

ELFR

EUROPEAN LAW AND
FINANCE REVIEW

Rivista Semestrale
(Gennaio/Giugno 2026)

ISSN: 2975-0911

COMITATO DI DIREZIONE

Antonella Brozzetti
Jose Ramon De Verda Beamonte
Morten Kinander
Patrizio Messina
Diego Rossano
Andrea Sacco Ginevri
Illa Sabbatelli
Alberto Urbani

COMITATO SCIENTIFICO

Giuseppe Desiderio
Nina Dietz Legind
Andri Fannar Bergþórsson
Marco Fasan
Carmen Gallucci
Catherine Ginestet
Fabrizio Granà
Maria Federica Izzo
Matthias Lehmann
Paola Lucantoni
Giovanni Luchena
Rachele Marseglia
Roberto Mazzei
Andrea Minto
Francesco Moliterni
Raimondo Motroni
Alessio Paces
Anna Maria Pancallo
Laurent Posocco
Christoph U. Schmid
Stefania Supino
Rezarta Tahiraj

COMITATO EDITORIALE

Stefania Cavaliere
Emanuela Fusco
Mercedes Guarini
Claudia Marasco
Gianluigi Passarelli
Alessandra Polisenio

DIRETTORE RESPONSABILE

Diego Rossano

La sede della Redazione è presso l'Università San Raffaele di Roma,
Via di Val Cannuta n. 247, Roma, 00166

www.europeanlawandfinancereview.com

REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno *standard* elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche.

Per ulteriori informazioni relative alla procedura di valutazione, si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito della Rivista.

EMAIL

info@europeanlawandfinancereview.com

**“VADO, MA DOVE...?": LA
SEMPLIFICAZIONE
E IL PROBLEMA DEL METODO.
SPUNTI ALLA LUCE DELLA RIFORMA
DEL REGOLAMENTO SUGLI ABUSI DI
MERCATO**

Filippo Annunziata

“Vado, ma dove...?”: la semplificazione e il problema del metodo. Spunti alla luce della riforma del regolamento sugli abusi di mercato*

(“Vado, ma dove...?”: simplification and the problem of methodology. Insights in light of the reform of the market abuse regulation)

Filippo Annunziata**

Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari, presso l'Università Bocconi Milano

ABSTRACT [En]:

The paper examines the reform of Article 17 of the Market Abuse Regulation (MAR), as amended by the EU Listing Act, in the broader context of the EU's “simplification” agenda in financial regulation. The reform replaces the previous regime—shaped by the *Geltl/Daimler* judgment and codified in MAR—which recognised that intermediate steps in protracted processes could constitute inside information, with a “final-event-oriented” model limiting mandatory disclosure to the completion of the process.

After reconstructing the historical evolution from the 2003 Market Abuse Directive to MAR, the paper highlights how the intermediate-step approach, though conceptually aligned with market transparency, generated significant compliance burdens, legal uncertainty and widespread reliance on delayed disclosure. The Listing Act reverses this logic but leaves unchanged the substantive definition of inside information for insider dealing purposes, creating a structural asymmetry between disclosure obligations and substantive prohibitions.

The forthcoming delegated act under Article 17(11) MAR, introducing a non-exhaustive catalogue of “final events,” marks a further development, potentially signalling a shift from a purely principle-based model toward a more taxonomical approach to inside information.

Situating the reform within the broader architecture of EU financial law, the paper argues that what is presented as simplification may amount to targeted deregulation rather than structural rationalisation. Genuine simplification, it contends, requires methodological clarity, conceptual refinement and greater integration between legislative design and supervisory practice. Simplification should be measured not by the reduction of rules, but by the coherence, clarity and normative consistency of the regulatory framework.

Keywords: art. 17 MAR; inside information; regulatory simplification; disclosure asymmetry; Listing Act.

ABSTRACT [It]:

Il contributo esamina la riforma dell'articolo 17 del Regolamento sugli abusi di mercato (MAR), come modificato dall'EU Listing Act, nel più ampio contesto dell'agenda europea di “semplificazione” della regolazione finanziaria. La riforma sostituisce il precedente regime — plasmato dalla sentenza *Geltl/Daimler* e poi codificato nel MAR — che riconosceva come anche le fasi intermedie di processi prolungati potessero costituire

informazione privilegiata, con un modello “orientato all’evento finale”, che limita l’obbligo di comunicazione al completamento del processo.

Dopo aver ricostruito l’evoluzione storica dalla direttiva *Market Abuse* del 2003 al MAR, il lavoro evidenzia come l’approccio fondato sulle fasi intermedie, pur coerente sul piano concettuale con l’obiettivo della trasparenza dei mercati, abbia generato rilevanti oneri di compliance, incertezza giuridica e un diffuso ricorso al meccanismo del ritardo nella comunicazione. Il *Listing Act* rovescia tale impostazione, ma lascia invariata la definizione sostanziale di informazione privilegiata ai fini del divieto di abuso di informazioni privilegiate, creando un’asimmetria strutturale tra obblighi di disclosure e divieti sostanziali.

Il futuro atto delegato previsto dall’articolo 17, paragrafo 11, MAR, che introdurrà un catalogo non esaustivo di “eventi finali”, rappresenta un ulteriore sviluppo e potrebbe segnalare un passaggio da un modello puramente principale verso un approccio più marcatamente tassonomico alla nozione di informazione privilegiata.

Collocando la riforma nella più ampia architettura del diritto finanziario dell’Unione, il contributo sostiene che ciò che viene presentato come semplificazione rischia di tradursi in una deregolazione mirata, piuttosto che in una razionalizzazione strutturale. Una semplificazione autentica richiede, invece, chiarezza metodologica, affinamento concettuale e una maggiore integrazione tra tecnica legislativa e prassi di vigilanza. La semplificazione non dovrebbe essere misurata dalla riduzione numerica delle regole, ma dal grado di coerenza, chiarezza e consistenza normativa dell’intero quadro regolatorio.

