

L'informazione privilegiata nel Listing Act

A cura di Francesco Bottene, Dottore Commercialista

1. Note d'avvio e inquadramento sistematico

L'evoluzione della disciplina del mercato dei capitali nell'Unione Europea compie un passaggio fondamentale con l'entrata in vigore del Listing Act (Regolamento UE 2024/2009), il quale ha apportato incisive modifiche alla Market Abuse Regulation (Regolamento UE n. 596/2014 - MAR). L'intervento normativo rappresenta l'occasione per sollecitare un profondo ripensamento dei modelli interpretativi in materia di informazione privilegiata: il passaggio da un approccio tradizionalmente monistico a una prospettiva rigorosamente olistica.

Se la prospettiva monistica poneva l'efficienza informativa e allocativa del mercato quale valore primario ed esclusivo, l'approccio olistico impone una valutazione comparativa con istanze ed esigenze aziendali di pari rango. In questa prospettiva si inseriscono le riflessioni svolte da Paolo Benazzo, che individua nel diritto della crisi d'impresa — come ridisegnato dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.Lgs. 14/2019, c.c.i.i.) — il fattore di maggiore tensione sistematica con lo statuto speciale dell'impresa quotata, in ragione della primazia attribuita alla continuità aziendale, dell'affievolimento dei diritti corporativi e della neutralizzazione delle regole societarie ordinarie.

2. La nozione di informazione privilegiata: dal paradigma monistico a quello olistico

La regolamentazione dell'informazione privilegiata nell'ordinamento unionale risponde a due istanze connesse ma funzionalmente distinte:

- **Il divieto di utilizzo (Insider Trading, Art. 8 MAR):** inteso a precludere lo sfruttamento di asimmetrie informative per trarre vantaggi individuali o porre in essere condotte manipolative.
- **L'obbligo di comunicazione continua (Disclosure, Art. 17 MAR):** finalizzato a garantire l'accesso immediato ed egualitario del pubblico alle notizie price-sensitive.

Il mantenimento di un modello unitario (one-step model) per definire l'informazione privilegiata continua a generare complessità applicative, in particolare nei processi prolungati o a formazione progressiva (operazioni straordinarie, negoziazioni complesse, percorsi di ristrutturazione).

In un contesto caratterizzato dalla presenza di fast traders (operatori algoritmici ad alta frequenza) e noise insiders, la qualificazione dell'informazione non può prescindere da una rilettura qualitativa: l'esigenza di assicurare trasparenza deve coordinarsi con la tutela dell'organizzazione produttiva e della sua stabilità nel medio-lungo periodo.

3. Le novità del Listing Act sui processi prolungati e sul regime del ritardo

Il Regolamento (UE) 2024/2009 è intervenuto sull'art. 17 MAR apportando importanti chiarimenti in ordine alla gestione dei processi multi-stadio e ai presupposti del ritardo della comunicazione:

Ambito di Intervento	Quadro Ante Listing Act (Reg. UE 596/2014)	Riforma Listing Act (Reg. UE 2024/2009)
Tappe Intermedie	Rilevanza incerta ai fini dell'obbligo di comunicazione tempestiva (giurisprudenza Geltl/Daimler).	Esclusione espressa dell'obbligo di disclosure per le sole tappe intermedie; l'obbligo scatta di norma al verificarsi dell'evento/circostanza finale (Art. 17, co. 1 MAR).
Condizioni per il Ritardo	Divieto che il ritardo possa "fuorviare il pubblico" (criterio ambiguo e discrezionale).	Sostituzione del criterio: il ritardo è ammesso se l'informazione non è in contrasto con le ultime esternazioni pubbliche dell'emittente (Art. 17, co. 4, lett. b MAR).
Gestione delle Voci (Rumors)	Obbligo di disclosure in presenza di notizie rumorose, persistenti e con impatto sul prezzo.	L'obbligo di immediata comunicazione scatta se la voce è sufficientemente accurata da dimostrare la perdita di riservatezza (Art. 17, co. 7 MAR).

L'intervento normativo segna uno spostamento della soglia informativa dal piano dell'anticipazione a quello della posticipazione, salvaguardando il riserbo necessario al completamento di sequenze negoziali articolate.

4. Stato di crisi ed emittenti quotati: la qualificazione ex art. 17 MAR

Nel rapporto tra disciplina del mercato e diritto della crisi, il Codice della Crisi (c.c.i.i.) attribuisce un valore primario alla conservazione della continuità aziendale, subordinando a tale obiettivo le posizioni dei soci (art. 120-bis c.c.i.i.) e le tradizionali prerogative corporative.

