

Conafi S.p.A.

ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI

20 febbraio 2025 – Unica convocazione

Integrazione alla relazione illustrativa del **Consiglio di Amministrazione** di Conafi S.p.A.
sul secondo punto all'ordine del giorno di parte straordinaria dell'Assemblea
convocata per il 20 febbraio 2025 in unica convocazione

Torino, 17 febbraio 2025

Signori Azionisti,

si fa riferimento alla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Conafi S.p.A. (di seguito, “**Conafi**” o la “**Società**”) pubblicata in data 21 gennaio 2025 (la “**Relazione**”) relativa al secondo punto all’ordine del giorno di parte straordinaria dell’Assemblea degli azionisti di Conafi convocata, in sede ordinaria e straordinaria, per il giorno 20 febbraio 2025 in unica convocazione e relativa alla trasformazione di Conafi da società per azioni in società a responsabilità limitata, con contestuale adozione di un nuovo statuto sociale e conseguente revoca dalle negoziazioni sul mercato regolamentato Euronext Milan, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., delle azioni ordinarie della Società (l’“**Operazione di Trasformazione**” ovvero la “**Trasformazione**”).

In data 13 febbraio 2025, Consob ha inviato una comunicazione (prot. 0013945/25 – la “**Comunicazione**”) ai sensi dell’art. 114, comma 5, del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente integrato e modificato (il “**TUF**”), pubblicata contestualmente al presente documento, con la quale è stato richiesto alla Società di integrare la Relazione con determinati elementi informativi e documentali e di pubblicarli, unitamente a copia della Comunicazione, entro le ore 9.00 del 17 febbraio 2025, con le stesse modalità previste per la pubblicazione della Relazione.

Il presente documento è stato pertanto predisposto da Conafi, su richiesta della Consob, ad integrazione della Relazione, che si intende qui richiamata, e costituisce parte integrante della stessa.

Il presente documento è stato messo a disposizione del pubblico sul sito *internet* della Società (www.conafi.it), sezione “*Investor Relations/Corporate Governance/Assemblea*” e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato “1Info” (www.1info.it).

Tutto ciò premesso, relativamente alle specifiche richieste della Commissione di cui alla Comunicazione – che, per comodità espositiva, sono nel seguito riprodotte – si evidenzia quanto segue ad integrazione di quanto riportato nella Relazione.

1. il piano pluriennale relativo agli esercizi 2024–2028 predisposto da codesta Società con il supporto di KPMG Advisory S.p.A., menzionato nel paragrafo “Motivazioni della proposta di Trasformazione” della citata Relazione illustrativa (“Piano”)

Il Piano predisposto dalla Società con il supporto di KPMG Advisory S.p.A. (“**KPMG**”) è stato messo a disposizione del pubblico sul sito *internet* della Società (www.conafi.it), sezione “*Investor Relations/Corporate Governance/Assemblea*” e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato “1Info” (www.1info.it).

2. il dettaglio in forma tabellare dei compensi corrisposti in favore dei componenti del C.d.A. e del Collegio Sindacale di Conafi negli esercizi 2022, 2023 e 2024 nonché i medesimi compensi previsti nel Piano per gli esercizi 2025 e seguenti, indicando le specifiche motivazioni per le quali tale categoria di costi diminuirebbe significativamente in conseguenza della trasformazione

Nella tabella di seguito riportata sono rappresentati i compensi corrisposti in favore dei componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale della Società nel corso degli esercizi 2022, 2023 e 2024 nonché i medesimi compensi previsti nel Piano per gli esercizi 2025 e seguenti, stimati in continuità con l’attuale politica di remunerazione adottata dalla Società e assumendo la permanenza della quotazione.

Composizione – Costi amministratori e sindaci	2022	2023	2024	2025 e seguenti
<i>Dettaglio compensi cariche C.d.a.</i>				
<i>Compenso per carica A. D.</i>	300.000	141.205	349.589	280.000
<i>Compensi per Presidente, Amministratori e Comitati</i>	188.379	191.595	220.000	220.000
<i>Totale Consiglio di Amministrazione</i>	488.379	332.800	569.589	500.000

<i>Collegio Sindacale (con ODV dal 2023)</i>	55.000	60.625	70.000	70.000
<i>Oneri e rimborsi Amministratori e Sindaci</i>	57.850	62.684	50.740	65.121
<i>Assicurazione D&O Amm. e Sindaci</i>	89.796	83.155	82.664	82.664
Totale – Costi amministratori e sindaci	691.026	539.263	772.993	717.785

Nel Piano, il costo per amministratori e sindaci e per gli oneri accessori per il 2025 e per gli esercizi seguenti è stimato, in base ai criteri sopra rappresentati, in complessivi Euro 717.785,00 annui.

