FEDERICA RIZZO

Il delisting e la tutela degli azionisti di minoranza

Le modalità di uscita dalla Borsa e la posizione del socio

Il paper esamina le ragioni dell'uscita dalla Borsa e le sue conseguenze per gli azionisti di minoranza. Dopo un quadro del fenomeno italiano, analizza l'OPA, la fusione, l'acquisto totalitario e la revoca richiesta dalla società, distinguendo le tutele di chi cede le azioni da quelle di chi resta socio. Considera inoltre il prezzo della partecipazione e il trasferimento verso un'altra sede di negoziazione.

Indice

Il delisting e le conseguenze per gli azionisti 3

Il fenomeno del delisting in Italia 4

Perché le società italiane abbandonano la Borsa? 5

Il costo dello status di società quotata 6

La sottovalutazione delle società quotate 7

La scarsa liquidità dei titoli 7

L'espansione del private equity e le operazioni di public-to-private 7

Il conflitto di interessi 8

Le modalità di uscita dalla Borsa 10

Il delisting attraverso OPA 10

Il delisting mediante fusione 13

L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci 14

Il delisting "puro" 16

Il trasferimento a un altro mercato 17

Conclusione 18

Bibliografia 19

Il delisting e le conseguenze per gli azionisti

L'investimento in una società quotata consente all'azionista di partecipare ai risultati dell'impresa, assumendone quindi i rischi, e di vendere le proprie azioni sul mercato. La quotazione non garantisce il recupero del capitale investito, ma offre un canale di disinvestimento e sottopone la società a specifici obblighi informativi e regole di governo societario. Il delisting, ossia l'esclusione di un titolo dalla quotazione, può modificare queste condizioni.

L'esclusione può essere disposta dal gestore del mercato oppure derivare da operazioni finalizzate all'uscita dalla Borsa, promosse dalla società, dal socio di controllo o da un acquirente. Le modalità dell'operazione determinano anche quali strumenti di tutela siano a disposizione degli azionisti di minoranza.

Le esigenze di tutela variano a seconda degli effetti dell'operazione sulla partecipazione del socio. Chi rimane nella società dopo il delisting può incontrare difficoltà nel vendere azioni non più negoziate sul mercato di provenienza. Quando invece il socio esce dalla società, occorre distinguere se sceglie di vendere le azioni o è obbligato a cederle, e valutare se il prezzo ricevuto riflette adeguatamente il valore della partecipazione.

Uscire dalla Borsa può inoltre rispondere ad esigenze di riorganizzazione dell'impresa, a partire dalla ridefinizione delle fonti di finanziamento, o dalla riduzione dei costi che la quotazione stessa impone.

Questi obiettivi devono però essere conciliati con gli interessi degli azionisti che subiscono gli effetti dell'operazione. Occorre quindi stabilire chi possa decidere l'uscita dal mercato, attraverso quale procedimento e a quali condizioni per la minoranza, tenendo conto anche delle esigenze della società.

La tutela riguarda tanto il procedimento quanto le condizioni economiche dell'operazione. Gli azionisti devono poter comprendere le ragioni dell'uscita dalla Borsa e le conseguenze sul proprio investimento. Quando cedono le azioni, assume rilievo l'adeguatezza del corrispettivo, soprattutto se la cessione avviene senza il loro consenso. Per chi rimane socio, conta invece la possibilità di vendere successivamente la partecipazione. A queste esigenze si aggiunge la disponibilità di rimedi per contestare eventuali violazioni.

