

ATTUALITÀ

Listing Act: le novità 2026 su market abuse e prospetto

8 Giugno 2026

Lukas Plattner, Partner, ADVANT Nctm



Lukas Plattner, Partner, ADVANT Nctm

> Lukas Plattner

Lukas Plattner è esperto in capital market e M&A affiancando società, banche e intermediari finanziari nella raccolta di equity (IPO/offerte secondarie) e debito, nelle tematiche post-quotazione (corporate governance, market abuse, listing transfer, piani di incentivazione). Ha maturato una profonda esperienza nell'ambito di operazioni di equity capital market sul mercato primario (IPO - Initial Public Offering) e secondario, nonché rispetto alle operazioni di raccolta di debito.

ADVANT Nctm

Il 5 giugno 2026 si è completata l'attuazione frazionata del *Listing Act* (Regolamento (UE) 2024/2809), in vigore dal 4 dicembre 2024. Si tratta dell'ultima e più rilevante parte di modifiche al Regolamento Prospetto (Reg. (UE) 2017/1129) e al Regolamento Market Abuse (Reg. (UE) n. 596/2014, «**MAR**»), preceduta dallo scaglione del 5 marzo 2026 dedicato ai nuovi schemi semplificati di prospetto.

L'appuntamento ha però una particolarità: a fronte di obblighi di rango primario (Livello 1) già applicabili, una parte significativa della normativa di dettaglio (Livello 2) è in corso di approvazione e, in alcuni casi, di definizione, con la conseguenza che gli emittenti si trovano a operare in una fase di transizione.

1. Cosa è cambiato a marzo e cosa cambia a giugno 2026

Il 5 marzo 2026 sono divenuti operativi i due nuovi schemi di prospetto introdotti agli artt. 14-bis e 15-bis del Regolamento Prospetto: il prospetto UE Follow-on (per le emissioni secondarie di emittenti quotati sul mercato regolamentato o ammessi alla negoziazione da almeno 18 mesi SGM/Euronext Growth Milan) e il prospetto di emissione UE della crescita (per PMI ed emittenti su SGM/Euronext Growth Milan). Entrambi sono soggetti a limiti dimensionali (rispettivamente 50 e 75 facciate per i titoli azionari) e, nel caso del Follow-on relativo a soli titoli azionari tempi di approvazione drasticamente ridotti (7 giorni lavorativi, con preavviso all'Autorità di almeno 5 giorni). Questa procedura accelerata non potrà, però, essere utilizzata per il trasferimento da un mercato per la crescita al mercato regolamentato, rispetto alla quale si applicano i termini ordinari.

Si ricorda inoltre che, già dal 4 dicembre 2024, le esenzioni «dimensionali» (titoli fungibili che rappresentano meno del 30% di quelli già ammessi, su 12 mesi) e «da durata» (titoli fungibili con titoli ammessi da oltre 18 mesi) hanno di fatto eliminato l'obbligo di prospetto per la gran parte degli aumenti di capitale in opzione, a fronte della pubblicazione di un documento informativo sintetico di massime 11 facciate (Allegato IX) non soggetto ad approvazione.

Il 5 giugno 2026 entrano in vigore, tra l'altro:

- la soglia generale di esenzione per le offerte al pubblico a 12 milioni di euro (cumulata su 12 mesi per tutti i tipi e classi di titoli), con facoltà degli Stati membri di abbassarla a 5 milioni¹; l'eliminazione della soglia minima di 1 milione di euro; il regime linguistico che ammette la redazione in una lingua di uso comune nella finanza internazionale (ossia inglese)²; il formato e la sequenza standardizzati e il limite massimo di 300 facciate per i prospetti azionari; il regime informativo dedicato per i titoli non-equity con caratteristiche ESG.
- la riforma dell'art. 17, MAR, in materia di comunicazione delle informazioni privilegiate nei processi prolungati e di disciplina del ritardo (di gran lunga la novità di maggiore impatto operativo, v. § 2).