Parole chiave: art. 17 MAR; informazione privilegiata; semplificazione regolatoria; asimmetria informativa; *Listing Act*.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. L’urgenza (politica) di semplificare un quadro sempre più complesso. – 3. La frammentazione delle fonti. 4. Il problema delle definizioni. 5. Le iniziative delle istituzioni. 6. Alcune posizioni dottrinali. 7. Le nuove regole sulla *disclosure* delle informazioni privilegiate. 8. Problemi di fondo. 9. L’elencazione dell’ESMA: un vero caso di semplificazione? 10. Questioni di metodo. 11. Conclusioni.

1. INTRODUZIONE

Le presenti note intendono discutere, alla luce dell’ampio processo di revisione in corso della disciplina del mercato finanziario dell’Unione, le modifiche introdotte dal c.d. *Listing Act*¹ alle regole sulla comunicazione

*Il contributo è stato approvato dai revisori.

**Relazione svolta al XVII Convegno Annuale dell’Associazione italiana dei Professori universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”, dal titolo “*Il diritto commerciale nella prospettiva europea: fra overregulation e deregulation, norme imperative ed autonomia privata, armonizzazione e flessibilità*” Roma, 27-28 febbraio 2026.

¹ V. il Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 ottobre 2024, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell’Unione

delle informazioni privilegiate, previste all'art. 17 del Regolamento sugli abusi di mercato (Regolamento 596/2014 – *Market Abuse Regulation* “MAR”).

Ai fini che qui interessano, le modifiche insistono su un ambito specifico delle modifiche al MAR, rappresentato dagli obblighi di disclosure delle informazioni privilegiate che maturano nelle fasi intermedie di processi prolungati. La questione, da tempo dibattuta, ha subito nel tempo un andamento circolare: nel vigore della Direttiva MAD del 2003, seppure non senza difformità di vedute tra gli Stati Membri, essa non era risolta testualmente dal legislatore europeo e aveva dato origine a interpretazioni divergenti, spesso orientate (come in Italia) a considerare che l'obbligo di comunicazione dell'informazione privilegiata sarebbe sorto soltanto *alla conclusione* del processo prolungato. La decisione della Corte di Giustizia nel notissimo caso *Geltl*² aveva però fornito una lettura diversa della Direttiva del 2003, traducendosi nell'inserimento, nel corpo del MAR, di una specifica disposizione volta a statuire la sussistenza degli obblighi di comunicazione nelle *fasi intermedie* dei processi prolungati, in vigore a decorrere dall'entrata in vigore del MAR (3 luglio 2026). Gli effetti del regime così introdotto sono però stati a dir poco controvertibili: se, da un lato, l'obiettivo era di accrescere l'efficienza informativa dei mercati, dall'altro lato (come riscontrato anche dall'ESMA³) si è assistito in pressoché tutti gli Stati Membri ad un aumento significativo del ricorso all'istituto del ritardo nella diffusione delle informazioni privilegiate⁴, proprio nel corso dei processi prolungati. Il tutto, in un contesto che ha richiesto sforzi addizionali agli emittenti sul piano organizzativo e della gestione interna delle informazioni privilegiate, senza però benefici rilevanti per la trasparenza del mercato. Il *Listing Act* ora ripristina (con effetto dal 5 giugno 2026) lo status quo ante, inquadrando questo intervento in un'ottica di semplificazione della regolamentazione.

La riforma dell'art. 17 MAR ha già acceso il dibattito dottrinario sulla pubblicazione *ad hoc* delle informazioni privilegiate nei procedimenti prolungati, segnando una chiara frattura rispetto all'impostazione affermata dalla giurisprudenza *Geltl/Daimler*. Per esempio, Assmann⁵ giudica la riforma come un vero e proprio mutamento paradigmatico, fondato sull'abbandono della disclosure automatica delle fasi intermedie (*Zwischenschritte*) in favore di un modello orientato all'evento finale (*Endereignis*), purché inteso come atto giuridicamente istituzionalizzato e conclusivo, e non come mero obiettivo strategico o narrativo dell'emittente. Tale approccio, di impronta teleologica, mira a ridurre sia il rischio di segnali

più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali, GU L, 2024/2809, 14.11.2024, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2024/2809/oj>

² Sentenza 28 giugno 2012, causa C-19/11, Markus Geltl/Daimler AG.

³ ESMA, *Final Report – MAR Review*, ESMA70-156-2391, 23 settembre 2020. Molto severo nei confronti dell'impatto della sentenza *Geltl* e delle regole poi scritte nel MAR è da ultimo H.-D. ASSMANN, *Die Ad-hoc-Publizität von Zwischenschritten in gestreckten Sachverhalten nach den Änderungen von Art. 17 MAR durch den sog. Listing Act*, in ZHR 189 (2025) 14–75.

⁴ Per alcune riflessioni sul ritardo v. *ex multis*, L. CALVOSA, *Informazioni privilegiate e regolamento MAR*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, 99-157, spec. p. 147, e ASSONIME, *Assonime risponde alla consultazione dell'ESMA per la revisione del Regolamento sugli abusi di mercato*, 9/2019, 1-27, spec. p. 14.