Il Piano prevede il completamento dell'Operazione di Trasformazione nel corso dei primi mesi dell'esercizio 2025 e, per l'effetto, la riduzione del costo complessivo annuo per amministratori e sindaci sopra descritto da Euro 717.785,00 ad Euro 195.000,00.

Tale categoria di costi diminuirebbe significativamente in conseguenza della Trasformazione in ragione, in particolare, di quanto di seguito rappresentato: (i) riduzione dei compensi dell'Amministratore Delegato, del Presidente del Consiglio di Amministrazione e degli altri Consiglieri in considerazione della nuova forma giuridica di società a responsabilità limitata non quotata che assumerebbe la Società; (ii) cessazione di ruoli e figure strettamente connessi allo *status* di società quotata quali i comitati endoconsiliari, l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e l'organismo di vigilanza in composizione collegiale; (iii) riduzione del numero dei Consiglieri quantomeno a tre membri in luogo degli attuali cinque; (iv) riduzione dei compensi dei componenti del Collegio Sindacale e adeguamento della composizione dell'organo di controllo alla nuova forma giuridica di società a responsabilità limitata non quotata che assumerebbe la Società; (v) riduzione proporzionale della voce di costo degli oneri e rimborsi accessori ai costi per amministratori e sindaci; e (vi) eliminazione della polizza D&O per gli esercizi successivi in considerazione della nuova forma giuridica di società a responsabilità limitata non quotata che assumerebbe la Società.

3. con riferimento alla circostanza per cui il Piano è stato elaborato "senza considerare alcuna distribuzione di dividendi da parte di ISCC Fintech", eventuali valutazioni svolte dagli amministratori con riguardo a scenari alternativi di distribuzione di dividendi da parte della controllata ISCC, anche successivamente al 2028, tenuto conto delle stime di utile netto e free cash flow contenute nell'equity research di Integrae SIM dell'8.10.2024 (pari rispettivamente a circa 13,8 milioni di euro e a circa 15,8 milioni di euro cumulati nel triennio 2024-2026) nonché dei flussi di ricavi generati dalle attività di valorizzazione e rivendita dei portafogli di NPL realizzate a partire dal mese di marzo 2024 dalla controllata in parola (pari a circa 2,9 milioni di euro su un totale di circa 4,7 milioni di ricavi nel primo semestre 2024)

La mancata distribuzione di dividendi da parte di ISCC Fintech S.p.A. ("ISCC") costituisce una delle assunzioni alla base del Piano, in considerazione della circostanza che il Consiglio di Amministrazione ha preso atto del fatto che ISCC non ha distribuito dividendi negli ultimi tre esercizi, nonché della circostanza che la possibilità di distribuire dividendi da parte di ISCC deve tener conto della natura *capital intensive* del suo *business* e di determinati vincoli normativi. La Società non ha tenuto conto dell'*equity research* di Integrae SIM dell'8 ottobre 2024.

4. l'indicazione del processo decisionale seguito per l'approvazione da parte della Società dell'Operazione di Trasformazione, precisando in particolare che la delibera del 15 gennaio u.s. è stata assunta dal C.d.A. – previa acquisizione dei pareri del CCR e del Comitato OPC – all'unanimità dei consiglieri e con la sola astensione dell'Amministratore Delegato Dott. Nunzio Chiolo dato il suo interesse nell'Operazione in quanto socio titolare indirettamente del controllo di Conafi tramite Nusia S.p.A. e Alite S.r.l.

L'Operazione di Trasformazione è stata approvata in 15 gennaio 2025 dal Consiglio di Amministrazione della Società previa acquisizione dei pareri favorevoli, per quanto di propria competenza, del Comitato Controllo e Rischi e del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (in applicazione su base volontaria della disciplina per le operazioni con parti correlate), rilasciati in data 13 gennaio 2025.

La delibera del 15 gennaio 2025 è stata assunta dal Consiglio di Amministrazione all'unanimità dei Consiglieri e con la sola astensione dell'Amministratore Delegato Dott. Nunzio Chiolo dato il suo interesse nell'Operazione in quanto socio unico di Nusia S.p.A., a sua volta socio unico di Alite S.r.l.

