



"VADO, MA DOVE...?"

La Semplificazione e il Problema del Metodo

Spunti alla luce della riforma del Regolamento sugli Abusi di Mercato

Filippo Annunziata Professore ordinario di diritto dei mercati finanziari – Università Bocconi Milano

XVII Convegno annuale – "Orizzonti del Diritto Commerciale"

Roma, 27-28 febbraio 2026

Introduzione: il Listing Act e la riforma dell'art. 17 MAR

Le presenti note discutono le modifiche introdotte dal **Listing Act** (Regolamento UE 2024/2809) alle regole sulla comunicazione delle informazioni privilegiate nei **processi prolungati**, previste all'art. 17 del Regolamento sugli abusi di mercato (MAR 596/2014).

La questione ha subito un andamento circolare: dalla Direttiva MAD 2003, passando per la sentenza *Gelt/Daimler* (C-19/11, 2012), fino all'inserimento nel MAR dell'obbligo di disclosure nelle fasi intermedie. Gli effetti sono stati controversi: l'ESMA ha riscontrato un **aumento significativo del ricorso al ritardo** nella diffusione delle informazioni, senza benefici rilevanti per la trasparenza. Il Listing Act ora ripristina lo *status quo ante* dal **5 giugno 2026**.



Il dibattito dottrinario sulla riforma

La riforma dell'art. 17 MAR ha acceso un vivace confronto accademico, segnando una frattura rispetto alla giurisprudenza *Geltl/Daimler*.



Assmann

Mutamento paradigmatico: abbandono della disclosure automatica delle fasi intermedie (*Zwischenschritte*) in favore dell'evento finale (*Endereignis*), per ridurre segnali fuorvianti e costi di compliance.



Veil, Wiesner, Reichert

Sostengono la ricalibratura "final-event-oriented", ma segnalano il rischio di **manipolazione** da parte degli emittenti nell'individuazione dell'evento finale.



Hellgardt

Critica radicale: la distinzione tra fasi intermedie ed eventi finali è **concettualmente instabile**, rischiando di sostituire vecchie rigidità con nuove incertezze.



Sajnovits

Valorizza il ruolo dell'atto delegato e della lista ESMA come strumento di **oggettivazione**, pur riconoscendo lo spostamento del baricentro verso l'identificazione dell'evento "finale".



L'urgenza politica di semplificare

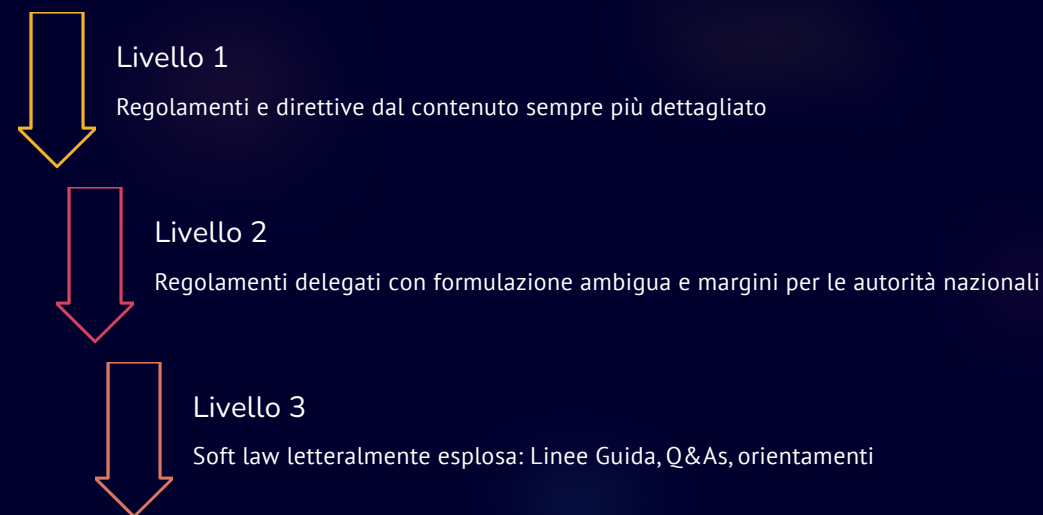
"Semplificazione" è l'espressione invocata ogni volta che si discute del futuro della legislazione UE sui mercati finanziari. Orientarsi nella normativa è divenuto un esercizio enormemente complicato, accentuatosi dopo la **crisi finanziaria del 2008**. Le riforme più importanti (2013-2014) sono state seguite da innumerevoli interventi, mentre il corpus di *soft law* è cresciuto a dismisura.