⁵ H.-D. ASSMANN, *Die Ad-hoc-Publizität*, *op. cit.*

fuorvianti per il mercato derivanti da comunicazioni premature, sia l'incertezza applicativa e i costi di compliance connessi all'uso sistematico del ritardo. Una valutazione nel complesso convergente si rinviene nei contributi di Veil, Wiesner e Reichert⁶, che hanno sostenuto fin dalla fase di consultazione la necessità di una ricalibratura dell'ad-hoc disclosure in senso “final-event-oriented”, pur segnalando il rischio che l'individuazione dell'evento finale possa essere “manipolata” dagli emittenti e richieda pertanto criteri oggettivi e verificabili. Più critica è invece la posizione di Hellgardt⁷, secondo il quale la distinzione tra *Zwischenschritte* ed *Endereignisse* resterebbe concettualmente instabile, in quanto ogni evento potrebbe essere ricostruito come fase intermedia di un processo ulteriore, con la conseguenza che la nuova disciplina rischierebbe di sostituire alle rigidità del regime previgente nuove forme di incertezza. In una prospettiva in parte mediana si colloca Sajnovits⁸, che valorizza il ruolo dell'atto delegato previsto dall'art. 17, par. 12, lett. a), MAR e della lista ESMA degli eventi finali come strumento essenziale di oggettivazione e controllo dell'interpretazione, pur riconoscendo che la riforma sposta il baricentro dei problemi verso la corretta identificazione giuridica dell'evento “finale”.

Nelle presenti note, dopo aver sinteticamente illustrato le molteplici “voci” che si succedono nei diversi contesti in cui si discute di “semplificazione” della normativa finanziaria dell'Unione, ci interroghiamo sulla natura degli interventi realizzati, e sulla loro effettiva portata.

Il caso del Regolamento MAR, nel suo (forse sterile?) tecnicismo, appare però emblematico di un ampio fenomeno che sta investendo molti ambiti della regolazione dei mercati finanziari. Esso fa sorgere, infatti, domande di rilievo strutturale: cosa significa “semplificare”? Qual è la differenza tra “semplificazione” e “deregolamentazione”? Quale il metodo da seguire per ottenere un certo risultato-obiettivo (nell'uno o nell'altro senso)? In quale direzione si sta muovendo il grande movimento verso la “semplificazione” della normativa finanziaria dell'Unione?⁹

Pare che, al momento, non vi siano risposte chiare a tali domande cruciali, che pure è doveroso

⁶ R. VEIL, M. WIESNER, M. REICHERT, *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 19, no. 3, 2022, pp. 445-516.

⁷ J. HELLGARDT, *Ad-hoc-Publizität und gestreckte Sachverhalte nach dem Listing Act*, AG, 2024, p. 57 ss. Hellgardt sviluppa una critica radicale alla distinzione tra *Zwischenschritte* ed *Endereignisse* come categorie idonee a delimitare l'obbligo di disclosure. Dal punto di vista economico-finanziario, ogni evento è sempre soltanto un passaggio intermedio verso esiti futuri (in ultima analisi, i flussi di cassa e i dividendi), sicché la qualificazione di un fatto come “evento finale” o “fase intermedia” dipenderebbe da una ricostruzione narrativa *ex post*, non da criteri oggettivi giuridicamente controllabili. Per questa ragione, l'Autore ritiene che la riforma del Listing Act – che esclude in via generale gli *Zwischenschritte* dall'obbligo di pubblicazione – sia concettualmente fragile e destinata a produrre nuove incertezze, oltre a marginalizzare in modo eccessivo l'istituto del ritardo della comunicazione *ex art.* 17, par. 4, MAR.

⁸ A. SAJNOVITS, *Zwischenschritte, Endereignisse und der delegierte Rechtsakt nach Art. 17 Abs. 12 MAR*, ZBB, 2024, p. 345 ss. Ci sia consentito anche il rinvio a F. ANNUNZIATA, M. ARRIGONI, *Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, Maggio 2023, 1 ss.

⁹ V., da ultimo, il rapporto predisposto dallo European Banking Institute, CH. V. GORTSOS, F. ANNUNZIATA, D. RAMOS-MUÑOZ, TH. DE ARRUDA, M. MITROVIC and SCHINERL, (coordinators), *Report on Simplification of EU Financial Law*, disponibile all'indirizzo <https://ebi-europa.eu/>

porsi. La magnifica aria di Mozart “Vado, ma dove? O Deil”, K583, su testo di Lorenzo Da Ponte, potrebbe offrire un degno sottofondo musicale a quanto si sta verificando. Le modifiche apportate al Regolamento MAR sembrano allora esemplificare un certo scetticismo sugli esiti finali del processo di semplificazione in atto, e sullo stesso metodo legislativo che i legislatori dell'Unione stanno adottando.

2. L'URGENZA (POLITICA) DI SEMPLIFICARE UN QUADRO SEMPRE PIÙ COMPLESSO.

In questo periodo, “semplificazione” è un'espressione sempre invocata ogni volta che si discute del futuro della legislazione dell'UE in materia di mercati finanziari. È un termine che risuona in più sedi – istituzionali, accademiche, operatori del mercato ecc. - e che riflette un progressivo riconoscimento delle sfide poste dalla complessità della legislazione finanziaria dell'UE. In effetti, orientarsi in quella legislazione è divenuto un esercizio molto complicato. Nel tempo, il settore ha visto un'enorme espansione, naturalmente accentuatasi dopo la crisi finanziaria del 2008. Dopo la crisi, le riforme più importanti sono entrate in vigore nel 2013-2014 e, recentemente, sono stati valutati anche i loro risultati dopo il primo decennio¹⁰, ma numerosissimi sono stati gli interventi che hanno interessato, nel frattempo i testi originari. Anche il *corpus* di strumenti di *soft law* è cresciuto a dismisura, in uno con l'accentuarsi dell'intervento delle Corti anche europee, segno evidente di un sistema che fatica a produrre regole sufficientemente chiare e che, di converso, alimenta il contenzioso.