5. *l'indicazione delle modalità di assunzione delle delibere da parte del CCR e del Comitato OPC, specificando che le stesse sono state approvate a maggioranza e indicando, altresì, le motivazioni del voto contrario espresso da uno dei componenti i Comitati*

Le delibere del 13 gennaio 2025 sono state assunte dal Comitato Controllo e Rischi e dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Società a maggioranza, stante il voto contrario di uno dei componenti di tali Comitati (che in sede consiliare ha poi comunque votato a favore dell'Operazione di Trasformazione).

Nello specifico, il componente dissenziente, in sede di Comitato Controllo e Rischi, ha espresso voto contrario ritenendo non condivisibili le valutazioni condotte in ordine alle opzioni alternative all'Operazione di Trasformazione e ritenendo che la stessa non fosse la soluzione più adatta per la compagine sociale; in sede di Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, tale componente dissenziente ha espresso voto contrario in quanto avrebbe ritenuto opportuno acquisire previamente il parere di un esperto giuridico indipendente e di un esperto in materie aziendalistiche, ulteriori rispetto a KPMG e agli altri *advisor* già coinvolti dalla Società. Invero, il medesimo soggetto, su invito del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, ha successivamente preso contatti a tal fine per le vie brevi con dei consulenti che non si sono resi disponibili a supportare il Comitato nei tempi richiesti.

Nel corso del Consiglio di Amministrazione del 15 gennaio 2025, il Consigliere in questione ha espresso voto favorevole in merito all'approvazione dell'Operazione di Trasformazione, sottolineando l'importanza, in qualità di Consigliere, di superare le obiezioni precedentemente sollevate e di focalizzarsi sull'interesse della Società.

6. *il parere redatto dal Comitato OPC, su base volontaria, circa l'interesse della Società al compimento dell'Operazione di Trasformazione*

Il parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate in data 13 gennaio 2025 circa l'interesse della Società al compimento dell'Operazione di Trasformazione è stato messo a disposizione del pubblico sul sito *internet* della Società (www.conafi.it), sezione "*Investor Relations/Corporate Governance/Assemblea*" e sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "1Info" (www.1info.it).

7. *informazioni circa le possibili operazioni alternative esaminate dalla Società per pervenire alla revoca dei titoli dalle negoziazioni (i.e. oltre alla liquidazione, cessione del pacchetto di controllo a terzi, offerta al pubblico di acquisto promossa dal socio di controllo oppure dalla Società sulle proprie azioni, fusione per incorporazione di Conafi nel socio di controllo Nusia S.p.A. o nella controllata ISCC), indicando le motivazioni per le quali le stesse sono state ritenute non percorribili*

Si riportano qui di seguito le operazioni alternative considerate nonché le motivazioni per le quali le stesse non sono state ritenute percorribili.

In relazione alla liquidazione, sulla base delle analisi condotte con il supporto di KPMG, la stessa è stata valutata maggiormente pregiudizievole per tutti gli azionisti (compresi gli azionisti di minoranza) e gli *stakeholder* della Società rispetto all'Operazione di Trasformazione. La liquidazione, tenuto conto dei tempi necessari per il relativo svolgimento e della sostanziale illiquidità della partecipazione detenuta in ISCC, comporterebbe infatti un insieme di conseguenze economiche e operative che si rifletterebbero negativamente su tutti gli *stakeholder*, con particolare riferimento agli azionisti, ai dipendenti e al mercato.

Con riferimento alla cessione del pacchetto di controllo a terzi, nonostante i tentativi effettuati, anche con il coinvolgimento di appositi *advisor*, non è stato possibile riuscire ad identificare soggetti potenzialmente interessati all'acquisizione di una partecipazione di controllo in Conafi.

Con riguardo all'offerta al pubblico di acquisto, non è stato possibile identificare soggetti interessati alla promozione della stessa. Sulla base di quanto emerso dalle analisi effettuate, attualmente il mercato attribuisce a Conafi un valore significativamente superiore a quello che sarebbe il suo valore effettivo, ove calcolato sulla

base del metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa di perdita futuri emergenti dal Piano; in ragione di ciò, ove anche fosse stato individuato un potenziale offerente, non sembra possibile immaginare che lo stesso avrebbe promosso un'offerta a un prezzo che non presentasse uno sconto rispetto all'effettivo valore di mercato di Conafi. In aggiunta, è stata esaminata l'offerta pubblica di acquisto promossa dalla Società sulle proprie azioni; tuttavia, la Società non dispone di utili distribuibili e di riserve disponibili e, conseguentemente, non le è consentito procedere all'acquisto di azioni proprie tramite un'offerta pubblica di acquisto in base al limite di cui al primo comma dell'art. 2357 cod. civ.