Va ricordato che diverse modifiche alla MAR sono già applicabili dal 4 dicembre 2024: (a) l'innalzamento della soglia di internal dealing a 20.000 euro (in Italia appena elevata da CONSOB con delibera n. 23979/2026 a 50.000 euro ex art. 152-*quinquies*.1 del Regolamento Emittenti), la semplificazione delle comunicazioni sui programmi di riacquisto (da effettuarsi solo all'Autorità del mercato prevalente e in forma aggregata), la natura opzionale del regime dei sondaggi di mercato (art. 11) e l'introduzione delle nuove esenzioni dal divieto di negoziazione nei *closed period* (art. 19, commi 12 e 12-*bis*).

La parte che entra in vigore il 5 giugno 2026 riguarda invece il cuore della disciplina della diffusione al pubblico di informazioni privilegiate.

¹ Da segnalare un intervento di *gold plating* del D. Lgs. 86/2026 che ha previsto la facoltà per CONSOB, ex art. 95, comma 1, lett. (a)-*bis*, TUF, di prevedere in futuro specifici obblighi informativi in capo agli emittenti, purché il controvalore di tali offerte sia superiore a 8 milioni di euro.

² V. art. 12 del Regolamento Emittenti, modificato recentemente da CONSOB mediante l'introduzione di un nuovo comma 3-*bis*, che ha esteso il regime linguistico ai documenti di esenzione previsti dall'art. 1, par. 4, lettere d-*bis*, d-*ter*, g), h), i) e par. 5, lettere b-*bis*, e), f), g), h) del Regolamento Prospetto.

2. Il nuovo art. 17 MAR

2.1 *Tappe intermedie dei processi prolungati: dall'obbligo di disclosure al solo presidio di riservatezza*

Nel regime previgente, in forza del combinato disposto degli artt. 7 e 17 MAR (e dell'orientamento *Gelt/Daimler*, C-19/11), le tappe intermedie di un processo prolungato – se dotate dei requisiti dell'informazione privilegiata – dovevano essere comunicate al pubblico, salvo il ricorso alla procedura del ritardo.

Dal 5 giugno 2026, il nuovo art. 17, comma 1, MAR esclude l'obbligo di comunicazione per le tappe intermedie collegate alla concretizzazione di un evento finale: **deve essere comunicato al pubblico solo l'evento o le circostanze finali del processo prolungato**, il prima possibile dopo il loro verificarsi. Viene così adottato, il c.d. *two-step approach*, che disaccoppia il momento rilevante ai fini del divieto di abuso ai sensi dell'art. 7, MAR da quello rilevante ai fini dell'obbligo di *disclosure* ai sensi dell'art. 17, MAR.

Le conseguenze sono sistematiche:

- 1. La nozione di informazione privilegiata non muta.** Per quanto riguarda la divulgazione di informazioni privilegiate nell'ambito di un processo di lunga durata, l'obbligo dell'emittente di valutare se le informazioni relative alle fasi intermedie di tale processo possano essere qualificate come informazioni privilegiate continua a sussistere e restano pertanto soggette al divieto di abuso e di comunicazione illecita (art. 14 MAR) nonché ai fini degli altri requisiti previsti da MAR (non modificati dal Listing Act), quali l'obbligo di redigere un registro degli *insider* occasionali e di garantire la riservatezza delle informazioni nel corso del processo (nuovo art. 17, comma 1-*bis*, MAR), che qualora venga meno obbliga l'emittente a comunicare immediatamente al pubblico le tappe intermedie (art. 17, comma 7, MAR), anche in presenza di *rumour* sufficientemente precisi che indichino la fuga della informazione.
- 2. Non occorre attivare la procedura del ritardo per le tappe intermedie.** Il nuovo art. 17, comma 4-*bis*, chiarisce che la mancata comunicazione delle tappe intermedie non è soggetta agli adempimenti di cui al comma 4 (attivazione di ritardo, registrazione, notifica all'Autorità). Viene così abrogata l'attuale disciplina – onerosa e rischiosa – di gestire ogni tappa intermedia mediante l'apertura di una procedura di ritardo in caso di decisione di non procedere a *disclosure*.