In tale contesto, la tesi centrale affronta il dilemma se la semplice sussistenza di uno stato di crisi o di probabile insolvenza integri, di per sé, un'informazione privilegiata soggetta a comunicazione immediata al mercato:

- **Lo stato di crisi come tappa intermedia:** lo stato di difficoltà finanziaria integra una tappa intermedia di un processo articolato e suscettibile di evoluzioni. Una comunicazione prematura al mercato scatenerrebbe reazioni centrifughe da parte del ceto bancario e dei fornitori, finendo per determinare e accelerare l'irreversibilità del dissesto che la norma intende prevenire.
- **Lo spostamento della soglia sul piano dell'agire:** la rilevanza ai fini dell'obbligo di disclosure ex art. 17 MAR deve traslare dal piano dell'essere in crisi (condizione statica) al piano dell'agire per il suo superamento (fase dinamica), ossia al momento in cui l'organo amministrativo formalizza scelte e strumenti volti al risanamento.

5. Il ruolo della Composizione Negoziata della Crisi

Nell'ambito degli strumenti di regolazione previsti dal c.c.i.i., si riconosce alla Composizione Negoziata della Crisi (CNC) un ruolo privilegiato. Caratterizzata da natura volontaria, stragiudiziale e riservata, essa costituisce l'unico percorso idoneo a coniugare le esigenze di tempestività nell'intercettazione della crisi con la tutela della continuità aziendale.

PERCORSO RISERVATO

Emersione dello squilibrio → accesso alla Composizione Negoziata: nessun obbligo ex art. 17 MAR fino agli esiti finali (art. 23 c.c.i.i.).

ECCEZIONI ALLA DISCLOSURE

- Richiesta di misure protettive (artt. 18-19 c.c.i.i.)
- Dissenso dell'esperto iscritto al Registro delle Imprese (art. 21 c.c.i.i.)
- Delibera di accesso a strumenti di regolazione (es. PRO o concordato ex art. 120-bis c.c.i.i.)

Regime informativo applicabile alla CNC

Fase delle trattative riservate: l'accesso alla CNC e il confronto con i creditori sotto la guida dell'esperto non sono soggetti all'obbligo di comunicazione continua. L'emittente è sottratto alla disclosure sino al raggiungimento di uno degli esiti finali previsti dall'art. 23 c.c.i.i.

Fatti corruttivi della riservatezza: l'obbligo di comunicazione al mercato si riattiva anticipatamente qualora:

- l'emittente richieda al Tribunale la concessione di misure protettive o cautelari (artt. 18 e 19 c.c.i.i.), soggette a iscrizione nel Registro delle Imprese;
- l'esperto iscriva il proprio dissenso nel Registro delle Imprese a fronte del compimento di atti di straordinaria amministrazione non coerenti con le trattative (art. 21 c.c.i.i.);
- l'organo gestorio deliberi formalmente l'accesso a uno strumento giudiziale di regolazione della crisi (concordato preventivo, piano di ristrutturazione omologato ex art. 120-bis c.c.i.i.).

6. Considerazioni conclusive

A chiusura delle presenti riflessioni, emerge una sintesi chiarificatrice sulle coordinate ermeneutiche destinate a guidare l'applicazione delle nuove disposizioni introdotte dal Listing Act.

Se la trasparenza informativa rimane un principio cardine dello statuto dell'impresa che fa appello al mercato dei capitali, la sua concreta attuazione deve mantenersi ancillare alla reale efficienza ed affidabilità del mercato, evitando che una diffusione incontrollata di notizie interlocutorie o premature si traduca in un fattore lesivo della stabilità aziendale.

Le condivisibili esigenze di promozione della quotazione e di contenimento dei costi di compliance (specialmente per le PMI) non devono condurre a una dequotazione qualitativa delle tutele per gli investitori. Nel potenziale conflitto tra concorrenti istanze di pari rango — la tutela del mercato e la preservazione della continuità aziendale in fase di crisi — il sistema individua nella Composizione Negoziata della Crisi il punto di sintesi e di equilibrio: la riservatezza delle trattative protegge il valore dell'impresa in funzione del suo recupero, mentre la disclosure ex art. 17 MAR interviene tempestivamente nel momento in cui la fase negoziale si converta in un esito definito o in un'iniziativa a rilevanza esterna.

NOTA DI RIFERIMENTO E CITAZIONE DELLA FONTE

Il presente contributo sviluppa ed esamina le tesi formulate nel saggio di Paolo Benazzo (Professore ordinario di Diritto Commerciale presso l'Università degli Studi di Pavia), dal titolo "L'informazione privilegiata nel Listing Act: efficienza dei mercati, simmetria informativa e crisi dell'impresa. Quale possibile equilibrio tra istanze pari ordinate?", pubblicato in Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni, fascicolo 2/2026, DOI: 10.17473/2282-667X-2026-2-2. La citazione e l'analisi dell'opera avvengono nel rispetto dell'art. 70 della Legge 22 aprile 1941, n. 633 (L.D.A.), per finalità di discussione, studio e critica scientifica.