negli ultimi anni a fronte di un consistente numero di delisting, il sistema multilaterale di negoziazione Euronext Growth Milan (o “EGM”) ha continuato a registrare nuove ammissioni a negoziazione pur in presenza di un regime del delisting oneroso o comunque non più favorevole di quello che caratterizza il mercato principale³³.

³³ Secondo i dati riportati dalla Consob, «nel 2024, il numero di società italiane ammesse alla negoziazione su Borsa Italiana è stato pari a 23, di cui solo due sul mercato principale Euronext Milan (EXM) e 21 sull'Euronext Growth Milan (EGM). Nello stesso periodo sono uscite dal mercato 29 società, 15 da EXM e 14 da EGM. Considerando un orizzonte temporale più ampio, dal 2018 le ammissioni a quotazione di società italiane sono state 50 su EXM a fronte di 84 delisting. Al contempo, 204 società sono state ammesse a negoziazione su EGM a fronte di 91 delisting. Nel complesso, quindi, il numero di società quotate o negoziate sul mercato italiano è aumentato di 79 unità, sebbene il saldo sia negativo per EXM (-34 società quotate)» (cfr. la *Relazione per l'anno 2024*, 31 marzo 2025, p. 5). È vero che la disciplina della revoca dalle negoziazioni sull'EGM conosce la fattispecie del delisting “puro”, ossia l'uscita su richiesta dell'emittente, laddove la legittimità di tale configurazione è tuttora discussa per l'EXM, dividendosi la dottrina sul punto (si esprimono in senso contrario alla possibilità di un delisting “puro”, tra gli altri, U. MORERA – M. SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *RDS*, 3/2007, 118, testo e nt. 11; C. ANGELICI, *op. cit.*, 562 s.; I.D. PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, Giuffrè, 2012, 142, testo e nt. 31; A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, Giuffrè, 2007, 174 s.; in senso favorevole v. invece R. COSTI, *Il mercato mobiliare*¹³, a cura di S. Gilotta, Torino, Giappichelli, 2024, 413; P. MONTALENTI, *La società quotata*, nel *Tratt. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, IV, Padova, Cedam, 2004, 59; M. NOTARI, *op. cit.*, 542 ss.; A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, 416; F. VELLA – V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, II, Bologna, Zanichelli, 2020, 1085 s.; A. TOFFOLETTO – A. STABILINI, *op. cit.*, 1805; di una “integrazione” tra gli artt. 133 t.u.f. e 2437-*quinquies* c.c. discorrono F. ANNUNZIATA – M. SCOPSI, *op. cit.*, 577). Tuttavia, la richiesta di esclusione dalle negoziazioni sull'EGM resta comunque soggetta al rispetto di ostacoli non del tutto marginali. In primo luogo, secondo quanto stabilito dall'art. 6-*bis* del Regolamento Emittenti EGM di Borsa Italiana (nella versione del 19 maggio 2025), l'emittente è tenuto a inserire nel proprio statuto le previsioni del t.u.f. in tema di o.p.a. obbligatoria indicate nella Scheda 6 dello stesso Regolamento. Tra le norme oggetto di “forzoso” richiamo statutario non vi è però l'art. 111 t.u.f. in materia di *squeeze-out*; e ciò riduce (almeno per gli emittenti i cui statuti non contengano un volontario riferimento a tale norma) l'incentivo di potenziali offerenti (terzi o azionisti di controllo) a promuovere offerte

Ma è soprattutto con riguardo alla posizione di interesse dell'investitore che regimi "agevolativi" del delisting sembrano dare adito alle maggiori perplessità. Anche senza indulgere a una analisi statistica degli effetti che l'annuncio della volontà dell'emittente di procedere al delisting può avere sul prezzo di mercato dei titoli³⁴, sembra difficile negare rilevanza giuridica all'interesse dell'investitore a poter liquidare le azioni sul mercato a condizioni «eque» o comunque secondo regole che assicurino trasparenza e correttezza del processo di formazione del prezzo sul mercato. Si può discutere, in vero, se la più esatta dimensione di tale interesse debba allocarsi sul piano del diritto (societario) costituzionale e allora come proiezione della tutela accordata al diritto di proprietà³⁵. È certo comunque che esso trova