Un nodo interpretativo aperto riguardava l'individuazione dell'evento finale. Il Considerando (67) del Listing Act prevede che, per gli accordi contrattuali, l'evento finale si considera verificato «quando le condizioni essenziali di tale accordo sono state concordate». Il Regolamento Delegato licenziato dalla Commissione e attualmente soggetto al processo di trilogia ha però precisato che l'evento finale coincide con la firma dell'accordo o di un altro atto equivalente avente effetto vincolante e che la diffusione dell'informazione privilegiata deve essere effettuata il prima possibile dopo la firma dell'accordo o di un altro atto equivalente avente effetto vincolante.

2.2 La nuova condizione sostitutiva del test di fuorvianza

Il ritardo dovrebbe diventare un istituto residuale, da utilizzare essenzialmente per posticipare nel breve termine un evento *one-off* o la comunicazione dell'evento finale.

Ciò osservato, la riforma incide sulla seconda delle attuali tre condizioni di legittimità del ritardo (art. 17, comma 4, MAR): la generica e da tempo criticata condizione per cui il ritardo non deve avere «l'effetto di fuorviare il pubblico» è sostituita dalla condizione, più puntuale, per cui l'informazione che si intende ritardare **non deve essere in contrasto con l'ultima comunicazione al pubblico** (o con qualunque altro tipo di comunicazione dell'emittente) sulla medesima questione. Si eleva così a norma di rango primario l'orientamento già espresso da ESMA negli Orientamenti. La stessa ESMA ha avviato a febbraio 2026 una consultazione per aggiornare gli Orientamenti sul ritardo, chiusa il 29 aprile 2026. Le linee guida riviste sono attese nel quarto trimestre 2026: fino ad allora gli attuali Orientamenti resteranno parzialmente disallineati rispetto al nuovo testo del MAR.

Restano invariate: (i) la condizione del pregiudizio ai legittimi interessi dell'emittente; (ii) la condizione di riservatezza; e (iii) l'impostazione per cui l'emittente informa l'Autorità del ricorso al ritardo solo *ex post*, al momento della *disclosure* (in Italia, con spiegazione solo su richiesta della Consob ai sensi dell'art. 114, comma 3, TUF, per gli emittenti su soli SGM).

2.3 Emittenti Euronext Milan ed Euronext Growth Milan

La riforma dell'art. 17 si applica a tutti gli emittenti i cui strumenti sono ammessi alla negoziazione su un MR (Euronext Milan) o negoziati su un MTF/SGM (Euronext Growth Milan), mentre gli emittenti Euronext

Growth Milan continuano a beneficiare delle semplificazioni MAR riservate agli SGM (registro insider semplificato; notifica del ritardo solo su richiesta).

Il superamento dell'obbligo di disclosure delle tappe intermedie è particolarmente rilevante per gli emittenti e oltre a ciò l'allegato I al regolamento delegato definisce l'evento finale per diverse categorie: (a) strategia aziendale (i.e. M&A, fusioni, riorganizzazioni societarie, interruzioni accordi rilevanti); (b) struttura del capitale, dividendi e pagamenti di interessi; (c) informazioni finanziarie; (d) governo societario; (e) interventi delle autorità; (f) enti creditizi, imprese di assicurazione e di riassicurazione; e (g) procedimenti giudiziari, sanzioni e revoca dalle negoziazioni.

3. I regolamenti delegati ancora attesi

Il profilo di maggiore criticità di questa fase è rappresentato dal fatto che le norme di Livello 1 sono entrate in vigore, ma la normativa di Livello 2 è in larga parte ancora da emanare o in fase di scrutinio.