Un problema di fondo è l'equilibrio tra legislazione eurounitaria e nazionale: forze **centripete** (SSM, SRM) si scontrano con tendenze **centrifughe** degli Stati membri. Lo stesso MVU è emblematico: massima centralizzazione nell'area euro, ma con delicate questioni istituzionali sulla ripartizione dei poteri tra BCE e autorità nazionali.



La frammentazione delle fonti normative

La definizione delle regole finanziarie è un esercizio condiviso tra *soft law* e *hard law*, stratificati in livelli di crescente complessità. Il **metodo Lamfalussy**, introdotto per superare le difficoltà di armonizzazione, non ha prodotto risultati soddisfacenti:



Le cause *FBF, Balgarska* e *YH (T-366/23, 2025)* mostrano tutte le tensioni di un sistema fluido: le Linee Guida, pur essendo strumenti *soft*, integrano e completano il diritto nazionale con un crescente "**hardening effect**".

Semplificazione vs. Deregolamentazione

L'agenda per una "*better regulation*" ha in gran parte fallito l'obiettivo di controllare l'inflazione normativa. Oggi si invoca la "semplificazione", ma il termine descrive obiettivi diversi e talvolta contrastanti. La formula "**semplificazione senza deregolamentazione**" è uno slogan ricorrente nell'agenda politica UE.

Semplificazione

L'obiettivo sostanziale della regola rimane **intatto**. Riguarda la *forma* e il *metodo*: dominio della tecnica giuridica.

Deregolamentazione

L'ambito di applicazione o lo standard sono **ridotti**. Riguarda la *portata* di ciò che è regolamentato: dominio della politica.

Combinazione

Quando si verificano **entrambe** le condizioni, l'intervento è una combinazione delle due dimensioni.

Il confine tra le due nozioni è **poroso**: nella pratica le dimensioni si intersecano. Tali ambiguità dovrebbero rimanere in primo piano in qualsiasi discussione sul futuro della legislazione finanziaria UE.

Il problema delle definizioni e delle tassonomie

Nozioni chiave poco chiare

L'espansione della legislazione finanziaria UE non si è svolta in modo ordinato. Concetti fondamentali soffrono di **definizione imprecisa**:

- **Strumento finanziario** – quasi assenti precedenti giurisprudenziali europei
- **Deposito e concessione di credito**
- **Organismo di investimento collettivo**
- **Informazione privilegiata**

Le conseguenze investono vigilanza e ripartizione dei poteri tra autorità europee e nazionali. Il Regolamento MiCA ha portato alla ribalta tutte queste ambiguità.

Verso una codificazione?

Una possibile soluzione: **consolidare la legislazione** almeno su base settoriale, non limitandosi a raccogliere i testi ma rifondando le norme in modo sistematico.

- Ogni tentativo di codificazione sarà inefficace senza un'attenta **analisi comparatistica** delle leggi degli Stati membri, che porti all'identificazione di un terreno comune e un linguaggio condiviso.

Le iniziative istituzionali per la semplificazione

La semplificazione occupa un posto di rilievo nei rapporti di **Letta, Draghi** e nella Comunicazione della Commissione "*Un'Europa più semplice e più veloce*" (COM 2025), dove il termine compare **28 volte**. In tutti questi documenti, però, il confine con la deregolamentazione sfuma.



Contributi significativi anche da operatori di mercato: i rapporti "**Less is More**" (AEDBF) e "**Simply Competitive**" (EBF), nonché dalla Banca d'Italia con proposte pragmatiche e l'ipotesi di un *Consolidated European Banking Act*.

Tre approcci dottrinali a confronto



Zetsche: Deregolamentazione mirata

Propone una *targeted deregulation*: riduzione regola per regola dei requisiti che non soddisfano una robusta analisi costi-benefici. Un "test di deregolamentazione" in **tre fasi** e cinque raccomandazioni pratiche per i legislatori.