Il fenomeno del delisting in Italia

La portata del fenomeno in Italia emerge dalle revoche dalla quotazione registrate tra il 2023 e il 2025. Secondo le rilevazioni di KPMG, nel 2023 si sono verificati 22 delisting, di cui 14 realizzati attraverso OPA. Nel 2024, il solo mercato Euronext Growth Milan ha registrato 11 revoche dalla negoziazione, a fronte di 21 nuove ammissioni. [1]

Nel 2025, secondo i dati CONSOB, si sono registrati complessivamente 30 delisting, di cui 11 su Euronext Milan e 19 su Euronext Growth Milan. [2]

Dei 30 delisting registrati nel 2025, 20 sono avvenuti a seguito di OPA o offerte pubbliche di acquisto e scambio (OPAS). L'incidenza di tali operazioni risulta ancora più elevata considerando il solo mercato regolamentato, nel quale 9 delle 11 revoche dalla quotazione sono riconducibili a operazioni di questa natura.

Questi dati mostrano che l'uscita dal mercato rappresenta frequentemente l'esito di operazioni di acquisizione e di riorganizzazione degli assetti proprietari.

Guardando a un periodo più ampio, il fenomeno risulta ancora più evidente. Secondo il discorso della CONSOB all'incontro annuale con il mercato del luglio 2026, tra il 2010 e il 2025 i delisting hanno sottratto al listino società con una capitalizzazione complessiva di 187 miliardi

di euro, contro i 91 miliardi apportati dalle nuove quotazioni, con un saldo negativo di 96 miliardi. Nell'ultimo quinquennio, il saldo negativo tra uscite e nuove quotazioni è stato pari a 69 miliardi. [2]

Nel 2025, su Euronext Milan non si sono registrate nuove ammissioni. Nello stesso periodo, la capitalizzazione complessiva delle società vigilate dalla CONSOB è salita da circa 836 a 1.077 miliardi di euro. Il numero delle società presenti sul mercato regolamentato e la capitalizzazione complessiva hanno quindi seguito andamenti diversi, pur riferendosi a perimetri differenti. [2]

Il fenomeno non riguarda soltanto l'Italia. Negli *Studi economici sull'Italia 2026*, l'OCSE osserva che nel 2024 le società uscite dalla Borsa di Milano sono state più numerose delle nuove quotazioni e richiama una tendenza analoga per Parigi e Londra. [3] Il confronto europeo suggerisce che le cause del delisting non siano esclusivamente italiane. Nel nostro mercato, però, la concentrazione della proprietà rende particolarmente importante considerare la posizione degli azionisti di minoranza.

Perché le società italiane abbandonano la Borsa?

La permanenza in Borsa risponde ad una valutazione di convenienza che può cambiare nel corso della vita della società. L'accesso al capitale di rischio, la visibilità presso gli investitori e la negoziabilità delle azioni sono vantaggi della quotazione, ai quali si accompagnano però costi organizzativi, obblighi di trasparenza e vincoli procedurali. Quando il rapporto tra benefici e relativi oneri si modifica, l'uscita dal mercato può rappresentare parte di una scelta di riorganizzazione dell'impresa.

La CONSOB, nella relazione relativa al 2024, individua una serie di motivazioni ricorrenti nei documenti delle offerte finalizzate al delisting: semplificazione normativa, riduzione degli

oneri, maggiore flessibilità organizzativa, valutazioni di mercato considerate insufficienti, orientamento di breve periodo degli investitori e scarsa liquidità dei titoli. [4]

Queste motivazioni possono essere ricondotte a quattro grandi dinamiche.

Il costo dello status di società quotata

La permanenza sul mercato comporta obblighi di informazione, trasparenza, governance e compliance. Per una grande società, tali costi possono rappresentare una componente relativamente contenuta della struttura complessiva. Per una società di minori dimensioni, invece, possono incidere in misura più significativa. [5]

Il peso dei costi per mantenere lo status di società quotata può risultare particolarmente significativo quando la società trae benefici limitati dalla quotazione, ad esempio perché ricorre raramente al mercato per raccogliere nuovo capitale.

Il delisting può quindi apparire conveniente quando i benefici della quotazione non sono più sufficienti a compensarne gli oneri. Non si tratta necessariamente di un tentativo di sottrarsi ai controlli: la questione è se il mantenimento dello status di società quotata continui a produrre vantaggi proporzionati ai costi.