Nel voler “semplificare”, un problema di fondo che si pone è individuare il punto di equilibrio tra legislazione eurounitaria e nazionale. In un contesto che assomiglia a un enorme cantiere in perpetuo

¹⁰ Particolare attenzione è stata dedicata al meccanismo di vigilanza unico: cfr., *inter alia*, D. LAMANDINI, D. RAMOS MUÑOZ, *10 years of Banking Union's case-law: How did European courts shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; CH. V. GORTSOS, *10 Years of Banking Union Case-Law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; A. BRESCIA MORRA, F. ANNUNZIATA, *The Banking Union and the Decisions of the CJEU: Towards a Complete Legal Order?*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; B. JOOSEN, J. PULGAR EZQUERRA, T. H. TRÖGER, *10 years of Banking Union case law: How did CJEU judgments shape supervision and resolution practice in the Banking Union*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024; R. LASTRA, S. DIETZ, *Accountability of the European Banking Union: Accountability in Banking Supervision and Banking Resolution under Review*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, 2024. See also, CH. V. GORTSOS, *The Crédit Agricole cases: banking corporate governance and application of national law by the ECB*, in Zilioli, Wojcik, (eds.), *Judicial Review in the European Banking Union*. Cheltenham: Edward Elgar, 2021; G. LO SCHIAVO, *The ECB and its application of national law in the SSM*, in Lo Schiavo. (ed.), *The European Banking Union and the Role of Law*, cit.; F. COMANFUNK, F. AMTENBRINK, *On the Scope and Limits of the Application of National Law by the European Central Bank within the Single Supervisory Mechanism*, 33 BFLR. 133 (2018); L. BOUCON, D. JAROS, *The Application of National Law by the European Central Bank within the EU Banking Union's Single Supervisory Mechanism: A new Mode of European Integration?*, in *European Journal of Legal Studies*, 2018, Vol. 10, 155-187; A. WITTE, *The application of national banking supervision law by the ECB: three parallel modes of executing EU law?*, 21 MJECL 89 (2014); A. WITTE, K. LACKHOFF, *Art. 4 SSMR*, in Binder, Gortsos, Lackhoff, and Ohler, (eds.), *Brussels Commentary on the European Banking Union*, Baden-Baden: Beck C. H., 2022.

quell'equilibrio è sempre stato instabile. Da un lato, sono da tempo all'opera forze centripete che portano alla centralizzazione a livello europeo di ampi settori non solo della legislazione ma anche della vigilanza (si pensi al meccanismo di vigilanza unico (SSM) e/o al meccanismo di risoluzione unico (SRM)). Tuttavia, queste forze si scontrano con tendenze centrifughe, che vedono il tentativo degli Stati membri ritagliarsi i propri spazi, lontano dall'intervento sempre più significativo dell'Unione. In vari settori, il processo di integrazione sembra quindi procedere con esitazione, dando luogo a un flusso costante di nuove iniziative che si collocano a metà strada tra l'innovazione e la reiterazione di proposte da tempo in discussione.

Nella Storia dell'UE, l'equilibrio tra centralizzazione e decentralizzazione è sempre stato fluido. Tuttavia, negli ultimi anni, e con specifico riferimento alla regolamentazione del settore finanziario, questa fluidità è diventata più pronunciata. Lo stesso MVU è emblematico: esso rappresenta l'esempio più estremo e riuscito di centralizzazione di compiti e poteri a livello europeo, inizialmente limitato all'area dell'euro ma con la possibilità (già colta da Bulgaria e Croazia) di adesione da parte di Stati membri non partecipanti all'area dell'euro. Allo stesso tempo, la ripartizione dei poteri tra la Banca centrale europea (BCE) e le autorità nazionali solleva questioni istituzionali delicate in relazione al principio di attribuzione e al significato esatto da attribuire ai «compiti specifici» che l'articolo 127, paragrafo 6, TFUE consente di attribuire alla BCE in materia di vigilanza prudenziale, dando luogo a un intreccio senza precedenti di relazioni tra i poteri esclusivi della BCE e quelli delle autorità nazionali.

Sotto altri aspetti, il quadro che emerge nei settori del mercato dei capitali e del mercato assicurativo e previdenziale è enormemente più frammentato rispetto al settore creditizio. Non soltanto non esiste nulla di paragonabile al Meccanismo di Vigilanza Unica, ma i tentativi di rafforzare il ruolo delle Autorità europee (EBA-ESMA-EIOPA) accentrando in capo alle stesse compiti di vigilanza, hanno finora prodotto solo risultati molto parziali: la riforma delle agenzie avviata nel 2019 ha raggiunto solo alcuni degli obiettivi fissati dalla Commissione¹¹, ed oggi sono allo studio nuove proposte che muovono in quella direzione le quali, tuttavia, non sembrano, quantomeno allo stato attuale, supportate da un robusto consenso politico¹².

¹¹ Sulle agenzie Europee si vedano, quanto meno, A. KREHER, *Agencies in the European Community - a step towards administrative integration in Europe*, in *Journal of European Public Policy*, Vol. 4, No. 2, 1997, pp. 225-245; R. DEHOUSSE, *Misfits: EU Law and the Transformation of European Governance*, in *Jean Monnet Working Paper No. 2*, European University Institute, Florence, 2002; D. GERARDIN, R. MUÑOZ and N. PETIT (eds), *Regulation through Agencies in the EU. A New Paradigm of European Governance*, Cheltenham: Edward Elgar, 2005; G. STEFAN, and A. ORATOR, *Everything Under Control? The "Way Forward" for European Agencies in the Footsteps of the Meroni Doctrine*, in *European Law Review*, Vol. 35, n. 3, 2010; M. SIMONCINI, *The erosion of the Meroni doctrine. The case of the European Aviation Safety Agency (EASA)*, in *European Public Law*, XXI(2): 309-342; A. KOZINA, S. MARTINIC, M. MIHALIC, *The Delegation of Executive Powers to EU Agencies and the Meroni and Romano Doctrines*; J. SCHNEIDER, *A Common Framework for Decentralized EU Agencies and the Meroni Doctrine*, 61, in *Administrative Law Review*, 2009, 29; M. CHAMON, *EU Agencies Between Meroni and Romano or the Devil and the Deep Blue Sea*, 48, in *Common Market Law Review*, 2011, 1055; E. CHITI, *An Important Part of the EU's Institutional Machinery: Features, Problems and Perspectives of European Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1395.