In relazione all'ipotesi di fusione, non è stato possibile identificare un soggetto idoneo a consentirne l'esecuzione, tenuto conto della non agevole identificazione dell'interesse sociale al compimento dell'operazione (nel caso di fusione nel socio di controllo Nusia S.p.A.) e dell'interesse per i soci di ISCC alla relativa realizzazione (nel caso di fusione nella controllata ISCC).

8. *l'indicazione delle valutazioni svolte in merito alla rispondenza delle opzioni alternative e dell'opzione prescelta alla tutela degli interessi dei soci e, in particolare, degli azionisti di minoranza*

Si rinvia a quanto rappresentato nel precedente punto 7 e nei successivi punti 9 e 10, fermo restando quanto altresì già rappresentato nelle relazioni illustrative contenenti le proposte di deliberazione sui punti all'ordine del giorno dell'Assemblea straordinaria del 20 febbraio 2025 messe a disposizione del pubblico in data 21 gennaio 2025 e nel documento contenente le valutazioni del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 126-*bis* del TUF pubblicato in data 5 febbraio 2025.

9. *in ordine alla tempistica prevista per l'Operazione di Trasformazione, le ragioni per le quali codesta Società ha ritenuto di convocare l'Assemblea antecedentemente alla pubblicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari di Conafi relativi all'esercizio 2024*

Nell'ambito dell'Operazione di Trasformazione sono stati messi a disposizione del pubblico i risultati civilistici della Società relativi all'esercizio sociale 2024. Infatti, la Società non soltanto ha fornito una rappresentazione della propria situazione patrimoniale al 31 dicembre 2024, ma ha anche fornito i dati relativi al risultato di esercizio, al patrimonio netto e alla posizione finanziaria netta negli esercizi dal 2024 al 2028 secondo quanto previsto dal Piano.

La tempistica prevista per l'Operazione di Trasformazione è pertanto diretta a consentire di addivenire alla Trasformazione quanto prima in modo da far fronte alla situazione descritta dal Piano dal quale emerge che, in assenza di interventi, la Società prevede di registrare perdite nei prossimi quattro esercizi sociali e che sussiste il rischio che, con l'esercizio 2028, le consistenze patrimoniali e finanziarie della Società vengano sostanzialmente meno.

10. *le eventuali valutazioni effettuate circa la compatibilità dell'Operazione di Trasformazione in esame con la normativa vigente, in particolare con il combinato disposto dell'art. 2437-quinquies c.c. e dell'art. 133 del TUF, e con l'interesse dei soci, penalizzati dalla perdita di liquidabilità delle azioni conseguente al delisting, tenuto conto che l'operazione è volta prevalentemente a conseguire la citata revoca dalla quotazione*

Il Consiglio di Amministrazione della Società ha ritenuto compatibile l'Operazione di Trasformazione con la normativa vigente e con l'interesse dei soci (in particolare, di minoranza) valutandola come la più favorevole per gli stessi, in base a quanto di seguito rappresentato.

L'art. 2437-*quinquies* cod. civ. ("*Disposizioni speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati*") stabilisce che "*[s]e le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione*". Come chiarito in dottrina e come più dettagliatamente illustrato nel prosieguo, tale norma è stata interpretata ritenendo che la stessa faccia innanzitutto riferimento a tutte le deliberazioni che abbiano come "effetto" la revoca dalle negoziazioni dal mercato regolamentato.

La realizzazione dell'Operazione di Trasformazione richiederebbe una deliberazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti della Società la cui approvazione comporterebbe quale effetto la revoca dalla quotazione dei titoli, rendendo infatti incompatibile la permanenza della Società sul mercato di borsa. Per tale ragione, tale tipologia di deliberazione rientrerebbe, al pari delle delibere di fusione e di scissione, nel novero delle deliberazioni che hanno come "effetto" (ma non come "oggetto") la revoca dalla negoziazione dei titoli ai sensi di quanto previsto dall'art. 2437-*quinquies* cod. civ. Pertanto, la proposta di deliberazione avente ad oggetto l'Operazione di Trasformazione, ove approvata dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti, comporterebbe il riconoscimento del diritto di recesso in favore degli azionisti (assenti, astenuti o dissenzienti) che non abbiano concorso all'adozione della medesima ai sensi di quanto previsto dall'art. 2437-*quinquies* cod. civ. (oltre che ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. b), cod. civ. che prevede espressamente la trasformazione della società quale causa di recesso).

