

ARTICOLI

Cenni al downlisting nella riforma del t.u.f.

ANDREA SACCO GINEVRI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

Cenni al downlisting nella riforma del t.u.f.

ANDREA SACCO GINEVRI

Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università degli Studi di Roma Tre

SOMMARIO*: 1. Premessa. – 2. La disciplina del *downlisting* nel nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f. – 3. Alcuni profili di attenzione. – 4. Sintetiche considerazioni.

1. Premessa

Trovandomi a presiedere e introdurre la sessione dedicata ai “*Mercati*”, nel più ampio contesto di un convegno su “*La riforma del TUF: intermediari e mercati*”, ho ritenuto di particolare interesse concentrare l'attenzione – compatibilmente con il limitato spazio riservato a chi coordina – sulla nuova fattispecie di *downlisting* introdotta dal d.lgs. n. 47 del 27 marzo 2026 recante riforma del testo unico della finanza⁰¹.

L'ingresso nell'ordinamento finanziario italiano di una disciplina specifica per le operazioni di trasferimento regressivo dai mercati regolamentati ai sistemi multilaterali di negoziazione (c.d. *downlisting* o *downscaling*) è perfettamente coerente con la filosofia sottesa al nuovo t.u.f., volta a incentivare l'accesso e la permanenza dell'impresa nel

* Il presente contributo costituisce il testo, con aggiunta di note, della relazione tenuta in occasione del convegno “*La riforma del TUF: intermediari e mercati*” organizzato presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma in data 12 marzo 2026, poi ulteriormente elaborato insieme a F. ANNUNZIATA e pubblicato col titolo “*Downlisting in Italy. Preliminary thoughts on the recent reform of the Italian Securities Act*” in *Bocconi Legal Papers*, 4 maggio 2026, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=6710238>.

⁰¹ Il decreto legislativo di cui trattasi dà attuazione alla delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento.

mercato mobiliare⁰² anche valorizzando i profili di reversibilità della quotazione, in coerenza con l'assunto che «i vantaggi di una quotazione oggi scontano anche i costi di un delisting domani»⁰³.

Donde l'ampliamento delle opzioni di *delisting*, ad es. per via dell'abbassamento della soglia dello *squeeze-out* dal 95% al 90%⁰⁴, ovvero grazie al nuovo schema offerto dall'*acquisto totalitario su autorizzazione dei soci*⁰⁵, nonché progressivamente mediante il *downlisting* (nel rispetto del nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f.) o il tradizionale *translisting* (ancora oggi consentito dal primo comma della medesima norma)⁰⁶.

In sintesi, la mobilità discendente tra mercato regolamentato e sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) mira a consentire la permanenza degli emittenti sui listini attraverso «una riduzione degli oneri di compliance e organizzativi», nel convincimento che «favorire il downlisting, nel rispetto di talune cautele, significa creare un'alternativa valida al definitivo abbandono del mercato»⁰⁷. Al contempo, la riforma del t.u.f. conferma la necessità che le operazioni di uscita dell'emittente dal mercato regolamentato continuino ad avvenire nel rispetto dei presidi e delle tutele assicurati da percorsi societari o di mercato tipici, rispondenti a logiche imprenditoriali chiare offrendo rimedi soddisfacenti.

2. La disciplina del downlisting nel nuovo comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f.

Prima di fare cenno alla nuova disciplina sul *downlisting*, è opportuno rammentare che la versione del comma 1-bis dell'art. 133 t.u.f. originariamente prevista dallo schema di d.lgs. di riforma del t.u.f.⁰⁸ è stata oggetto di molteplici commenti nel corso dei lavori consultivi delle commissioni parlamentari, per lo più orientati a incrementare il livello di tutela delle minoranze azionarie interessate. Nello specifico, le proposte di modifica – solo in parte accolte – si sono focalizzate sull'opportunità di prevedere espressamente il riconoscimento del recesso da *delisting* in capo ai soci non consenzienti rispetto

02 Cfr. F. FRENI, *Per un codice dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza* a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, spec. 23; F. CAPRIGLIONE-A. SACCO GINEVRI, *Diritto e mercato finanziario fra passato e futuro: una conversazione*, in AA.VV., *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza* a cura di A. Sacco Ginevri, Milano, 2026, 284 ss.

03 Sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *OPA e delisting*, in *Riv. soc.*, 2022, spec. 942.

04 Cfr. art. 111, comma 1, del t.u.f.

05 Cfr. art. 112-bis del t.u.f.

06 Osserva D.U.SANTOSUOSSO, *L'accesso delle imprese ai mercati e il rapporto tra mercati regolamentati e non regolamentati*, in AA.VV., *Competitività dei capitali e riforma del testo unico della finanza* a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2025, 143 ss., che «[l]a dequotazione può considerarsi "debole" quando ha come esito un mercato meno regolamentato, ... può dirsi "forte", quando con la dequotazione la società non è più quotata in alcun mercato».

