

ATTUALITÀ

Listing Act e informazioni privilegiate: processi prolungati e disciplina del ritardo

25 Giugno 2026

Ilaria Manzana, Head of Domestic Legal Affairs, Gruppo GPI



Ilaria Manzana, Head of Domestic Legal Affairs, Gruppo GPI

1. Introduzione: Listing Act e Regolamento MAR

Come noto il 5 giugno 2026 sono entrate in vigore le modifiche apportate dal **Listing Act (Regolamento (UE) 2024/2809)**, parte di un più ampio "Listing Act Package", al Regolamento (UE) n. 596/2014 ("Regolamento MAR"), che incidono direttamente su alcuni pilastri della disciplina degli abusi di mercato, tra cui il trattamento dei **processi prolungati, la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e il regime del ritardo della disclosure**.

Tali innovazioni, tuttavia, non si limitano a una mera semplificazione tecnica, ma incidono sull'operatività quotidiana degli emittenti.

2. Le modifiche alla disciplina della comunicazione delle informazioni privilegiate e le tappe intermedie dei processi prolungati

Ai sensi dell'art. 7 del Regolamento MAR costituisce **informazione privilegiata** quella avente carattere preciso, non pubblica, concernente direttamente o indirettamente uno o più emittenti o strumenti finanziari, idonea, se resa pubblica, a influire in modo significativo sui prezzi.

Ivi viene, inoltre, specificato con riferimento ai "processi prolungati" che "[...] nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso", la quale, pertanto, può costituire un'informazione privilegiata (ove sussistano gli ulteriori requisiti dell'informazione privilegiata).

In altri termini, il Regolamento MAR aveva recepito sul piano normativo l'interpretazione secondo cui, quando un evento o una circostanza si sviluppa attraverso un processo prolungato nel tempo, ciascuna fase significativa di tale processo può essere considerata, di per sé, un'informazione privilegiata.

Nel considerando 16 del Regolamento MAR emerge in tutta chiarezza: "se l'informazione privilegiata concerne un processo che si svolge in più fasi, ciascuna di queste fasi, come pure l'insieme del processo, può costituire un'informazione privilegiata".

Pertanto, dottrina e prassi avevano ritenuto che potessero costituire informazioni privilegiate tanto le **tappe intermedie** quanto il risultato finale del processo, purché di per sé precise e *price sensitive*.

Ne derivava che, in ogni fase di un'operazione – avvio di trattative, firma di lettere di intenti, approvazioni preliminari – potesse sorgere un autonomo obbligo di *disclosure* “quanto prima possibile” ex articolo 17 del Regolamento MAR, salvo il ricorso al meccanismo del ritardo.

Tale impostazione ha prodotto rilevanti difficoltà operative per gli emittenti, portandoli ad un ampio ricorso alla procedura del ritardo della comunicazione, dinnanzi a una potenziale *disclosure* anticipata.

Il nuovo art. 17 paragrafo 1 del Regolamento MAR introdotto dal Listing Act si inserisce in questo contesto e interviene sopprimendo l'obbligo di rendere pubbliche le informazioni privilegiate riferite alle tappe intermedie di un processo prolungato.

Si pensi ad esempio a operazioni di acquisizione o cessione di società, operazioni straordinarie più generale, l'approvazione dei risultati finanziari o i procedimenti regolamentari e giudiziari.

In particolare, l'art. 17 paragrafo 1 del Regolamento MAR è stato modificato con l'indicazione che l'obbligo di *disclosure* immediato degli emittenti delle informazioni privilegiate “[...] non si applica alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato di cui all'articolo 7, paragrafi 2 e 3, se tali tappe sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione di particolari circostanze o di un particolare evento. In un processo prolungato, solo le circostanze o l'evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi”.

Quando **tali tappe** sono funzionali alla realizzazione o definizione di circostanze o di un determinato evento, esse **non sono più soggette né all'obbligo di immediata comunicazione né alla necessità di attivare il meccanismo del ritardo**; l'obbligo informativo si concentra **sulle sole circostanze o sull'evento finale price sensitive**, da comunicare “senza indugio” con apposito comunicato al mercato.