Nell'approvare l'Operazione di Trasformazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di poter seguire l'orientamento interpretativo sopra rappresentato.

Inoltre, l'Operazione di Trasformazione è stata considerata come la più favorevole per gli azionisti, in particolare di minoranza. Infatti, con l'Operazione di Trasformazione, ai soci (assenti, astenuti o dissenzienti) che non abbiano concorso all'adozione della deliberazione di approvazione della stessa sarebbe riconosciuto il diritto di recesso ad un valore di liquidazione determinato ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, comma 3, cod. civ., e, dunque, pari alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni di Conafi nei sei mesi antecedenti la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea Straordinaria chiamata a deliberare in merito all'Operazione di Trasformazione (*i.e.* Euro 0,2239).

Pertanto, attraverso il meccanismo del diritto di recesso, ai soci recedenti spetterebbe il diritto a vedersi riconosciuto un valore di liquidazione della propria partecipazione superiore al valore effettivo della medesima, considerando la previsione di registrare perdite nei prossimi esercizi di cui al Piano e atteso che, sulla base di quanto emerso dalle analisi effettuate, attualmente il valore che il mercato attribuisce a Conafi è significativamente superiore al valore che la stessa avrebbe ove calcolato sulla base del metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa di perdita futuri emergenti dal Piano.

In ogni caso, nell'ambito delle considerazioni riguardanti l'Operazione di Trasformazione e le previsioni di cui all'art. 2437-*quinquies* cod. civ, in via prudenziale, si è tenuto conto delle tematiche connesse al c.d. *delisting* puro, ovvero sia mediante l'adozione di una delibera avente ad oggetto l'esclusione diretta dalle negoziazioni.

Al riguardo, secondo un consolidato orientamento dottrinale, sarebbero legittime anche le delibere aventi come oggetto (e non solo come effetto) l'esclusione dalla quotazione secondo quanto di seguito rappresentato.

Con l'entrata in vigore del TUF, sono state introdotte delle norme in materia di revoca dalle negoziazioni volte a tutelare gli azionisti dalla perdita di liquidità delle proprie partecipazioni, senza però prevedere alcuna disposizione specifica che escludesse espressamente la legittimità di una delibera di revoca volontaria dalle negoziazioni. In particolare, sono stati introdotti, da una parte, l'art. 131 del TUF¹, successivamente abrogato, che tutelava con il diritto di recesso gli azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione e scissione che comportavano l'assegnazione di azioni non quotate, fornendo una via di uscita a chi non avesse consentito a operazioni che di fatto privavano le loro azioni di un mercato liquido; dall'altra, l'art. 133 del TUF², ancora oggi in vigore, che sottoponeva a una serie di condizioni stringenti il trasferimento delle azioni su di un altro mercato.

Già in tale contesto normativo, diversi autori riconoscevano la legittimità della delibera avente ad oggetto la revoca dalle negoziazioni indipendentemente dal trasferimento in altro mercato (art. 133 del TUF) e a prescindere da operazioni di fusioni e scissione (art. 131 del TUF), ritenendo che, anche in tale ipotesi di

¹ Art. 131 ("Diritto di recesso in caso di fusioni e scissioni"): "Gli azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o di scissione che comportino l'assegnazione di azioni non quotate hanno diritto di recedere ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile."

² Art. 133 ("Esclusione su richiesta dalle negoziazioni"): "Le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla CONSOB con regolamento."

delisting, potesse applicarsi per analogia il diritto di recesso previsto dall'art. 131 TUF³. Al contrario, la maggioranza dei commentatori sosteneva che l'accesso al mercato regolamentato dovesse invece configurarsi come una "strada a senso unico"⁴, posto che, in base a quanto previsto dal TUF, una società con azioni quotate non avrebbe avuto il diritto di chiedere l'esclusione dalla quotazione ma soltanto di "migrare" su un altro mercato (italiano o europeo), con sostanziale mantenimento dello *status* di quotata (*i.e.* mediante il c.d. *trans-listing* previsto dall'art. 133 del TUF); la medesima dottrina, inoltre, giustificava la legittimità dell'operazione di *delisting* solo all'interno di un contesto più ampio proprio di operazioni di riorganizzazione societaria, quali le operazioni straordinarie di fusione e scissione, e solo riconoscendo il diritto di recesso ai soci dissenzienti *ex art.* 131 del TUF, non ritenendo lo *status* di società quotata disponibile da parte dell'assemblea dei soci⁵.