volte al *delisting*, in mancanza della certezza di poter acquisire coattivamente le residue azioni di minoranza quando l'offerta abbia riscosso un successo tale da consentire a chi l'ha promossa di superare la soglia del 95% del capitale rappresentato da titoli (e cioè «strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria»: cfr. l'art. 101-*bis*, comma 2, t.u.f.; sul fondamento dell'istituto dello *squeeze-out* quale strumento per disincentivare comportamenti opportunistici di soci minimi e agevolare in questo modo la promozione di offerte totalitarie e il conseguente ricambio del controllo v. M. VENTORUZZO, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti – L.A. Bianchi, I, Milano, Giuffrè, 1999, *sub* art. 111, 464 ss.). In secondo luogo, sia la deliberazione che abbia ad oggetto il delisting "diretto" (ossia la revoca dalle negoziazioni disposta da Borsa su richiesta dell'emittente), sia la deliberazione che sia suscettibile di "comportare" come effetto la revoca dalle negoziazioni (c.d. delisting "indiretto", ad es. in caso di incorporazione di una società emittente EGM in un veicolo "chiuso" con conseguente assegnazione agli azionisti della prima di azioni o quote non scambiate su alcuna sede di negoziazione) esige comunque un *quorum* deliberativo particolarmente elevato in quanto pari al 90% dei partecipanti all'assemblea (e v. sempre la Scheda 6 allegata al Regolamento Emittenti EGM di Borsa Italiana).

³⁴ A. RECALDE – M. ATAUN, *Voluntary Delisting: Procedures and Shareholder Protection under Takeover Law*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond. Rationales, Forms and Perspectives*, a cura di V.D. Tountopoulos e R. Veil, Oxford, Hart Publishing, 2025, 72 s. (sottolineando l'impatto negativo del provvedimento di revoca dalla quotazione sul valore di mercato delle azioni); in senso contrario v. però C. THOMALE – A. WALTER, *Delisting als Regulierungsaufgabe*, in *ZGR*, 2016, specie 700 ss.

³⁵ La rilevanza costituzionale dell'interesse alla liquidità dell'investimento in caso di delisting è stata, ad es., affrontata e negata dal *Bundesverfassungsgericht* tedesco in una nota sentenza dell'11 luglio 2012 (in BVerfGE, 132, 99) sulla base di varie considerazioni, tra le quali risaltano sia il rilievo secondo cui il delisting lascerebbe

riconoscimento nel diritto del mercato finanziario e proprio in una norma dedicata alla revoca dalla quotazione³⁶.

In questa prospettiva, il problema del bilanciamento tra l'interesse dell'investitore alla *liquidabilità in concreto* delle azioni e quello dell'impresa a conservare libertà di scelta in ordine al «luogo» di finanziamento, evitando i costi connessi alla quotazione, non può essere risolto aderendo a modelli concettuali che si limitino ad affermare una «soggezione» dell'azionista al potere imprenditoriale dell'emittente, nel presupposto che il delisting rappresenti un mero rischio economico dell'investimento che l'azionista avrebbe assunto consapevolmente³⁷. Né quel bilanciamento può essere affidato alla sola «discrezionalità tecnica» di un ente terzo, come avverrebbe nel caso di un sistema di tutela che si limitasse a riservare al gestore della sede di negoziazione o all'autorità di vigilanza il potere di stabilire se il delisting richiesto dall'organo di amministrazione dell'emittente sia suscettibile o meno di cagionare un danno agli investitori³⁸.

intatta la trasferibilità giuridica dell'azione, limitando piuttosto solo la sua liquidabilità in concreto (che, secondo i giudici delle leggi, non sarebbe però protetta dall'art. 14 GG: cfr. Rn. 52 ss.), sia l'assunto secondo cui non vi sarebbero sufficienti dati empirici ad attestare una eventuale incidenza negativa dell'annuncio del delisting sul prezzo delle azioni (Rn. 68); ma su quest'ultima affermazione, e giudicandola «discutibile», v. J. KOCH, *Aktiengesetz*¹⁹, München, 2025, § 119, Rn. 32.

³⁶ Si intende fare riferimento all'art. 66-ter, comma 1, t.u.f. che preclude al gestore di una sede di negoziazione l'esercizio del potere di esclusione dalle negoziazioni di uno strumento finanziario quando ciò «rischi di causare un danno rilevante agli interessi degli investitori». È bene rammentare che, ai sensi del considerando n. 117 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/565 del 25 aprile 2016, l'autorità di vigilanza nazionale di uno Stato membro (o la società di gestione del mercato) è legittimata a servirsi delle circostanze indicate dall'art. 80 del medesimo Regolamento come situazioni suscettibili di integrare «un danno rilevante per gli interessi degli investitori» non solo al fine di astenersi dall'imporre unilateralmente il delisting «forzoso» quando pure ne sussisterebbero i presupposti (ad es., per carenza di scambi o contrazione del flottante), ma anche per giustificare la decisione «*di non seguire una notifica in tal senso*» da parte dall'emittente: il che lascia intendere come l'autorità o la società di gestione del mercato conservi uno spazio di valutazione in ordine all'incidenza del delisting sull'interesse degli investitori *anche nel caso di delisting puro*.