Resta comunque inteso che (i) ai sensi del nuovo paragrafo 1-bis dell'art. 17 del Regolamento MAR, l'emittente è tenuto, anche in relazione alle fasi intermedie di un processo prolungato ad assicurare un adeguato livello di riservatezza e che (ii) la novella non modifica la definizione di informazione privile-

giata dell'art. 7 del Regolamento MAR, né l'autonomo obbligo di tenuta dell'*insider list* e, quindi, la concentrazione dell'obbligo informativo sull'evento conclusivo non esclude la gestione dell'*Insider List*.

L'*Insider List* rappresenta, peraltro, uno degli strumenti principali attraverso cui l'emittente può dimostrare di avere effettivamente presidiato la riservatezza dell'informazione, consentendo di identificare i soggetti che vi hanno avuto accesso e di ricostruirne la circolazione in caso di fughe di notizie o richieste dell'autorità di vigilanza.

3. Il “momento genetico” dell'informazione privilegiata nel nuovo quadro normativo

La questione del “**momento genetico**” dell'informazione privilegiata continua a essere centrale anche nel nuovo contesto, poiché da esso dipendono la decorrenza dell'obbligo di *disclosure*, l'applicazione del divieto di *insider trading*, l'aggiornamento delle *insider list*, l'eventuale attivazione del ritardo e la possibile responsabilità dell'emittente.

Il Listing Act non modifica la **definizione** di informazione privilegiata, ma interviene sulla **gestione temporale**. Da un lato, chiarisce che le tappe intermedie, sebbene possano assumere contenuto privilegiato ai fini del divieto di *insider trading*, non generano più, di regola, obblighi autonomi di *disclosure* finché il processo non giunga alla circostanza o all'evento finale; dall'altro, pone l'attenzione sulla tempistica della comunicazione, valorizzando la sostanza dell'informazione e la sua reale idoneità a influenzare le decisioni di investimento.

In questo contesto, **il momento genetico dell'informazione deve essere considerato su due piani distinti ma tra loro interconnessi:**

- ai fini del divieto di abuso di informazioni privilegiate, l'informazione può assumere natura privilegiata già in una fase intermedia del processo, quando risulti *price sensitive*, anche se non immediatamente comunicata al pubblico;
- ai fini dell'obbligo di *disclosure*, l'obbligo si concentra sulla circostanza o sull'evento finale.

Ciò consente agli emittenti la comunicazione di informazioni più mature, ma anche una più marcata esigenza di documentare internamente le valutazioni relative al momento in cui l'informazione assume

natura privilegiata e sulla scelta di non procedere a disclosure intermedie, così da poter – eventualmente – giustificare ex post l’operato della società.

In ogni caso, gli emittenti sono tenuti a garantire la riservatezza riguardo alle informazioni sulle fasi intermedie che hanno le caratteristiche di informazione privilegiata, così come previsto dal nuovo paragrafo 1 bis dell’art. 17 del Regolamento MAR, introdotto dal Regolamento Listing Act e gestire eventuali c.d. **rumor di mercato**, con un intervento informativo immediato, anche qualora il processo non sia ancora giunto alla sua conclusione, al fine di evitare dinamiche di mercato distorte o manipolative.

4. Il nuovo regime del ritardo nella comunicazione e il criterio della “non contraddizione”

Il Listing Act interviene conseguentemente anche sulla regolamentazione del **ritardo nella disclosure** ex articolo 17 Regolamento MAR.

Nel regime previgente, il ritardo era ammesso solo se ricorrevano congiuntamente tre condizioni: a) la *“comunicazione immediata pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell’emittente” (o del partecipante al mercato delle quote di emissioni)*; b) il *“ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l’effetto di fuorviare il pubblico”*; c) l’emittente (o il partecipante al mercato delle quote di emissioni) *“è in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni”*.

Fonte di una certa incertezza per l’emittente risultava in particolare la seconda condizione (i.e. l’assenza di effetti fuorvianti).

Il Listing Act interviene proprio su quest’ultimo parametro introducendo un criterio diverso e spostando il focus dalla potenziale “fuorvianza” alla **coerenza dell’informativa societaria**.