07 In questo senso si esprime la relazione illustrativa di accompagnamento allo schema di riforma del t.u.f.

08 Schema consultabile in <https://www.camera.it/leg19/682?atto=331&tipoAtto=atto&idLegislatura=19&tab=>.

alla deliberazione assembleare di *downlisting*, la sterilizzazione dei sistemi statutari di potenziamento del voto nell'ambito di tali deliberazioni, l'estensione integrale della disciplina dell'o.p.a. anche agli MTF, e la fissazione, già in sede di norma primaria, di un *quorum* assembleare rafforzato pari al 90% del capitale presente; il tutto onde evitare una «sostanziale compressione delle tutele riconosciute agli investitori, senza le contropartite normalmente previste per le operazioni di uscita dal mercato regolamentato»⁰⁹.

Il nuovo comma 1-bis consente ora alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani di richiedere il trasferimento delle negoziazioni dei propri strumenti finanziari su un sistema multilaterale di negoziazione italiano o di altro Stato dell'Unione europea, a condizione che: (a) il gestore del mercato regolamentato di partenza accerti che l'MTF di destinazione contenga regole che assicurino un livello di tutela equivalente in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio obbligatorie (artt. 105-112 t.u.f.), secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento¹⁰; (b) ferma l'applicazione dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. in materia di recesso, l'assemblea straordinaria dell'emittente abbia approvato il trasferimento delle negoziazioni almeno due mesi prima che esso abbia luogo, con le maggioranze assembleari prescritte dalla Consob con regolamento; e (c) l'emittente abbia assicurato, almeno due mesi prima della data prevista per il trasferimento, la diffusione di informazioni circa le ragioni dell'operazione e le relative conseguenze per gli investitori, con le modalità stabilite dalla Consob con regolamento, secondo quanto precisato da ulteriori disposizioni introdotte con la riforma del t.u.f.¹¹.

Il novellato art. 133 va letto tenuto conto dei nuovi commi 10-bis dell'art. 127-*quinquies* t.u.f. e 3-bis dell'art. 127-*sexies* t.u.f., ai sensi dei quali nelle delibere assembleari di *downlisting* non trovano applicazione né il voto maggiorato né il voto plurimo¹².

Inoltre, gli emittenti di nuova quotazione e le PMI che abbiano aderito alla nuova disciplina semplificata per le neo-quotate, qualora realizzino successivamente il *downli-*

09 Così si esprime la memoria di Assogestioni. Similmente la memoria Consob, il parere delle commissioni parlamentari, la memoria di Borsa Italiana, tutti consultabili in <https://www.camera.it/leg19/682?atto=331&tipoAtto=atto&idLegislatura=19&tab=>.

10 Il nuovo comma 3-bis inserito nell'art. 69 t.u.f. dispone: «Qualora il gestore del mercato abbia previsto, conformemente al comma 3, una disciplina in materia di obblighi di offerta pubblica di acquisto per le ipotesi di trasferimento del controllo di emittenti azioni ammesse alla negoziazione sul mercato, il gestore del mercato stabilisce adeguati presidi per garantire l'effettività degli obblighi medesimi».

11 Ai sensi dell'art. 11, comma 5, del d.lgs. 47/2026, la Consob adotta le disposizioni di attuazione dell'art. 133, comma 1-bis t.u.f. entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della riforma, restando inteso che tale norma si applica a decorrere dalla data di applicazione delle disposizioni di attuazione di cui trattasi e in ogni caso alla scadenza del termine di attuazione dianzi menzionato.

12 Il catalogo delle deliberazioni assembleari in cui viene meno il potenziamento del voto è più ampio rispetto al *downlisting*, e contempla anche altre fattispecie, fra cui quelle del *tranlisting*, della fusione con *delisting*, del trasferimento della sede all'estero e dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci ai sensi del nuovo art. 112-bis t.u.f. (c.d. *scheme of arrangement*).

sting, possono conservare le clausole statutarie agevolate loro applicabili, se e in quanto compatibili con le regole dell'MTF di destinazione, a eccezione di quelle concernenti l'esclusione delle cause di recesso previste dalla nuova disciplina delle neo-quotate; e ciò a condizione che le azioni di detti emittenti siano state negoziate sul mercato regolamentato per un periodo continuativo non inferiore a tre anni¹³.

Il modello prescelto presenta notevoli affinità con il referente francese, nel quale è parimenti richiesto che il sistema di destinazione sia soggetto alle norme sull'o.p.a. obbligatoria e che intercorra uno iato di almeno due mesi fra la deliberazione dell'assemblea straordinaria (nonché l'informativa al mercato sull'operazione medesima) e l'esecuzione del *downlisting*¹⁴.

In sintesi, la riforma del t.u.f. legittima un *downlisting* "puro" – e, cioè, non connesso a un'operazione societaria (ad es. fusione/scissione) o di mercato (ad es. o.p.a. / *scheme of arrangement*) – nel rispetto di una serie di presidi sostanziali e procedurali a tutela delle minoranze azionarie, giustificati dal fatto che, nel nuovo *status* di soci di emittenti quotati su MTF (e non più in mercati regolamentati), le *minorities* si troverebbero a detenere titoli tendenzialmente meno liquidi in una società connotata da un minor livello di protezione regolamentare, per via della fisiologica *proporzionalità* fra intensità delle regole di funzionamento degli operatori e grado di salvaguardia degli investimenti che connota le diverse sedi di negoziazione.