Con la riforma del diritto societario del 2003 la normativa in questione ha subito una modifica radicale che ha rafforzato in maniera significativa la posizione dottrinale favorevole alla legittimità del *delisting* puro. Nello specifico, con tale intervento normativo è stato introdotto l'art. 2437-*quinquies* cod. civ. ad opera del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cui si è successivamente accompagnata l'abrogazione dell'art. 131 del TUF tramite il d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37.

Per effetto di tali modifiche, il diritto di recesso è stato riconosciuto in via generale dal codice civile a tutti gli azionisti di società quotate in mercati regolamentati che non abbiano concorso – in quanto assenti, dissenzienti o astenuti – alle deliberazioni assembleari che comportano l'esclusione dalla quotazione, con una disposizione di ben più ampio respiro rispetto a quella previgente, che, in definitiva, svincola la configurabilità del diritto di recesso per revoca dalla quotazione dalle sole ipotesi di deliberazioni assembleari concernenti la fusione o la scissione dell'emittente⁶. Nell'ambito del TUF, ad oggi, invece, resta solo la disciplina dell'esclusione dalle negoziazioni in caso di *trans-listing* contemplata dall'art. 133 del TUF.

Nel rinnovato quadro normativo, la dottrina prevalente, in base ad un'argomentazione di carattere sistematico, ritiene che rientrerebbero pertanto nell'ambito di applicazione del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. tutte le deliberazioni che, direttamente o indirettamente, possano causare l'esclusione dalla quotazione e, dunque, non soltanto le delibere che abbiano come effetto ma anche direttamente come esclusivo oggetto il *delisting* dell'emittente (e quindi il c.d. *delisting* puro). La presenza di una tutela di carattere generale per l'*exit* del socio è stata infatti considerata come indice dell'esistenza della possibilità per la società di escludere i propri titoli dalle negoziazioni per volontà dell'assemblea e come argomentazione decisiva in favore della liceità della delibera di *delisting* puro⁷.

In questo modo, all'art. 133 del TUF è stato riconosciuto il ruolo di eccezione rispetto a tale regola: infatti, laddove il diritto all'*exit* dei soci di minoranza risulti già adeguatamente tutelato dalle garanzie equivalenti offerte dalla normativa del mercato di destinazione, la tutela derivante dal diritto di recesso risulterebbe superflua e ingiustificatamente gravosa per la società⁸. Lo scopo dell'art. 133 del TUF sarebbe dunque quello di disapplicare la tutela garantita dal diritto di recesso qualora le condizioni del mercato di destinazione siano sufficienti a garantire la liquidità del titolo e, quindi, un'*exit* alternativa agli investitori⁹.

Autorevoli commentatori evidenziano inoltre come, anche sotto il profilo dell'opportunità, in assenza di un divieto espresso, imporre un obbligo perpetuo di quotazione rappresenterebbe una compressione indebita

³ Cfr., *ex multis*, G. Oppo, *Maggioranza e minoranza nella riforma della società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 1999, p. 490 ss.; P. Spada, *Tipologia delle società per azioni quotate*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 2000, p. 213 ss., il quale evidenzia che "in difetto di un divieto testuale, sarei riluttante a sottrarre all'autonomia negoziale l'esclusione quando non le è mai sottratta l'ammissione"; D. Galletti, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, 2000, p. 349 ss.

⁴ In questi termini, prima della riforma del diritto societario del 2003, F. Annunziata, *sub art.* 133, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. I, Giuffrè, 1999, p. 1205 ss.

⁵ In senso contrario all'ammissibilità del *delisting* puro, *ex multis*, oltre a F. Annunziata, *sub art.* 133, cit., M. Notari, *sub art.* 131, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di P. Marchetti - L. A. Bianchi, I, Milano, 1999.

⁶ M. Notari, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2004, p. 546 ss.