Il ritardo è, infatti, consentito qualora le informazioni di cui si intende ritardare la comunicazione *“non sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell’emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate”*.

Nella sostanza, vengono recepiti gli orientamenti ESMA in merito alla nozione di “effetto fuorviante” previsto dall’art. 17 paragrafo 4 Regolamento MAR, lett. b), introducendo un criterio che dovrebbe es-

sere più oggettivabile e verificabile ex ante, ancorando la valutazione a un confronto tra comunicazioni societarie, sebbene anche il concetto di “contraddizione tra comunicazioni” apra a diverse interpretazioni.

Quando una comunicazione possa dirsi “contraddetta” e come vada valutata la “contraddizione”, se in termini formali o sostanziali, saranno degli aspetti di sicuro rilievo.

In questo quadro, essenziale sarà la conservazione delle ragioni del ritardo.

5. Gestione operativa: atti delegati, Linee Guida ESMA e orientamenti delle Autorità nazionali

L’evoluzione della disciplina non si esaurisce nel testo del Regolamento MAR come modificato dal Listing Act. Un ruolo cruciale è svolto dagli **atti delegati della Commissione**, dalle **Guide Lines ESMA** e dagli **orientamenti delle autorità nazionali**, che specificano le modalità operative di gestione delle informazioni privilegiate e del ritardo.

Quanto agli atti delegati lo stesso Regolamento MAR all’art. 17 paragrafo 12, lett. b), come da ultimo modificato, prevede l’adozione di un atto delegato da parte della Commissione, attraverso il quale sia previsto un elenco esemplificativo delle *“situazioni in cui le informazioni privilegiate di cui l’emittente o il partecipante al mercato delle quote di emissioni intende ritardare la comunicazione sono in contrasto con le ultime informazioni comunicate al pubblico o con qualunque altro tipo di comunicazione da parte dell’emittente o del partecipante al mercato delle quote di emissioni in relazione alla stessa questione a cui si riferiscono le informazioni privilegiate [...]”*.

L’atto delegato sulla lista non esaustiva di eventi finali nei processi prolungati e il momento in cui l’evento deve essere comunicato e suoi allegati è stato adottato dalla Commissione il 7 maggio 2026 e si rimane in attesa della sua entrata in vigore.

Esso individua un **elenco non esaustivo degli eventi o circostanze finali nei processi prolungati** con indicazione del momento rilevante per la diffusione al mercato, la lista di **situazioni in cui l’informazione privilegiata che si intende ritardare è in contrasto con le informazioni comunicate in precedenza al pubblico dall’emittente e il tipo di informazioni che l’emittente deve prendere in considerazione al fine**

di valutare il citato contrasto.

Di particolare interesse, anche ai fini operativi, risultano le indicazioni in merito agli “eventi finali” relativi a:

- **accordi di acquisizione o cessione di asset e partecipazioni societarie – strategia aziendale, la cui comunicazione**, il cui evento conclusivo coincide con la sottoscrizione dell'accordo definitivo, o di altro atto avente effetti giuridicamente vincolanti.
- **approvazione dei risultati finanziari e delle previsioni economico-finanziarie – informativa finanziaria**, con evento conclusivo rappresentato dalla presa d'atto o dall'approvazione, da parte dell'organo amministrativo competente, dei risultati finanziari o delle previsioni;
- **procedimenti amministrativi e giudiziari, sanzioni e misure cautelari – contenzioso e procedimenti legali**, con riferimenti ai quali gli eventi conclusivi comprendono la decisione finale dell'autorità competente, i provvedimenti relativi a misure cautelari, le decisioni giudiziarie definitive e i provvedimenti sanzionatori, anche qualora siano suscettibili di impugnazione.

Inoltre, come noto, l'**European Securities and Markets Authority (ESMA)** ha avviato una consultazione pubblica per aggiornare le proprie linee guida in materia di ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate.

In questo contesto si inseriscono anche le Linee Guida Consob n. 1 del 2017 sulla «gestione delle informazioni privilegiate», che rappresentano un riferimento operativo per gli emittenti e su cui inevitabilmente incidono le innovazioni introdotte dal Listing Act.