3. Alcuni profili di attenzione

La novella in commento rappresenta uno dei profili di maggior interesse della riforma del t.u.f.

In primo luogo, merita evidenziare la scelta del legislatore di confermare esplicitamente l'applicabilità del recesso ex art. 2437-*quinquies* cod. civ. in favore dei soci che non dovessero concorrere con la deliberazione assembleare di *downlisting*, a seguito delle osservazioni formulate nelle consultazioni presso le commissioni parlamentari. Il riconoscimento del recesso rende certamente più oneroso il *downlisting*; tuttavia, in assenza di tale precisazione si sarebbe determinata incertezza circa l'applicabilità dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. all'operazione in esame, ed è stato preferibile esplicitare la relativa scelta di *policy*, fondata sull'assunto – per molti versi intuitivo – che l'abbandono del mercato regolamentato comporti la perdita di tutele equivalenti, *in primis* il grado di liquidabilità del titolo.

Coerentemente, ai fini del *downlisting* non è richiesto che il mercato di destinazione riconosca una tutela equivalente degli investitori intesa in senso ampio (essendo suf-

¹³ Si v. art. 154.2, comma 4, t.u.f. e art. 16, comma 5, d.lgs. n. 47/2026.

¹⁴ Cfr. M.SAGLIOCCA, *La revoca dalla quotazione per volontà dell'emittente*, Milano, 2025, spec. 202 ss.; G. BALP, *Downlisting*, in *Delisting of Stock Corporations in Europe and Beyond: Rationales, Forms, and Perspectives* a cura di V.Tountopoulos e R. Veil, Londra, 2025, 187 ss., ove ampi riferimenti anche ad altri ordinamenti fra cui, in particolare, quello tedesco.

ficiente che essa sia limitata alla disciplina dell'o.p.a. obbligatoria), diversamente da quanto necessario per *il translisting* ai sensi del comma 1 dell'art. 133 t.u.f.¹⁵.

In secondo luogo, non sorprende la sterilizzazione *ope legis* delle formule di potenziamento del voto nelle delibere di *downlisting* poiché anche in tale ambito rileva l'interesse ad assicurare che decisioni organizzative così rilevanti per la vita della società – tali da richiedere assemblea straordinaria, maggioranze rafforzate e recesso per i soci non consenzienti – registrino un'approvazione altamente diffusa, senza eccessivi condizionamenti da parte della coalizione di controllo.

In linea con taluni modelli stranieri, è da giudicare favorevolmente sia la necessità che l'impianto regolamentare di destinazione mantenga meccanismi di tutela in materia di o.p.a. obbligatoria equipollenti a quelli di partenza, a salvaguardia di un potenziale *exit* futuro a premio per gli investitori rimasti, sia la previsione di uno iato temporale fra annuncio del *downlisting* e sua consumazione, che permetta di spalmare su un periodo sufficientemente ampio gli effetti sul titolo derivanti dall'attualizzazione dell'operazione.

4. Sintetiche considerazioni

Il *favor* verso la *adattabilità* del paradigma organizzativo dell'impresa alle mutate dinamiche del contesto di riferimento è sotteso al nuovo impianto regolamentare delineato dalla riforma del t.u.f., principalmente volto ad agevolare sia l'ingresso dell'impresa nel mercato finanziario (IPO), sia la permanenza duratura su tale mercato, beneficiando della veste ritenuta di tempo in tempo più adeguata ai naturali cambiamenti della fase evolutiva dell'impresa medesima.

Una maggiore flessibilità nel *delisting* e nel *downlisting*, così come nella scelta del modello organizzativo di quotazione, facilita ulteriormente il mutamento della struttura anatomica dell'impresa societaria. Tale flessibilità, garantita dall'adattabilità della disciplina organizzativa allo sviluppo dell'attività imprenditoriale, consente di preservare le normali dinamiche evolutive del *business* nel nome dell'efficienza.

In quest'ottica va giudicato positivamente l'affievolimento, progressivo e organico, degli scalini normativi fra società chiuse e società aperte, anche attraverso un più agevole passaggio – progressivo o regressivo, ma in entrambi i casi graduale – fra mercati di intensità regolatoria diversa, purché con modalità trasparenti e presidi chiari, anche a tutela degli interessi degli investitori a partecipare al gioco seppur con regole rivisitate.

¹⁵ Quello della necessaria tutela equivalente dell'investitore, unitamente al tenore letterale dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. che, come detto, sembra riferirsi all'abbandono del mercato regolamentato, giustificano, infatti, le tesi che escludono la ricorrenza del recesso in ipotesi di *translisting ex* comma 1 dell'art. 133 t.u.f.