3.1 Prospetto

- **Atto delegato modificativo del Reg. delegato (UE) 2019/980** (formato e sequenza standardizzati, contenuto razionalizzato, scrutinio e approvazione): adottato dalla Commissione il 7 maggio 2026, non sarà finalizzato prima della scadenza del 5 giugno e, secondo le indicazioni disponibili, difficilmente sarà pubblicato prima di agosto 2026³.
- **Atto delegato modificativo del Reg. delegato (UE) 2019/979** (RTS): pubblicato in GUUE il 2 giugno 2026; aggiorna i dati in formato leggibile meccanicamente per i nuovi tipi di prospetto e l'elenco dei documenti incorporabili mediante riferimento⁴.
- **Atto delegato sui contenuti dei due nuovi prospetti** (UE di Follow-on e di emissione UE della crescita), operativi dal 5 marzo 2026 ma privi della relativa disciplina di dettaglio, ancora atteso. A fronte del ritardo nell'entrata in applicazione dell'atto delegato, ESMA ha pubblicato il 7 maggio

³ [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C\(2026\)2876&lang=en](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C(2026)2876&lang=en)

⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32026R0395>

2026 un *Public Statement* (ESMA32-753890202-3084)⁵ con cui fornisce orientamenti per la fase transitoria. Lo *Statement* chiarisce che, a partire dal 5 giugno 2026, le disposizioni di Livello 1 del Regolamento Prospetto sono direttamente applicabili; per determinare i requisiti di *disclosure* di maggior dettaglio, ESMA raccomanda agli operatori di fare affidamento — in via non vincolante — sulle disposizioni dell'atto delegato nella versione adottata dalla Commissione l'8 aprile 2026, in attesa della sua formale entrata in vigore⁶.

- **Ulteriori atti** (*layout* della nota di sintesi, equivalenza dei Paesi terzi): non saranno adottati prima del 1° ottobre 2027.

3.2 Market Abuse

La Commissione ha adottato l'8 aprile 2026 due regolamenti delegati, attualmente sottoposti al periodo di scrutinio di tre mesi di Parlamento e Consiglio (entrata in vigore attesa, in assenza di obiezioni, nel terzo trimestre 2026):

- **Regolamento delegato su disclosure nei processi prolungati e ritardo:** stabilisce un elenco non esaustivo (i) degli eventi o circostanze finali nei processi prolungati con indicazione del momento rilevante per la diffusione al mercato, e (ii) delle situazioni in cui l'informazione che l'emittente intende ritardare è «In contrasto» con l'ultima comunicazione al pubblico sulla stessa questione. Si tratta del Regolamento Delegato volto a sciogliere l'incertezza sull'individuazione dell'evento finale (cfr. § 2.1). Fino all'entrata in vigore del Regolamento Delegato, pare ragionevole sostenere che, così come affermato da ESMA nel *Public Statement* cit., gli emittenti potranno fare affidamento per l'individuazione degli eventi finali sulle disposizioni dell'atto delegato nella versione adottata dalla Commissione il 7 maggio 2026. Quanto alla tempistica di entrata in vigore, il periodo di scrutinio del Parlamento europeo e del Consiglio è previsto concludersi l'8 luglio 2026. Il Parlamento europeo ha già confermato che non solleverà obiezioni; analoga posizione è attesa dal Consiglio. In assenza di obiezioni, il Regolamento Delegato sarà pubblicato nella Gazzetta Uf-

⁵ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2026-05/ESMA32-753890202-3084_Statement_on_Pro-spectus_Requirements_in_the_Period_Prior_to_the_Amendments_to_the_Delegated_Regulation.pdf

⁶ [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C\(2026\)1372&lang=en](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C(2026)1372&lang=en)

ficiale dell'Unione Europea entro pochi giorni dalla scadenza del periodo di scrutinio ed entrerà in vigore tre giorni dopo la pubblicazione: l'entrata in vigore⁷ è pertanto attesa indicativamente nella seconda metà di luglio 2026.