Ahern: Governance anticipatoria

Sollecita un cambio di paradigma: anziché reagire in ritardo, una cultura di "*anticipatory governance*" che consenta alle autorità di intervenire tempestivamente, apprendere continuamente e adattare le policy nel tempo.



Veil: Codificazione del diritto dei mercati

Progetto per unificare prospetto, trasparenza, MAR, MiFID II/MiFIR in un **unico testo legislativo**. Ridurrebbe duplicazioni e chiarirebbe obiettivi normativi, con un taglio teorico e fortemente accademico.

Le nuove regole sulla disclosure nei processi prolungati

In base alla nuova formulazione dell'art. 17, par. 1 MAR, l'obbligo di comunicazione **non si applica** alle informazioni privilegiate relative alle tappe intermedie di un processo prolungato. Solo le **circostanze o l'evento finali** devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi.

"In un processo prolungato, solo le circostanze o l'evento finali devono essere comunicati, il prima possibile dopo il loro verificarsi."

L'art. 17, par. 11 affida alla Commissione il potere di adottare un **atto delegato** con un elenco non esaustivo degli eventi finali. ESMA ha pubblicato il rapporto finale (maggio 2025) e la Commissione ha diffuso una bozza il **15 dicembre 2025**.



Tre questioni fondamentali

Cosa è un "processo prolungato"? Quali sono gli "eventi finali"?
Quando le tappe intermedie sono "collegate alla concretizzazione"?



Esempio: la fusione

Il momento "finale" è l'approvazione del CDA o l'approvazione assembleare? La formulazione del Considerando 67 resta imprecisa.

L'elenco ESMA degli eventi finali: un vero caso di semplificazione?

La bozza del Regolamento delegato individua, per una serie di eventi a formazione progressiva, il possibile **evento finale** e il relativo obbligo di disclosure. L'esercizio è preciso e granulare, articolato in **7 categorie** e **35 casistiche**.



A – Strategia aziendale

Accordi, fusioni, riorganizzazioni, cessazioni di contratti materiali



C – Informazioni finanziarie

Report finanziari, previsioni: disclosure dopo approvazione



E – Interventi autorità pubbliche

Licenze, IP, trial clinici, appalti, insolvenza (12 sottocategorie)



B – Struttura del capitale

Aumenti di capitale, emissioni, buyback, dividendi, conversioni



D – Governance

Nomine/rimozioni, modifiche statutarie



F – Enti creditizi e assicurativi

SREP, riduzione fondi propri, azioni di risoluzione

❏ Questo esercizio configura una **circoscritta deregolamentazione** (un obbligo viene meno), non una vera semplificazione. Inoltre, per la prima volta l'UE compie un passo verso la **pre-definizione di un catalogo** di informazioni privilegiate – un approccio finora ritenuto incompatibile con il paradigma europeo di informazione continua.

Questioni di metodo: come procedere?

Una volta posto l'obiettivo di semplificare, **come si dovrebbe procedere?** Il legislatore UE ha guardato a un aspetto specifico, facendo marcia indietro verso l'assetto della Direttiva MAD 2003. Trascura però di interrogarsi su questioni fondamentali che restano irrisolte dopo **svariati decenni**:

- 1** Contorni incerti degli elementi definitori
La "precisione" dell'informazione e la nozione di "investitore ragionevole" restano ambigue
- 3** Nozione di "pubblicità"
Duplice dimensione mai chiarita: risultato degli obblighi di disclosure vs. situazione di fatto (caso C-229/24, parere AG Kokott)

- 2** Divulgazione selettiva
Incertezze mai risolte sui limiti e le eccezioni, specie per la circolazione infragruppo delle informazioni privilegiate
- 4** Divergenze nazionali persistenti
Acquisto di azioni proprie, "insider di sé stesso": interpretazioni e applicazioni ancora divergenti tra Stati membri

L'approccio casistico e granulare adottato **non è metodologicamente robusto**. Sarebbero maturi i tempi per una riconsiderazione più coraggiosa degli assunti fondamentali della materia.