¹² Delle tre Agenzie europee, soltanto ESMA ha compiti di vigilanza diretti, peraltro limitati ad ambiti circoscritti. Interessante è, però, la scelta adottata nel MiCAR in merito all'affidamento all'EBA di compiti di vigilanza diretti sui *token*

La normativa UE mostra inoltre (con alcune eccezioni) una tendenza a trascurare – talvolta per inerzia, talvolta per mancanza di consenso politico, talvolta per rispetto del principio di autonomia – la dimensione relativa all'applicazione *nazionale* delle norme europee: una dimensione in cui si sono affermati istituti innovative con molte implicazioni problematiche, come l'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento MVU, che impone alla BCE di applicare non solo il diritto europeo ma (anche) il diritto nazionale¹³: una disposizione che è oggetto di un significativo contenzioso dinanzi alle corti europee, che esprimono posizioni mutevoli, e che ora è inserita – *mutatis mutandis* – anche nel regolamento che istituisce l'AMLA, sebbene in un contesto istituzionale (e giurisdizionale) molto diverso¹⁴.

3. LA FRAMMENTAZIONE DELLE FONTI.

Un'altra caratteristica che contraddistingue il panorama legislativo finanziario dell'UE è l'elevato grado di frammentazione delle fonti normative. La definizione delle regole del mercato finanziario è sempre più un esercizio condiviso tra strumenti *di soft law* e *hard law*, questi ultimi stratificati in livelli normativi dalla crescente complessità. Lo sforzo condiviso di molteplici "regolatori" dovrebbe, almeno in teoria, consentire di raggiungere una varietà di obiettivi. Secondo noti paradigmi, gli strumenti *di soft law* dovrebbero consentire un maggiore apprezzamento delle scelte di auto-organizzazione del mercato, almeno fino a quando i fallimenti del mercato non giustifichino interventi eteronomi. Ne dovrebbe risultare anche una maggior convergenza a livello internazionale, attraverso la partecipazione ai forum più autorevoli nei quali sono sviluppati *gli standard* globali.

Tuttavia, la regolamentazione esprime un esercizio dinamico tra fonti che sono spesso di pari dignità in termini di *effetti concreti* (piuttosto che di forma): uguali nella loro diversità, naturalmente, ma con fonti che si intersecano e si intrecciano in un continuo gioco di rifrazioni e reciproci “prestiti”. La complessità dei fenomeni è tale che non esiste un monopolio unico per definire la norma giusta, e non vi è chiarezza sulla distinzione tra le diverse fonti. La causa *Fédération Bancaire Française*¹⁵ decisa dalla Corte di

significativi del tipo *asset-reference* o *electronic money*. Le più recenti proposte della Commissione sembrano ora intenzionate a riaprire la discussione. Si veda a proposito il corposo pacchetto di proposte diffuso a inizio dicembre 2025, reperibile all'indirizzo https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en, che punta ad una più forte centralizzazione della vigilanza a livello europeo.

¹³ Per una disamina approfondita delle interrelazioni tra diritto UE e diritto nazionale si vedano i numerosi contributi pubblicati in F. ANNUNZIATA, M. SIRI, (a cura di), *EU Banking and Capital Markets Regulation: Open Issues of Vertical Interaction with National Law* (di prossima pubblicazione).

¹⁴ Cfr. A. MINTO, T. DE ARRUDA, *The New EU Anti-Money Laundering Authority (AMLA) And The Standard For The Application Of National Laws - 'What's Past Is Prologue'?* in *European Business Organisation Law Review*, Vol. 25, 4, 2025.

¹⁵ Sentenza della Corte del 15 luglio 2021, causa C-911/19, *Fédération bancaire française (FBF) contro Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)*, ECLI:EU:C:2021:599). Cfr. anche M. SCHOLTEN, M. GARGANTINI, (2021), *The past is the past. The future is all that's worth discussing* (Lord Baelish, *The Game of Thrones*). *Some reflections on the non-delegation doctrine and its impact on the ESAs powers after the CJEU decision on the FBF case*. Web publication/site, eulawenforcement.com; N. DE ARRIBA

giustizia il 15 luglio 2021, in uno con le sue ripercussioni a livello nazionale¹⁶, mostra chiaramente quanto sia complessa e incerta la situazione: mentre, da un lato, le Linee Guida – uno strumento chiave nell'arsenale *del diritto non vincolante* – non possono essere riesaminate dalla Corte di giustizia in un ricorso per annullamento, dall'altro lato possono comunque essere valutate dalla Corte stessa nel contesto di una pronuncia pregiudiziale. In *Balgarska*¹⁷, la Corte afferma poi che le Linee Guida, pur essendo strumenti soft, devono essere prese in considerazione dai giudici nazionali nella soluzione delle controversie loro sottoposte. Nella recentissima pronuncia nel caso YH (Caso T-366/23, deciso d il 25 novembre 2025), il Tribunale nuovamente accentua la portata della *soft law*, con un ulteriore “*hardening effect*”: le Linee Guida delle Autorità Europee (in questo caso, quelle in tema di requisiti *fit and proper*) non sostituiscono il diritto nazionale, ma *lo integrano e lo completano*, dal punto di vista tanto procedurale, quanto sostanziale, in quanto forniscono il quadro interpretativo armonizzato attraverso il quale devono essere valutati i criteri della CRD IV previsti per l’acquisizione di *qualified holdings*. Il tutto, naturalmente, con beneplacito della funzione nomofilattica della stessa Corte di giustizia, della dottrina *Meroni* e a tutto vantaggio delle Agenzie amministrative e del loro ruolo para-regolamentare.