- **Regolamento delegato che modifica il regolamento delegato (UE) 2016/522 per quanto riguarda il permesso di negoziare durante periodi di chiusura, e gli indicatori di manipolazioni del mercato** aggiorna il Reg. delegato (UE) 2016/522 (i) estensione delle esenzioni dei *closed period* per i PDMR agli strumenti finanziari diversi dalle azioni e (ii) aggiorna gli indicatori di manipolazione di cui all'Allegato II per tenere conto degli sviluppi del trading algoritmico⁸.

ESMA è incaricata di rivedere gli ITS sul formato semplificato del registro al fine di estenderlo a tutti gli emittenti (Considerando 72), oggi riservato agli emittenti SGM. Si tratta di una semplificazione attesa che avvicinerà il regime degli emittenti Euronext Milan a quello, già più snello, applicabile su Euronext Growth Milan.

4. Conseguenze operative per gli emittenti

La transizione di giugno richiede una revisione mirata dei presidi interni in diverse aree.

4.1 Revisione della procedura di gestione delle informazioni privilegiate

- **Ridisegnare il flusso per i processi prolungati** alla luce del *two-step approach* distinguendo il momento di insorgenza dell'informazione privilegiata (rilevante ai fini del divieto di abuso e degli obblighi di riservatezza) dal momento dell'obbligo di *disclosure* (ancorato al solo evento finale).
- **Mappare le operazioni tipiche** dell'emittente che integrano processi prolungati e definire, per ciascuna categoria, l'individuazione dell'evento finale, sulla base dell'elenco di Livello 2 in fase di approvazione.
- **Distinguere nettamente i tre adempimenti:** (i) presidio di riservatezza sulle tappe intermedie

⁷ [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C\(2026\)2149&lang=en](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=C(2026)2149&lang=en)

⁸ <https://webgate.ec.europa.eu/regdel/web/delegatedActs/2856/documents/32671?lang=it>

(art. 17, comma 1-*bis*); (ii) assenza di obbligo di attivare la procedura di ritardo per le tappe intermedie (art. 17, comma 4-*bis*); (iii) comunicazione immediata in caso di perdita di riservatezza o diffusione di rumour (art. 17, comma 7).

4.2 Procedura di ritardo

- Aggiornare la checklist sulle condizioni del ritardo sostituendo il test del «non fuorviare il pubblico» con il test di **«non contrasto con l'ultima comunicazione al pubblico»** sulla medesima questione.
- Riclassificare il ritardo come strumento **residuale**, da utilizzare essenzialmente per posticipare di poco la comunicazione di un evento *one-off* o di un evento finale, e non più per gestire le tappe intermedie di un processo prolungato.

4.3 Internal dealing e closed period

- Allineare l'*internal dealing policy* alla soglia di 50.000 euro (appena recepita in Italia).
- Aggiornare la *closed-period policy* per recepire l'estensione delle esenzioni agli strumenti finanziari diversi dalle azioni (piani di partecipazione dei dipendenti, garanzie/diritti su strumenti diversi dalle azioni) e le ulteriori esenzioni dell'art. 19, comma 12-*bis* (operazioni non riconducibili a decisioni di investimento attive, derivanti da fattori esterni o a condizioni prestabilite).

5. Conclusioni

Il Listing Act consegna agli emittenti un quadro più snello e *market friendly*, in particolare nella gestione delle informazioni privilegiate relative ai processi prolungati con una temporanea fase di transizione in cui i principi di Livello 1 convivono con una normativa di dettaglio non ancora completata. La priorità, per gli emittenti Euronext Milan ed Euronext Growth Milan, è procedere senza indugio all'aggiornamento delle procedure di gestione delle informazioni privilegiate, della procedura di ritardo, del registro insider e della *closed-period policy*, mantenendo un presidio costante sui regolamenti delegati attesi nel terzo trimestre e sugli Orientamenti ESMA del quarto trimestre 2026.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