³⁷ In questo senso v. tuttavia la già citata decisione del *Bundesverfassungsgericht* tedesco, cit., Rn. 61.

³⁸ Un simile modello «amministrativistico» è stato per lungo tempo alla base del § 39 *BörsG* tedesco: v. sul punto, e sostenendone l'idoneità a regolare gli interessi in

Residua allora l'alternativa tra un modello «societario» di protezione dell'investitore e un assetto che affidi, ancora una volta, a istituti del diritto del mercato finanziario (come l'o.p.a. obbligatoria) quella protezione.

Esempio del primo modello può considerarsi l'art. 2437-*quinquies* c.c. in forza del quale, nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, spetta il diritto di recesso ai soci «che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione». Si tende a ritenere ormai in prevalenza che l'ampia formulazione lessicale della disposizione legittimi non solo il delisting volontario «indiretto», e cioè quelle operazioni straordinarie il cui esito per il socio di minoranza sia un (re)investimento «forzoso» in partecipazioni non quotate³⁹, ma anche il delisting «diretto», e cioè l'ipotesi in cui la richiesta di delisting dell'emittente non sia «intermediata» da una deliberazione (assembleare o consiliare) avente un diverso oggetto⁴⁰. Senza dover prendere posizione sul punto in questa sede, è sufficiente osservare come la tutela dell'azionista declinata dall'art. 2437-*quinquies* c.c. passi attraverso strumenti societari tipici quali, da un lato, il diritto «amministrativo» di prender parte alla decisione di delisting grazie alla previsione di una competenza assembleare tipica e, dall'altro, il diritto «patrimoniale» di uscire dalla compagine sociale per un valore monetario determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3, c.c.

campo (ma nell'assunto che i prezzi di borsa oscillino in misura marginale in seguito all'annuncio del probabile delisting), C. THOMALE – A. WALTER, *op. cit.*, 726 s. Il legislatore tedesco ha tuttavia modificato questa impostazione nel 2015 subordinando l'efficacia del delisting volontario al lancio di un'offerta pubblica totalitaria da parte dell'azionista di controllo (o della stessa società emittente sulle proprie azioni); tale offerta è per giunta caratterizzata da stringenti cautele quali il divieto di apporre condizioni, la natura necessariamente pecuniaria del corrispettivo e l'individuazione di un prezzo minimo calibrato sulla media di borsa (v. M. BRELLOCHS, *op. cit.*, 544).

³⁹ Come nella già evocata ipotesi di operazioni di fusione o scissione dell'emittente previo concambio in azioni di una società incorporante o di una società beneficiaria che non siano negoziate su un mercato regolamentato, o di trasformazione o, ancora, di conversione di azioni quotate di una categoria in azioni non quotate di altra categoria: cfr. A. DACCÒ, *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa – G.B. Portale, II, Milano, Giuffrè, 2016, *sub art.* 2437-*sexies*, 2555 s.

⁴⁰ Cfr. i riferimenti bibliografici indicati nella precedente nt. 33.

Si deve al tempo stesso sottolineare come un simile modello non assicuri agli investitori una tutela piena contro il rischio di condotte opportunistiche del socio di controllo⁴¹. In primo luogo e avendo riguardo alla difesa rappresentata dal voto in assemblea, è immediato osservare come il requisito della maggioranza rafforzata sia superabile in società a proprietà concentrata⁴².

In secondo luogo, anche la tutela riveniente dal recesso soffre di lacune: da un lato, manca un obbligo per l'emittente di mettere a disposizione degli azionisti un documento analogo a quello previsto in caso di o.p.a. dall'art. 102, comma 4, t.u.f. al fine di «consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta»; dall'altro, manca sia un obbligo di incrementare il valore di recesso in caso di acquisti compiuti interinalmente sul mercato dall'azionista di controllo a prezzi superiori al valore di recesso⁴³, sia il potere della Consob di imporre con provvedimento motivato un incremento di quel valore dinanzi a condotte manipolative del mercato (come previsto invece per

⁴¹ Su questo rischio v. le ampie considerazioni di A. POMELLI, *op. cit.*, 455 ss.