La convenienza del delisting dipende quindi sia dai costi necessari per realizzarlo, sia dalla rinuncia ai vantaggi che la quotazione potrebbe offrire in futuro.

Anche le esigenze di finanziamento possono incidere sulla scelta. Un'impresa capace di sostenere i propri investimenti attraverso le risorse generate dall'attività, oppure di reperire capitali presso un numero ristretto di investitori, può attribuire minore importanza alla raccolta sul mercato

azionario. Un'elevata capacità di autofinanziamento può ridurre la necessità di capitale esterno, senza rendere automaticamente preferibile l'uscita dalla Borsa. [6]

La sottovalutazione delle società quotate

Un secondo fattore riguarda il divario tra valore di mercato e valore che gli azionisti di controllo attribuiscono alla società. Se il prezzo delle azioni è ritenuto inferiore al valore economico dell'impresa, l'azionista di controllo può considerare conveniente acquisire le partecipazioni residue e procedere al delisting.

La scarsa liquidità dei titoli

La liquidità costituisce uno dei principali vantaggi della quotazione: consente agli investitori di acquistare e vendere azioni rapidamente e senza incidere in misura significativa sul prezzo. Quando gli scambi sono poco frequenti e i volumi contenuti, questo vantaggio si riduce.

Una società può quindi trovarsi nella situazione di sostenere gli oneri della quotazione senza beneficiare pienamente della possibilità di raccogliere capitali e offrire un mercato sufficientemente liquido ai propri azionisti. [5]

L'espansione del private equity e le operazioni di public-to-private

Un quarto fattore è il crescente interesse degli operatori di private equity verso società già quotate. Queste operazioni vengono generalmente indicate come *public-to-private transactions*: l'investitore acquisisce il controllo della società e promuove, direttamente o indirettamente, l'uscita dal mercato.

KPMG ha evidenziato già nel 2023 il crescente coinvolgimento dei fondi di private equity nei delisting italiani, citando operazioni come ReeVo, Cover50 e Digital360. [1]

Un'operazione di dimensioni maggiori è stata quella che ha riguardato *Atlantia* nel 2022, promossa da Edizione e Blackstone attraverso Schema Alfa. L'OPA volontaria, seguita dall'acquisto delle azioni residue, ha portato al delisting della società nell'ambito di una riorganizzazione degli assetti proprietari. [7]

In questi casi il delisting non rappresenta soltanto una riduzione dei costi, ma può essere parte di un progetto di riorganizzazione industriale, finanziaria e proprietaria.

Alcuni progetti richiedono inoltre investimenti iniziali consistenti, ma producono risultati soltanto dopo diversi anni. In Borsa, risultati peggiori nel breve periodo possono provocare reazioni negative degli investitori e un calo del prezzo delle azioni. L'uscita dalla quotazione può quindi essere perseguita con l'obiettivo di ridurre questa pressione, soprattutto se l'operazione concentra le proprietà nelle mani di pochi soci che condividono il progetto. [4]

Ciò non significa però che una società quotata non possa investire sul lungo periodo, né che il delisting renda automaticamente migliore la gestione.

Il conflitto di interessi

La distinzione fra interesse della società e interesse di chi promuove l'operazione diventa decisiva quando il delisting è perseguito dal socio di controllo. Se acquista le azioni della minoranza, il controllante è anche la controparte dei soci che vendono: il prezzo che questi ricevono rappresenta per lui un costo. Controllante e soci di minoranza possono essere d'accordo sul progetto per la società, ma non sul prezzo delle azioni: chi compra ha interesse a spendere

meno, mentre chi vende vuole ottenere un prezzo adeguato al valore della propria partecipazione. [8]

Nelle società italiane quotate la proprietà è spesso concentrata: secondo la CONSOB, alla fine del 2025 il principale azionista deteneva in media il 48,7% del capitale. [9]

La possibile sottovalutazione del titolo rende questo contrasto particolarmente evidente. Se il prezzo di Borsa non riflette proporzionalmente le prospettive di crescita della società, l'acquisto di azioni può risultare particolarmente conveniente sia per il controllante sia per un nuovo investitore. Gli azionisti di minoranza rischiano invece di vendere prima che quelle prospettive si traducano in un aumento del valore della partecipazione. Offrire un prezzo superiore alla quotazione di Borsa non basta quindi a escludere una sottovalutazione: se il titolo è scambiato a un prezzo troppo basso, anche un'offerta più alta può non riflettere adeguatamente il valore della partecipazione.