⁷ Cfr., *ex multis*, R. Costi, *Il mercato mobiliare*, 8 ed., 2013, Giappichelli, p. 398 ss.; P. Montalenti, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, 2004, p. 59 ss.; A. Pomelli, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, 2003, p. 407 ss.; M. Notari, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies cod. civ.*, cit., 2004; F. Vella-V. Corrente, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. Cera - G. Presti, II, 2020, p. 1036 ss.; R. Ghetti, *sub art.* 133 TUF, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, 2012, p. 1444 ss.; M. Maugeri, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 397 ss.; F. Annunziata - M. Scopsi, *Il delisting*, in *Trattato delle società*, a cura di V. Donativi, Tomo IV, 2022, p. 563 ss.; M. Sagliocca, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, 8°, Giuffrè, 2024, p. 77 ss.

⁸ Così A. Pomelli, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, cit.; in senso conforme, *ex multis*, R. Ghetti, *sub art.* 133 TUF, cit.; in senso contrario a tale ricostruzione, D. Pace, *Ammissione, sospensione, esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Giuffrè, 2012, p. 141 ss.

⁹ Come sottolinea M. Notari, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies cod. civ.*, cit., la finalità di tutela della liquidità dell'investimento, in definitiva, è propria sia dell'art. 2437-*quinquies* c.c., sia dell'art. 133 TUF, con la differenza che il primo utilizza il recesso come unico strumento di tutela degli azionisti, mentre il secondo preferisce la combinazione di una delibera dell'assemblea straordinaria con un controllo dell'autorità di vigilanza sulle condizioni di tutela degli investitori nel mercato di destinazione.

dell'autonomia negoziale dei privati e una lesione della relativa libertà di iniziativa¹⁰. La preclusione del *delisting* puro, inoltre, finirebbe con il penalizzare i soci e l'impresa, permettendo a questi di perseguire l'esclusione delle proprie azioni dal listino solo mediante interventi di terzi (come l'offerente in un'offerta pubblica di acquisto, la società di gestione o l'autorità di vigilanza)¹¹.

Torino, 17 febbraio 2025

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Andrea Dalla Chiara

¹⁰ G. Oppo, *Maggioranza e minoranza nella riforma della società quotate*, cit.; in senso analogo, anche R. Costi, *Il mercato mobiliare*, cit., il quale ritiene "troppo innaturale per essere accolta senza preoccupazione" la tesi che esclude la legittimità del *delisting* puro, anche perché la stessa rischierebbe di "compromettere l'appetibilità della quotazione; quotazione che rischia di diventare una camicia di forza dalla quale ci si può, per altro, liberare attraverso facili elusioni (come la incorporazione in una società non quotata)"; secondo M. Maugeri, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nelle s.p.a.*, cit., sarebbe "[n]on condivisibile [...] il tentativo di irrigidire ulteriormente la tutela dell'azionista e di attribuire a quest'ultimo una vera e propria pretesa alla conservazione dello status di società "quotata". Ciò in quanto [...] una tale conclusione appare smentita - se non dalla disciplina dello squeeze-out di cui all'art. 111 t.u.f. (e dalla possibilità ivi prevista di un acquisto "forzoso" dei titoli residui in circolazione da parte di chi abbia superato la soglia del 95% a seguito di una o.p.a. totalitaria) - dalla nuova conformazione impressa dalla riforma all'istituto del recesso che ha sostituito l'esigenza del consenso unanime dei soci con il diritto di uscita a condizioni eque dalla società quale strumento di tutela sistematicamente più adeguato dinanzi a vicende idonee a incidere profondamente sulla posizione partecipativa."; secondo M. Saggiocca, *La revoca della quotazione per volontà dell'emittente*, cit., evidenzia che "[...] parrebbe preferibile - nell'ottica di favorire l'immissione di nuovi capitali sul mercato e ridurre gli oneri connessi allo status di società quotata - riconoscere agli azionisti un più ampio margine di disponibilità del potere di decidere circa il *delisting* dell'emittente, ammettendo la possibilità di conseguire la revoca dalla quotazione anche tramite apposita delibera assembleare (e non soltanto attraverso complesse e onerose operazioni societarie) e assicurando, al contempo, una adeguata protezione alle esigenze dei soci di minoranza che non abbiano concorso all'adozione di tale deliberazione di poter agevolmente liquidare il proprio investimento, attraverso il riconoscimento del diritto di recesso ex art. 2437-quinquies cod." Concorde anche P. Montalenti, *La società quotata*, cit.

¹¹ P. Montalenti, *La società quotata*, cit.