⁴² Motivo per il quale l'ordinamento finanziario italiano prevede in talune ipotesi la regola aggiuntiva del *whitewash* ai fini della produzione del valore giuridico della deliberazione: si pensi alla disciplina delle operazioni con parti correlate, a talune esenzioni dall'obbligo di o.p.a. e all'istituto dell'«acquisto totalitario su autorizzazione dei soci» contemplato dal futuro art. 112-*bis* t.u.f. (quale tratteggiato dallo schema di d. lgs. attuativo della delega per la riforma del t.u.f. contenuta nella Legge Capitali).

⁴³ Come noto, qualora l'offerente (o una persona che agisce di concerto con l'offerente) acquisti dopo la comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, t.u.f. ed entro i sei mesi successivi alla data ultima di pagamento, prodotti finanziari oggetto dell'offerta (o assuma posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti) per un corrispettivo superiore a quello dell'o.p.a., sorge in capo all'offerente l'obbligo di adeguare il prezzo dell'offerta (cfr. il combinato disposto dell'art. 103, comma 4, lett. c), t.u.f. e dell'art. 42, commi 2 e 3, del Regolamento Emittenti della Consob). Non sembra invece possibile affermare aprioristicamente che l'istituto dell'o.p.a. condurrebbe a un prezzo più elevato del valore di recesso calcolato ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 2, c.c. E ciò anche ove si tratti di o.p.a. obbligatoria e il corrispettivo non possa, dunque, essere inferiore, in mancanza di acquisti, al «prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi» (periodo che la riforma del t.u.f. programma di ridurre a sei mesi). Infatti, se è vero che il criterio della media ponderata (per i volumi) appare maggiormente «rappresentativo» del valore di mercato delle azioni, non vi è per contro alcuna garanzia che esso conduca a un importo più elevato rispetto a quello che si otterrebbe applicando la media aritmetica dei prezzi di chiusura. V. anche quanto osservato nella successiva nt. 48.

il corrispettivo d'o.p.a. dall'art. 106, comma 3, lett. d), t.u.f.)⁴⁴: lacune, entrambe, tanto più stridenti in un contesto normativo come quello italiano, ove la determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso da una società quotata assume come proprio *esclusivo* termine di riferimento l'andamento dei prezzi di borsa.

Non può escludersi sul piano della argomentazione giuridica che tali lacune siano integrabili ricorrendo alla interpretazione evolutiva⁴⁵. Dopo tutto, il recesso comporta l'attribuzione ai soci di una «opzione» di vendita simile a quella di cui gli oblati dispongono nel caso di offerta pubblica totalitaria: la vicinanza dell'assetto di interessi giustifica, allora, il ricorso al metodo analogico e, segnatamente, l'applicazione al delisting «puro» dell'art. 103, comma 4, t.u.f.⁴⁶.

Ma quel che più importa sottolineare è che le considerazioni appena svolte attestano come il delisting sia un problema di diritto del mercato

⁴⁴ La Consob conserva ovviamente anche nel caso di delisting puro il potere di intervenire per reprimere abusi di mercato (ivi incluse eventuali violazioni dell'obbligo di comunicare tempestivamente al pubblico informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 17 MAR) che abbiano influito sui corsi di borsa e quindi anche sul computo della media di cui all'art. 2437-ter, comma 3, c.c. Ma l'esercizio di tale potere sarà eventualmente di ausilio nella ricostruzione dei fatti (e nella dimostrazione dell'illecito) in un eventuale giudizio risarcitorio instaurato da investitori che lamentino un danno in conseguenza della informazione errata al mercato o della condotta abusiva accertata dalla Consob, senza che tale accertamento determini alcuna rettifica della media rilevante ai fini del computo del valore di recesso. E v., per la distinzione tra i due profili, R. HARNOS, *Aktionärsschutz beim Delisting*, in *ZHR* 179 (2015), 770.

⁴⁵ Sulla possibilità di fare ricorso alla *Rechtsfortbildung* proprio in materia di delisting e al fine di costruire un obbligo dell'azionista di controllo (o dell'emittente) di promuovere un'offerta totalitaria in forza di una *Gesamtanalogie* con altre disposizioni che attribuiscono alla minoranza la facoltà di uscita nel caso di operazioni straordinarie suscettibili di alterare le condizioni di rischio dell'investimento v. ancora la decisione della Corte costituzionale tedesca (*Bundesverfassungsgericht*, cit., Rn. 71 ss.).