Al di là delle questioni più tecniche, è chiaro che sia FBF sia *Balgarska*, sia YH esprimono tutte le tensioni di un sistema che opera in un contesto fluido, non più riconducibile ai paradigmi tradizionali. Tuttavia, se da un lato ciò contribuisce a rendere ancora più osmotico il confine tra *diritto vincolante e non vincolante*, dall’altro mette in gioco le strutture istituzionali e democratiche dell’Unione, rendendo il diritto finanziario dell’UE un perenne laboratorio di discussioni e dibattiti con evidenti ricadute istituzionali sui Trattati e sul modo di interpretarli.

Nel settore degli abusi di mercato queste interrelazioni sono rese evidenti dall’intrecciarsi tra fonti eurounitarie “hard”, strumenti di *soft law* e una fitta rete di strumenti “soft” di fonte interna, di cui le Linee Guida Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate o le Q&As in materia di disclosure selettiva delle informazioni costituiscono esempio emblematico, ma non isolato.

Sempre in tema di complessità del sistema, la già citata molteplicità di regolatori pubblici e privati porta a un’eccessiva produzione di norme e alla loro frammentazione. Il classico contrasto tra *regolamentazione basata su principi e regolamentazione prescrittiva* non riflette neppure adeguatamente lo stato dell’arte, almeno a livello formale. Il metodo Lamfalussy, introdotto all’alba del nuovo millennio con l’obiettivo dichiarato di superare le difficoltà che ostacolavano il progresso del processo di integrazione europea nel settore finanziario e il relativo processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali, doveva

SELLIER, *Upholding Romano, Eroding Meroni: The Ruling of the Court of Justice in FBF*, EU Law Live, 2021; F. ANNUNZIATA, *The Remains of the Day: EU Financial Agencies, Soft Law and the Relics of Meroni*, in *Riv. Ital. dir. Pubbl. Comunitario*, n. 4/2022; H. MARJOSOLA, M. VAN RIJSBERGEN, M. SCHOLTEN, *How to exhort and to persuade with(out legal) force: challenging soft law after FBF*, in *Common Market Law Review*, Vol. 59, 1523-1542, 2022.

¹⁶ Conseil d’État (Francia), 9a Sezione, sentenza del 21 dicembre 2021, n. 415550, *Fédération bancaire française (FBF) v. Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)* (ECLI:FR:CECHS:2021:415550.20211221).

¹⁷ Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 25 marzo 2021, *BT v. Balgarska Narodna Banka*, ECLI:EU:C:2021:249.

rappresentare un efficace compromesso tra due visioni contrapposte. L'esperienza degli ultimi anni non è stata soddisfacente, in quanto è cresciuta la confusione tra i primi due livelli, che ora mette in discussione la struttura stessa del metodo: da un lato, L1 è sempre più rappresentato da regolamenti o direttive dal contenuto molto dettagliato; dall'altro, L2 è a sua volta affollato da regolamenti che, tuttavia, o per la loro formulazione talvolta ambigua o per il margine di manovra che lasciano alle autorità nazionali, tradiscono il loro nome. Infine, in molti ambiti il L3, la *soft law* è letteralmente esplosa. In questo quadro, si presentano anche nuove sfide istituzionali rappresentate dall'evoluzione subita dalle agenzie europee, che svolgono ormai un ruolo ibrido, multiforme e complesso, senza precedenti¹⁸.

4. IL PROBLEMA DELLE DEFINIZIONI.

Fermo quanto precede, il processo di espansione della legislazione finanziaria UE non si è svolto in modo ordinato in termini di limitazione dei confini e dei diversi ambiti di intervento, sollevando così il problema delle definizioni e delle tassonomie. Molti dei concetti di base della legislazione sono poco chiari: nozioni chiave quali quella di strumento finanziari¹⁹, deposito, concessione di credito, organismo di investimento collettivo e molte altre soffrono di una definizione imprecisa, contribuendo a rendere labili i confini tra varie aree, e tra ciò che è regolato e ciò che, invece, non lo è. Le conseguenze di questa incertezza si fanno sentire a livello sia concettuale, sia applicativo, in quanto investono anche gli ambiti della vigilanza e la ripartizione dei poteri tra autorità europee e nazionali²⁰.

Una possibile soluzione potrebbe essere quella di iniziare a consolidare la legislazione finanziaria dell'UE, almeno su base settoriale, con l'obiettivo di *codificarla*: non limitarsi a raccogliere i testi, ma rifondare le norme in modo più sistematico. Non mancano proposte in tal senso, che sembrano andare nella giusta direzione, se non altro per la loro capacità di portare la questione al centro del dibattito anche

¹⁸ Fenomeno già individuato da N. MOLONEY, *The Age of ESMA: Governing EU Financial Markets*, Hart Publishing 2018.

¹⁹ In questo caso, il quadro è complicato dalla sostanziale assenza di precedenti giurisprudenziali a livello europeo, ad eccezione di una recente sentenza della Corte di Giustizia del 9 gennaio 2025, causa C-627/23, che fornisce una prima interpretazione del concetto di “negoziabilità” specifico degli strumenti finanziari.