La scarsa liquidità può rendere più difficile anche la valutazione dell'offerta: quando gli scambi sono limitati, il prezzo di Borsa può essere meno rappresentativo del valore della partecipazione.

Sul prezzo può incidere anche la diversa disponibilità di informazioni. Il controllante, grazie alla vicinanza alla gestione, può conoscere meglio degli investitori esterni i progetti e le prospettive dell'impresa. I soci chiamati a vendere possono quindi trovarsi a valutare l'offerta con informazioni meno complete rispetto a chi la promuove. Questa asimmetria informativa rende particolarmente importante la qualità delle informazioni messe a disposizione della minoranza. [8]

Gli stessi azionisti di minoranza possono avere interessi differenti. Alcuni possono accogliere favorevolmente la possibilità di monetizzare l'investimento, soprattutto in presenza di scambi ridotti; altri possono ritenere il prezzo insufficiente o preferire di partecipare allo sviluppo

futuro della società. La minoranza può quindi essere favorevole al delisting e contestare comunque il prezzo o le altre condizioni dell'operazione.

Le modalità di uscita dalla Borsa

In Italia, la disciplina deriva principalmente dal Testo unico della finanza, dal Codice civile, dai regolamenti CONSOB e dalle regole di Borsa Italiana. Le regole applicabili cambiano a seconda del mercato in cui sono negoziate le azioni.

Euronext Milan è un mercato regolamentato. Al suo interno, Euronext STAR Milan è un segmento che richiede standard aggiuntivi di trasparenza, governo societario e liquidità. Euronext Growth Milan è invece un sistema multilaterale di negoziazione, dedicato alle piccole e medie imprese. La distinzione ha conseguenze giuridiche: le disposizioni riferite alle società quotate su mercati regolamentati non si estendono automaticamente alle società negoziate su EGM. [10]

Il diritto europeo disciplina alcuni passaggi centrali delle operazioni che possono condurre al delisting, ma non prevede un procedimento unico per tutte le forme di uscita dalla Borsa. Le regole sulle offerte pubbliche si affiancano alle disposizioni nazionali di diritto societario e alle regole dei singoli mercati.

Il delisting attraverso OPA

L'uscita può essere perseguita attraverso un'offerta pubblica di acquisto, con cui il promotore propone agli azionisti di vendere le proprie azioni. L'offerta può essere volontaria oppure obbligatoria a seguito dell'acquisizione di una partecipazione che fa sorgere l'obbligo di promuoverla. L'offerta non determina da sola la revoca della quotazione: assumono rilievo il suo esito, la partecipazione raggiunta dall'acquirente e le regole applicabili al mercato interessato.

Il caso *Saras* mostra il secondo percorso. Nel 2024 Vitol, attraverso Varas, ha acquistato la partecipazione della famiglia Moratti: dall'acquisizione è derivato l'obbligo di promuovere un'OPA sulle azioni rimanenti. L'offerta ha poi condotto al delisting. [11]

La direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche di acquisto riguarda società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato. Tra i principi generali spiccano la parità di trattamento dei possessori di titoli della stessa categoria e la disponibilità di tempo e informazioni sufficienti per valutare l'offerta. La direttiva richiede inoltre una protezione degli altri azionisti quando un soggetto acquisisce il controllo della società.