⁴⁶ Il riferimento è principalmente alla lettera a), sul contenuto dell'informativa da rendere agli oblati, e alla lettera c), che attribuisce alla Consob il potere di disciplinare gli effetti sul corrispettivo dell'offerta degli acquisti effettuati dall'offerente (e da persone che agiscono di concerto) dopo l'annuncio al mercato dell'offerta ai sensi dell'art. 102 t.u.f., in pendenza dell'offerta o nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa.

finanziario più che di diritto societario⁴⁷: il bene giuridico da tutelare non consiste, infatti, in una posizione organizzativa che minaccia di esser lesa da un conflitto endosocietario quanto piuttosto nell'interesse del singolo investitore a monetizzare il valore di scambio della partecipazione a condizioni che non siano incise dalla perdita di liquidità conseguente alla revoca della quotazione. In questa prospettiva, sono evidenti i vantaggi dell'offerta pubblica totalitaria rispetto al recesso in termini di consapevolezza della decisione di disinvestimento (atteso l'obbligo di predisporre il documento d'offerta), di parità di trattamento (attesa la vigenza della *best price rule*) e di mitigazione della pressione a disinvestire (attesa l'operatività del diritto di *sell-out* al ricorrere dei presupposti di cui all'art. 108 t.u.f.).

In un assetto normativo che subordini l'efficacia del delisting al preventivo lancio di una o.p.a. totalitaria, troverebbe altresì maggiore fondamento anche la c.d. «fusione da delisting», ossia lo scenario di una revoca della quotazione che sia conseguita "indirettamente" attraverso l'incorporazione della target in un veicolo non quotato. Uno scenario, questo, che, se solleva per le ragioni sopra evidenziate delicati temi di compatibilità con le esigenze di tutela dell'investimento in società quotate ove considerato isolatamente, presenta invece un costo sistematicamente accettabile sul piano del bilanciamento tra interesse dell'impresa all'uscita dal mercato e interesse dei soci all'uscita dalla compagine dell'emittente, una volta che la fusione da delisting "segua" il lancio di un'offerta pubblica totalitaria⁴⁸ e sia stata data, dunque, agli oblati la facoltà di disinvestire in un quadro di trasparenza informativa e correttezza procedimentale dell'operazione⁴⁹.

⁴⁷ E v., infatti, già P.O. MÜLBERT, *Rechtsprobleme des Delisting*, in *ZHR* 165 (2001), 139.

⁴⁸ Come avviene pressoché immancabilmente se si analizza il contenuto tipico del documento di offerta di una o.p.a. volta al delisting, ove la descrizione della possibilità che la target, a esito dell'offerta, sia incorporata in un veicolo non quotato senza alcuna certezza che il rapporto di concambio rifletta un valore delle azioni commisurato al prezzo dell'offerta antecedente, rappresenta indubbiamente una "minaccia" orientata ad aumentare la pressione sugli oblati (ma una minaccia che appare comunque tollerabile alla luce della considerazione appena svolta nel testo).

⁴⁹ In realtà, il requisito dell'offerta pubblica di acquisto non è sufficiente di per sé ad assicurare una tutela piena degli investitori dal rischio di iniziative strategiche dell'azionista di controllo ove non sia accompagnata da una regola sul prezzo minimo dell'offerta. Il socio di controllo potrebbe essere indotto, infatti, a promuovere

l'offerta per un corrispettivo inferiore al presumibile valore di recesso delle azioni in caso di una successiva fusione da delisting al solo fine di disincentivare l'adesione all'offerta e far "transitare" sulla società il costo dell'acquisto delle azioni dei soci di minoranza che non siano intenzionati a restare in una entità non quotata: motivo, questo, per il quale si è suggerito in altra sede di introdurre anche in Italia una siffatta previsione per le o.p.a. da delisting (M. MAUGERI, Undici tesi per una riforma della disciplina delle o.p.a., in *Rivista ODC*, fasc. 2/2024, 684 ss., proponendo la creazione di un obbligo di corrispettivo minimo da commisurare al prezzo più elevato pagato dal socio di controllo per acquisti compiuti negli ultimi sei mesi o, in mancanza, al prezzo medio ponderato di mercato del semestre antecedente all'annuncio al mercato dell'o.p.a. da delisting; v. anche, per un riscontro comparatistico, il § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG tedesco).