Due approcci complementari per la riforma

La semplificazione della normativa finanziaria UE non può procedere senza un serio sforzo volto a migliorare tassonomie e definizioni. Due tecniche principali emergono come necessarie:

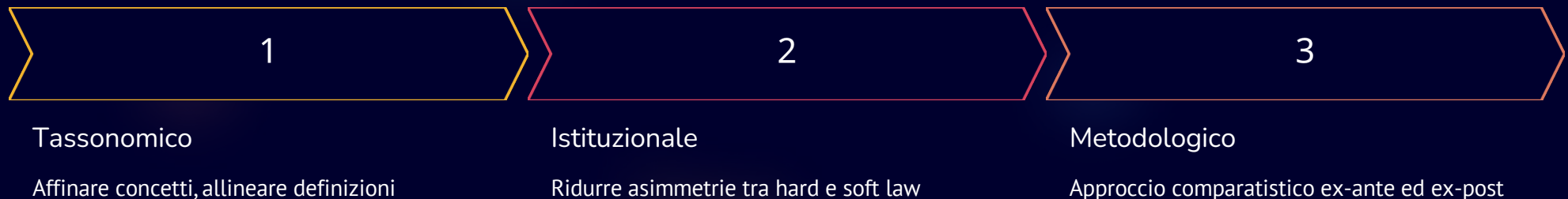
Approccio top-down

Ripensare la normativa dall'alto, con prospettive intellettuali diverse inclusa l'**analisi economica**. Rischio: può portare a maggiore frammentazione se le tradizioni giuridiche nazionali agiscono come "anticorpi".

Approccio bottom-up

Solida **analisi comparatistica** dell'applicazione e interpretazione delle leggi UE a livello nazionale. Individuare una "tradizione comune" tra Stati membri, partendo dalla giurisprudenza e dalle prassi nazionali.

Il metodo comparatistico, sebbene difficile e dispendioso, è **necessario** per raggiungere convergenza e ridurre il rischio di frammentazione interpretativa, regimi divergenti e *soft law* inflazionistica. Andrebbe applicato a tre livelli:



Il problema delle definizioni e delle tassonomie

Nozioni chiave poco chiare

L'espansione della legislazione finanziaria UE non si è svolta in modo ordinato. Concetti fondamentali soffrono di **definizione imprecisa**:

- **Strumento finanziario** – quasi assenti precedenti giurisprudenziali europei
- **Deposito e concessione di credito**
- **Organismo di investimento collettivo**
- **Informazione privilegiata**

Le conseguenze investono vigilanza e ripartizione dei poteri tra autorità europee e nazionali. Il Regolamento MiCA ha portato alla ribalta tutte queste ambiguità.

Verso una codificazione?

Una possibile soluzione: **consolidare la legislazione** almeno su base settoriale, non limitandosi a raccogliere i testi ma rifondando le norme in modo sistematico.

- Ogni tentativo di codificazione sarà inefficace senza un'attenta **analisi comparatistica** delle leggi degli Stati membri, che porti all'identificazione di un terreno comune e un linguaggio condiviso.

"Vado, ma dove...?"

Invocare la semplificazione riflette un'ansia profondamente radicata nell'architettura giuridica dell'Unione: conciliare la densità tecnica della regolamentazione con l'esigenza di **chiarezza, coerenza e proporzionalità**.

La semplificazione non è l'arte della sottrazione, ma **l'arte del significato**. Mira a rendere l'ordinamento giuridico comprensibile e affidabile: in grado di guidare il comportamento senza oscurarne la logica.

Senza obiettivi chiari e una **metodologia solida** – rigore terminologico, coerenza interna, convalida empirica – il rischio è che la semplificazione si traduca in un mosaico di misure incapaci di risolvere le questioni strutturali. Le enormi ambiguità nelle definizioni di base minano l'intera sovrastruttura del diritto finanziario UE.

Il successo non verrà misurato dal numero di disposizioni abrogate, ma dalla **chiarezza** con la quale quelle rimanenti esprimono la logica di un mercato europeo condiviso. Solo così la semplificazione potrà fornire adeguata risposta alla domanda: *"Vado, ma dove?"*