Gli articoli 15 e 16 disciplinano due strumenti distinti: il diritto dell'offerente di acquistare i titoli residui, anche senza il consenso dei titolari, e il diritto degli azionisti rimasti di esigere che l'offerente acquisti i loro titoli. Si tratta, rispettivamente, dello *squeeze-out* e del *sell-out*, applicabili alle condizioni previste dalla direttiva e dalle norme nazionali di recepimento. [12]

Per le società quotate su mercati regolamentati, gli artt. 108 e 111 TUF disciplinano l'obbligo e il diritto di acquisto delle azioni residue. [13]

Di fronte a un'OPA finalizzata al delisting, ciascun azionista può scegliere se accettare l'offerta e vendere le proprie azioni. Se decide di non aderire, però, la sua scelta non impedisce che gli altri azionisti vendano. Se l'acquirente raggiunge una partecipazione sufficiente e si verificano le condizioni per la revoca, la società può uscire dalla Borsa anche se alcuni soci hanno preferito conservare le proprie azioni.

La posizione del socio dipende quindi dall'esito dell'offerta. Se un soggetto supera il 90% dei titoli e non ripristina entro 90 giorni un flottante sufficiente, deve acquistare le azioni di chi ne faccia richiesta. L'obbligo di acquisto sorge anche quando l'offerente raggiunge almeno il 95% a seguito di un'offerta pubblica totalitaria. Il diritto di acquisto delle azioni residue può invece essere

esercitato dall'offerente già al raggiungimento del 90%, alle condizioni previste dall'art. 111 TUF. Chi non aderisce all'OPA può dunque avere una successiva possibilità di uscita, essere obbligato a vendere oppure rimanere socio dopo il delisting. [13, 17]

La riduzione dal 95% al 90% della soglia per esercitare il diritto di acquisto rende più concreta, per chi non aderisce all'offerta, la possibilità di dover cedere comunque le proprie azioni. Occorre però distinguere questa facoltà dell'offerente dall'obbligo di acquistare le azioni di chi chiede di venderle: nel primo caso è l'acquirente a determinare l'uscita del socio residuo, nel secondo è quest'ultimo a scegliere di disinvestire. La soglia raggiunta, da sola, non descrive quindi la posizione della minoranza; conta anche quale dei due strumenti viene utilizzato.

Nel 2024 gli azionisti fondatori di *Salcef Group*, tramite Finhold, hanno concluso un accordo con Morgan Stanley Infrastructure Partners per riorganizzare la partecipazione nella società. A seguito dell'operazione, Salbid ha promosso un'OPA obbligatoria totalitaria a 26 euro per azione. L'offerta ha portato l'offerente al 95,45% del capitale: per le azioni rimaste in circolazione è stata quindi avviata la procedura congiunta di obbligo e diritto di acquisto. La revoca dalla quotazione è divenuta efficace il 19 novembre 2024. Il caso mostra come, raggiunta la soglia prevista, l'obbligo di acquistare le azioni di chi vuole vendere possa accompagnarsi al diritto dell'offerente di acquisire anche quelle dei soci che avrebbero preferito conservarle. [14]

Nell'OPA il socio valuta il corrispettivo proposto dall'offerente. Se dopo l'offerta si arriva all'obbligo o al diritto di acquisto delle azioni residue, il prezzo può coincidere con quello dell'offerta precedente, nei casi previsti dall'art. 108 TUF; negli altri casi è determinato dalla

CONSOB secondo i criteri di legge. Il diritto di acquisto previsto dall'art. 111 richiama queste stesse regole.

Il riferimento al prezzo dell'offerta o alle quotazioni di mercato offre un criterio per determinare il corrispettivo, ma può non riflettere pienamente il valore della partecipazione, soprattutto quando le azioni sono poco scambiate.

Tod's mostra invece che l'esito dell'offerta non è scontato. Nel 2022 una prima OPA volontaria, promossa a 40 euro per azione, non raggiunse la soglia prevista e rimase inefficace. Nel 2024 Crown Bidco, nell'ambito dell'accordo tra L Catterton e la famiglia Della Valle, ha promosso una nuova OPA volontaria a 43 euro per azione. Questa volta l'operazione ha raggiunto i presupposti per la procedura congiunta: le azioni residue sono state acquistate e Tod's è uscita dalla Borsa nel giugno 2024.