Le Linee Guida, elaborate sulla base dell'assetto originario del Regolamento MAR, rimangono molto attuali sotto numerosi profili organizzativi, quali la mappatura dei processi informativi, la gestione delle *Relevant Information List* (RIL) - in attesa di un intervento di allineamento rispetto alla nuova impostazione normativa, con particolare riferimento alla gestione della comunicazione nei processi prolungati e al ritardo della *disclosure*.

6. Impatti sull'organizzazione interna degli emittenti e governance informativa

Le modifiche introdotte dal Listing Act, pur semplificando alcuni obblighi informativi al mercato, richiedono un **rafforzamento dell'organizzazione interna** e del sistema di **governance** delle informazioni privilegiate.

In concreto, da un punto di vista organizzativo, le procedure interne dovranno essere oggetto di un complessivo aggiornamento, sia per recepire - tra il resto - il nuovo regime applicabile alle tappe intermedie dei processi prolungati, sia per adeguarsi al nuovo criterio della “contraddizione” introdotto dal Listing Act in materia di ritardo della *disclosure*.

Sarà, inoltre, necessario rivedere la mappatura dei processi aziendali maggiormente suscettibili di generare informazioni privilegiate, definendo con chiarezza responsabilità, competenze e flussi decisionali relativi, soprattutto, alla scelta del ricorso alla procedura di ritardo e alla comunicazione al mercato dell'evento finale.

Allo stesso tempo, assumerà ampia importanza il rafforzamento (i) dei sistemi di monitoraggio continuo delle operazioni e dei processi sensibili, così da consentire l'individuazione tempestiva delle informazioni che, nel corso della loro formazione o evoluzione, possano acquisire carattere privilegiato e (ii) dei processi volti alla conservazione e verifica della “coerenza” dell'informativa societaria.

In tale contesto, l'*insider list* e la sua corretta gestione rimangono presidio fondamentale per la prevenzione dell'*insider trading* - pur a valle della semplificazione e armonizzazione dei modelli utilizzati.

Tali modifiche normative rendono inoltre ancora più evidente:

- **la necessità di investire nella formazione**, con l'obiettivo di accrescere la consapevolezza delle responsabilità connesse alla gestione delle informazioni privilegiate e dei rischi, anche sanzionatori, derivanti da comportamenti non conformi alla disciplina applicabile;
- **la formalizzazione degli obblighi di riservatezza** con tutti i soggetti che vengono a conoscenza di informazioni privilegiate nell'ambito delle proprie attività. L'effettività dei presidi di confidenzialità assume infatti un rilievo ancora maggiore, richiedendo all'emittente di preservare l'int-

grità informativa del processo per periodi talvolta anche significativi.

- **la documentazione delle decisioni assunte nel corso del processo di gestione delle informazioni privilegiate:** la capacità di ricostruire ex post il percorso decisionale e le ragioni delle scelte effettuate dall'emittente relativamente alla qualificazione di un processo come prolungato e al ritardo della *disclosure* costituirà, infatti, un elemento fondamentale nell'ambito dell'eventuale attività di vigilanza delle autorità competenti.

7. Considerazioni conclusive: la gestione delle informazioni privilegiate come elemento di governance

Il Listing Act rappresenta un passaggio significativo nell'ambito della disciplina europea degli abusi di mercato e, in particolare, della gestione delle informazioni privilegiate, con **la soppressione dell'obbligo di disclosure delle tappe intermedie** e l'introduzione del nuovo criterio della **"non contraddizione" nelle ipotesi di ritardo**.

Tuttavia ciò non si traduce in una riduzione degli oneri di controllo, ma in un loro **ri-orientamento**, che però impone particolare attenzione alla solidità dei presidi interni.

In questa prospettiva, il governo delle informazioni privilegiate si conferma un **elemento essenziale del sistema di governance**: in un contesto caratterizzato da una più ampia autonomia valutativa, ma al tempo stesso da un potenziale sindacato ex post da parte delle autorità di vigilanza, la corretta gestione delle informazioni privilegiate assume un valore che va oltre il mero adempimento normativo.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