²⁰ Un esempio lampante di una situazione ormai diffusa, è il regolamento MiCA, che ha portato alla ribalta tutte le ambiguità e le incertezze dei confini della legislazione sui servizi di investimento, basata su concetti di base risalenti a più di trent'anni fa ma ancora poco chiari: v., *tra gli altri*, Lehmann, *MiCAR-Gold Standard or Regulatory Poison for the Crypto Industry?*, in *EBI Working Paper Series* 160, 2024; M. LEHMANN, F. SCHINERL, *Drawing the borderline between MiFID and MiCAR*, in *Capital Markets Law Journal*, 2024; P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?*, in *ECFR*, 2023; T. VAN DER LINDEN, T. SHIRAZI, *Markets in crypto-assets regulation: Does it provide legal certainty and increase adoption of crypto-assets?*, in *Financial Innovation*, 2023; T. TOMCZAK, *Crypto-assets and crypto-assets' subcategories under MiCA Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2022; CH. V. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets in Crypto-Assets Regulation ('MiCAR'): A Brief Introductory Overview*, 2021. Cfr. anche D. A. ZETZSCHE, J. WOXHOLTH, *The EU Law on Crypto-Assets: A Guide to European FinTech Regulation*, Cambridge University Press, 2025.

politico²¹. Tuttavia, ogni tentativo di consolidamento o codificazione del diritto europeo non avrà alcun effetto utile se non si basa su un'attenta analisi e comparazione delle leggi degli Stati membri, adottando un metodo che porti all'identificazione di un terreno comune, un linguaggio condiviso dal quale sviluppare concetti e strumenti di diritto uniforme²².

Come vedremo, questi problemi riguardano anche la disciplina degli abusi di mercato, e in tale contesto le regole – di fondamentale importanza per la trasparenza dei mercati e la loro efficienza informativa – che riguardano le informazioni privilegiate, sulle quali ora insistono le riforme del *Listing Act*.

5. LE INIZIATIVE DELLE ISTITUZIONI.

L'agenda per una “*better regulation*”²³, un tempo concepita come strumento per razionalizzare e snellire il processo legislativo, ha in gran parte fallito l'obiettivo di controllare l'inflazione normativa. Alla ricerca di un sostituto della “*better regulation*”, oggi si invoca dunque la “semplificazione”. Il termine “semplificazione” viene, però, utilizzato per descrivere obiettivi diversi e talvolta contrastanti: razionalizzazione formale, efficienza procedurale, codificazione, proporzionalità o persino deregolamentazione. Siffatta mancanza di precisione terminologica rischia di trasformare la semplificazione in una categoria onnicomprensiva, in grado di giustificare quasi ogni forma di intervento legislativo, dal consolidamento più prudente alle misure più radicali. La terminologia è sempre determinante quando si affronta l'innovazione politica o normativa ai più alti livelli, e la sua accuratezza diventa ancora più essenziale quando espressioni apparentemente simili possono nascondere significati diversi o addirittura contrastanti. È questo il caso, per l'appunto, dei termini “semplificazione” e “deregolamentazione”, la cui coesistenza nell'attuale dibattito genera frequenti ambiguità.

Nell'agenda politica dell'UE, la formula “semplificazione senza deregolamentazione” è uno slogan ricorrente. La semplificazione gode di ampio consenso, mentre la deregolamentazione, spesso associata ai fallimenti del mercato del passato, è questione politicamente delicata. La distinzione è centrale nella comunicazione della Commissione europea “*Un'Europa più semplice e più veloce*” (COM 2025)²⁴ che individua una possibile strategia per promuovere la competitività, l'innovazione e la crescita attraverso una serie

²¹ Cfr. il progetto guidato da Rüdiger Veil per la codificazione del diritto dei mercati dei capitali a livello europeo: R. VEIL (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union. Volume I: Fundamentals of a European Code*. Oxford, 2024. Cfr. anche M. LEHMANN, F. SCHINERL, *Drawing the borderline between MiFID and MiCAR*, cit.

²² ESMA, *Linee guida sulle condizioni e i criteri per la qualificazione delle cripto-attività come strumenti finanziari* (ESMA75453128700-1323), 19.3.2025. Cfr. anche F. ANNUNZIATA, *The ESMA Guidelines On Crypto-Assets And Financial Instruments*, *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, 2025.

²³ https://commission.europa.eu/law/law-making-process/better-regulation_en.

²⁴ Commissione europea, *A simpler and faster Europe: Communication on implementation and simplification* (febbraio 2025), https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/293146/item%2013_Simplification_Communication_en.pdf.

senza precedenti di iniziative (il termine “semplificazione” compare ben 28 volte nel documento).

Il messaggio è chiaro, ma le difficoltà sorgono non appena le declamazioni vengono messe alla prova con esempi concreti.

In pratica, per distinguere tra semplificazione e deregolamentazione si potrebbe applicare un test piuttosto semplice:

- se l'obiettivo sostanziale di una regola rimane intatto dopo la riforma, la misura dovrebbe essere considerata una semplificazione;
- se l'ambito di applicazione o lo *standard* della regolamentazione sono ridotti, la misura dovrebbe qualificarsi alla stregua di una forma di deregolamentazione;
- quando si verificano entrambe le condizioni, l'intervento rappresenta una combinazione tra semplificazione e deregolamentazione.

In sostanza, la deregolamentazione dovrebbe riguardare la portata di ciò che è regolamentato, mentre la semplificazione dovrebbe appuntarsi sulla forma e sul metodo attraverso i quali la regolamentazione è redatta e attuata. La prima dimensione appartiene al dominio della politica, la seconda a quello della tecnica e della metodologia giuridica. Tuttavia, il confine tra le due nozioni è poroso e, nella pratica, le due dimensioni si intersecano. Tali ambiguità, spesso trascurate, dovrebbero invece rimanere in primo piano in qualsiasi discussione sul futuro della legislazione finanziaria dell'UE.

A livello istituzionale, la semplificazione occupa un posto di rilievo anche nei rapporti di Enrico Letta²⁵, di Mario Draghi²⁶ ed in quello già citato della Commissione europea, che la considerano un elemento fondamentale della strategia dell'Unione per la competitività e l'integrazione, da non limitarsi ai mercati finanziari ma da estendersi al mercato unico nel suo complesso. Tuttavia, in tutti questi rapporti i rapporti il confine tra semplificazione e deregolamentazione sfuma o è completamente travalicato.