I due tentativi mostrano che la volontà di uscire dalla Borsa non basta: il percorso verso il delisting dipende anche dall'esito effettivo dell'offerta. Il diverso prezzo non consente, da solo, di spiegare perché le adesioni siano state differenti. [15]

Il delisting mediante fusione

Il delisting può essere una conseguenza di una fusione, per esempio quando una società quotata viene incorporata in una società non quotata. In questo caso l'azionista non riceve un'offerta alla quale scegliere se aderire: la decisione riguarda l'operazione societaria e, una volta realizzata la fusione, le azioni della società incorporata vengono sostituite secondo il rapporto di cambio previsto dal progetto.

Per il socio che non condivide l'operazione, assume rilievo il diritto di recesso. L'art. 2437-*quinquies* c.c. lo riconosce, per le azioni quotate in un mercato regolamentato, a chi non ha concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione. La tutela può quindi operare anche quando il delisting è l'effetto della fusione, purché sia la deliberazione a produrre quell'esito. Il socio può uscire dalla società e ottenere la liquidazione delle azioni, anziché proseguire l'investimento nella società risultante dall'operazione. Il recesso non consegue quindi automaticamente a qualsiasi delisting. [16]

Il recesso non dà però al singolo azionista il potere di impedire la fusione. Gli consente di sottrarsi ai suoi effetti sulla propria partecipazione, a un valore determinato secondo le regole di legge. Diventa quindi importante distinguere il rapporto di cambio, che stabilisce quante azioni spettano al socio che resta, dal valore di liquidazione, che spetta a chi esercita il recesso.

Per le azioni quotate su un mercato regolamentato, l'art. 2437-*ter* c.c. fa riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dei sei mesi precedenti la pubblicazione o ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea; lo statuto può prevedere criteri diversi, fermo il limite minimo stabilito dalla norma. Se il socio contesta il valore di liquidazione, deve farlo contestualmente alla dichiarazione di recesso. Il valore viene allora determinato mediante la relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale. [16]

L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci

La riforma italiana del 2026 ha introdotto nell'art. 112-*bis* TUF l'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci. L'assemblea straordinaria può deliberare la cessione di tutte le azioni a un soggetto individuato dall'organo amministrativo. Se la proposta è approvata, anche i soci contrari cedono la propria partecipazione e ricevono un corrispettivo in denaro: a differenza dell'OPA, la

vendita deriva da una decisione collettiva e non dall'adesione del singolo azionista. L'applicazione della nuova disciplina è regolata dalle disposizioni transitorie del decreto e richiede di verificare l'entrata in applicazione delle norme attuative CONSOB. [17]

Proprio perché la deliberazione vincola anche chi non è d'accordo, la legge richiede un voto favorevole particolarmente ampio: non basta che la proposta sia sostenuta dal socio di controllo. Oltre alla maggioranza qualificata del capitale rappresentato in assemblea, occorre il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti, calcolata escludendo i soggetti indicati dalla norma perché interessati all'operazione. Sono inoltre previsti il parere degli amministratori indipendenti e una relazione che consenta ai soci di valutare la proposta e il corrispettivo.

Il corrispettivo non può essere inferiore alla media ponderata dei prezzi di chiusura dei sei mesi precedenti la comunicazione dell'operazione o, se maggiore, al prezzo pagato nello stesso periodo dall'acquirente o da chi agisce di concerto con lui.

La CONSOB può sospendere la procedura in caso di fondato sospetto di violazione delle regole applicabili e dichiararla decaduta se la violazione viene accertata. Può anche imporre un prezzo superiore a quello proposto in caso di collusione o di fondato sospetto di manipolazione dei prezzi di mercato.

Il procedimento attribuisce dunque ai soci non interessati all'operazione un ruolo nella decisione, ma il loro voto non equivale al consenso di ciascun azionista alla vendita. Se le maggioranze richieste sono raggiunte, anche il dissenziente perde la partecipazione. Per lui la tutela dipende allora soprattutto dalla qualità delle informazioni ricevute prima del voto e dalla congruità del prezzo. Il limite minimo fissato dalla legge impedisce di scendere sotto determinati

valori, ma non risolve necessariamente il dissenso sul valore economico della società, soprattutto quando le quotazioni di mercato sono poco rappresentative.

Il delisting "puro"

Nel delisting "puro", la società delibera di chiedere direttamente la revoca delle negoziazioni, senza realizzare una fusione o un'altra operazione societaria e senza che l'operazione preveda l'acquisto delle azioni della minoranza. La possibilità di seguire questa strada dipende dalle regole del mercato in cui sono negoziate le azioni.

Su Euronext Growth Milan assume particolare rilievo il Regolamento Emittenti del mercato, insieme alle disposizioni statutarie richieste agli emittenti. L'art. 41 prevede un preavviso di almeno venti giorni di mercato aperto per la richiesta di revoca. Le linee guida richiedono inoltre di informare gli azionisti sulle ragioni della revoca e sulle possibilità di negoziare successivamente i titoli. [10]

Salvo le deroghe previste dal regolamento, la richiesta di revoca deve essere approvata da almeno il 90% del capitale presente in assemblea per ciascuna categoria di azioni ammesse. L'approvazione non comporta di per sé la vendita delle azioni: il socio contrario può quindi rimanere nella società dopo il delisting, con una partecipazione più difficile da negoziare.

In questa ipotesi la tutela passa soprattutto attraverso il voto e le informazioni ricevute prima della decisione. È importante sapere perché la società vuole uscire dal mercato e se, dopo la revoca, esisteranno possibilità concrete di vendere le azioni. Il recesso dell'art. 2437-*quinquies* c.c. non si applica automaticamente alle azioni negoziate su EGM, che è un sistema multilaterale e non un mercato regolamentato.

Se la deliberazione di revoca viola la legge o lo statuto, può essere impugnata alle condizioni previste dall'art. 2377 c.c. Il semplice dissenso dalla scelta di lasciare il mercato, invece,

non basta a rendere invalida la deliberazione. La maggioranza del 90% richiesta su EGM è una garanzia importante per la decisione di revoca, ma è calcolata sul capitale presente in assemblea. Inoltre, l'approvazione non procura al socio contrario un acquirente per le sue azioni. Le informazioni sulle possibilità di negoziarle dopo la revoca gli permettono di valutare le conseguenze della decisione, senza assicurargli che potrà venderle a condizioni soddisfacenti. In questa ipotesi il problema della minoranza non è il prezzo al quale viene costretta a uscire, ma la possibilità concreta di uscire in seguito.

Il trasferimento a un altro mercato

Va infine distinto l'abbandono della negoziazione pubblica dal trasferimento a un'altra sede di negoziazione. L'art. 133, comma 1, TUF disciplina l'esclusione dal mercato regolamentato italiano accompagnata dall'ammissione su un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori. La riforma del 2026 ha aggiunto il comma 1-*bis*, relativo al trasferimento verso un sistema multilaterale di negoziazione: la disposizione prevede, tra l'altro, una verifica delle tutele offerte dal mercato di destinazione, una deliberazione dell'assemblea straordinaria, obblighi informativi e la salvezza del diritto di recesso previsto dall'art. 2437-*quinquies* c.c. Anche per questa novità occorre tenere conto delle disposizioni transitorie che ne regolano l'applicazione. [13, 17] In entrambi i trasferimenti le azioni continuano a essere negoziate, mentre può cambiare la disciplina applicabile alla società e agli investitori.

Conclusione

Il delisting sta assumendo un ruolo importante nelle operazioni che modificano gli assetti proprietari delle società italiane. L'uscita dalla Borsa non determina l'estinzione della società né, di per sé, la perdita di valore delle partecipazioni. Può però cambiare profondamente la posizione dell'azionista di minoranza.

Le modalità esaminate mostrano che non esiste una tutela unica. Nell'OPA, il socio decide inizialmente se aderire, ma l'esito dell'offerta può aprire la strada all'acquisto delle azioni residue anche senza il suo consenso. Nella fusione rileva il recesso, quando ricorrono i presupposti di legge. Nell'acquisto totalitario la decisione è collettiva e vincola anche il dissenziente. Nel delisting puro, invece, il socio può conservare le azioni senza disporre di una possibilità altrettanto agevole di venderle.

La protezione della minoranza deve quindi essere valutata in rapporto all'effetto concreto dell'operazione: il corrispettivo è centrale quando il socio perde la partecipazione, mentre la possibilità di negoziare le azioni diventa decisiva quando resta nella società. Le regole sul voto e sull'informazione aiutano a controllare la decisione di uscire dalla Borsa, ma la loro efficacia dipende anche dalle alternative che rimangono effettivamente disponibili al socio.

Bibliografia

[1] KPMG, Mercato M&A: solo 28 miliardi di controvalore, ma tengono i volumi con oltre 1200 operazioni, 2023; Banca Profilo Research, EGM Analysis – 2024, 20 gennaio 2025.

[2] CONSOB, Relazione per l'anno 2025, presentata il 13 luglio 2026; CONSOB, comunicato stampa del 20 gennaio 2026.

[3] OCSE, Studi economici dell'OCSE: Italia 2026, sezione «Potenziare il dinamismo delle imprese per incrementare la produttività».

[4] CONSOB, Relazione per l'anno 2024, 31 marzo 2025, riquadro 3, p. 52.

[5] W. Bessler, J. Beyenbach, M. S. Rapp e M. Vendrasco, «Why do firms down-list or exit from securities markets? Evidence from the German Stock Exchange», Review of Managerial Science, 17, 2023, pp. 1175–1211.

[6] J. Chan e C. Gerner-Beuerle, «Delisting Costs and Corporate Mobility in Europe», European Company and Financial Law Review, 21, nn. 3–4, 2024, pp. 367–397.

[7] Schema Alfa S.p.A., comunicato sull'esecuzione della procedura congiunta e sulla revoca dalla quotazione di Atlantia, 9 dicembre 2022.

[8] M. Maugeri, «Undici tesi per una riforma della disciplina delle o.p.a.», Orizzonti del diritto commerciale, 2/2024.

[9] CONSOB, Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane 2025.

[10] Borsa Italiana, I mercati di Borsa Italiana; Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, in vigore dal 20 aprile 2026, art. 41 e relative linee guida.

[11] Varas S.p.A., comunicazione sull'avvio dell'OPA obbligatoria su Saras, 18 giugno 2024; comunicato sull'esecuzione della procedura congiunta e sul delisting, 11 settembre 2024.

[12] Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, 21 aprile 2004, artt. 1, 3, 5, 15 e 16.

[13] D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo unico della finanza, artt. 108, 111 e 133.

[14] Salcef Group S.p.A., comunicato sull'accordo tra gli azionisti fondatori e Morgan Stanley Infrastructure Partners, 24 aprile 2024; Salbid S.p.A., comunicato sui risultati definitivi dell'OPA e sulla procedura congiunta, 11 novembre 2024.

[15] DeVa Finance S.r.l., comunicato sui risultati definitivi e sull'inefficacia dell'OPA su Tod's, 26 ottobre 2022; Crown Bidco S.r.l., comunicato sull'esecuzione della procedura congiunta e sul delisting di Tod's, 7 giugno 2024.

[16] Codice civile, artt. 2437-*ter* e 2437-*quinquies*, sul valore di liquidazione e sul recesso conseguente all'esclusione dalla quotazione.

[17] D.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, art. 5, comma 1, lett. l) e n), e disposizioni transitorie: modifica dell'art. 111 TUF e introduzione dell'art. 112-bis TUF; modifica dell'art. 133 TUF.