In tale contesto si inserisce anche il *2025 Annual Progress Report: Simplification, Implementation and Enforcement*, presentato dalla Commissaria europea Maria L. Albuquerque il 21 ottobre 2025²⁷, che fa il punto sull'avanzamento dell'agenda di semplificazione nei servizi finanziari nella prima metà del 2025. Il rapporto richiama, in particolare, il primo pacchetto Omnibus sulla finanza sostenibile²⁸ e il pacchetto del

²⁵ E. LETTA, *Much more than a Market*, aprile 2024, www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf (consultato il 20.10.2025).

²⁶ M. DRAGHI, *Una strategia di competitività per l'Europa*, (settembre 2024) https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059 (consultato il 20.10.2025).

²⁷ Commissione europea, 'Omnibus I Package: Commission simplifies rules on sustainability and EU investments' (26 febbraio 2025), https://finance.ec.europa.eu/publications/omnibus-i-package-commission-simplifies-rules-sustainability-and-eu-investments-delivering-over-eu6_en.

²⁸ Commissione europea, 'Omnibus package' (Finance, 1° aprile 2025), https://finance.ec.europa.eu/news/omnibus-package-2025-04-01_en.

giugno 2025 volto a migliorare il quadro della cartolarizzazione²⁹; dà inoltre conto dell'avvio dell'attività di "simplification screening" dell'*acquis* esistente e segnala ulteriori iniziative in corso di definizione, anche nel settore bancario, alcune delle quali si sono già concretizzate nelle more della redazione delle presenti note.

Il sostegno alla "semplificazione" viene anche dall'Eurosistema. In una lettera congiunta alla Commissione, i governatori delle banche centrali di Francia, Spagna, Italia e Germania hanno invocato norme bancarie più semplici, sottolineando tuttavia che la semplificazione non deve portare alla deregolamentazione³⁰. In linea con questo approccio, nel 2025 la BCE ha istituito una *task force* di alto livello sulla semplificazione, il cui mandato è proporre semplificazioni mirate dei requisiti prudenziali, di vigilanza e di segnalazione, garantendo al contempo che gli standard di solvibilità e di conformità rimangano inalterati³¹. Le raccomandazioni elaborate dalla *task force* sono state successivamente fatte proprie dal Consiglio direttivo della BCE nel dicembre 2025 e trasmesse alla Commissione europea. Esse includono, in particolare, la riduzione della complessità del quadro dei requisiti patrimoniali basati sul rischio e del leverage ratio, l'introduzione di un regime prudenziale significativamente più semplice per le banche di minori dimensioni – in continuità ma con un ampliamento rispetto all'attuale regime dell'Unione – nonché l'istituzione di un meccanismo europeo di governance in grado di valutare in modo olistico il livello complessivo di capitale nel sistema. Tali interventi sono concepiti come misure di semplificazione compatibili con il mantenimento della resilienza del sistema bancario europeo, nel rispetto degli obiettivi microprudenziali, macroprudenziali e di risoluzione, nonché dell'attuazione piena e coerente degli standard di Basilea III³².

Parallelamente, anche l'EBA ha avviato una consultazione pubblica sulla semplificazione e il consolidamento dei propri standard tecnici per la pianificazione della risoluzione e il funzionamento dei collegi di risoluzione. Un ulteriore contributo è arrivato dall'Unità di governance economica e controllo dell'UEM (EGOV) del Parlamento europeo attraverso il rapporto "*Semplificazione, non deregolamentazione?*"

²⁹ Commissione europea, *Commission Proposes Measures to Revive the EU Securitisation Framework*, Press release, 17 giugno 2025, https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-proposes-measures-revive-eu-securitisation-framework_en.

³⁰ J.L. ESCRIVÁ, J. NAGEL, F. PANETTA, F. VILLEROY DE GALHAU, *Lettera sulla semplificazione normativa*, 5 febbraio 2025, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2025/Letter_on_simplification.pdf?language_id=1 (consultato il 20.10.2025).

³¹ *Tra gli altri*, il vicepresidente della BCE, il governatore della Banque de France, il presidente della Deutsche Bundesbank, il governatore della Banca d'Italia, il vicepresidente del Comitato europeo per il rischio sistemico e un membro del consiglio di vigilanza della BCE. Patrice Montagner, «Intervista con Revue Banque» (7 maggio 2025) <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/interviews/date/2025/html/ssm.in250528~b945e7e456.en.html> (consultato il 20.10.2025).

³² <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-welcomes-commissions-ambitious-proposal-market-integration>.

*Analisi del dibattito sulla semplificazione e l'onere normativo per le banche europee*³³. Il documento esamina le principali iniziative attualmente in corso, ne evidenzia le carenze e formula diverse raccomandazioni. In ultima istanza, il resto è chiaramente favorevole alla semplificazione, ma molto meno alla deregolamentazione.

In questo quadro si inseriscono anche le iniziative del Comitato di Risoluzione Unico (SRB). Sulla base del proprio *Annual Work Programme* 2025, pubblicato il 26 novembre 2024, l'SRB ha infatti deciso, tra l'altro, di introdurre misure volte a rendere i piani di risoluzione più agevolmente azionabili in caso di crisi. Il programma segna un allontanamento da prassi di riscrittura continua e dall'accumularsi di complessità documentale, e si orienta verso una struttura più modulare e snella dei piani, supportata da modelli aggiornati e strumenti operativi dedicati³⁴.

Il dibattito sulla semplificazione è stato arricchito anche dai contributi dei partecipanti ai mercati e delle rispettive associazioni di categoria. Due rapporti si distinguono per influenza e portata: “*Less is More*”³⁵ (sotto l'egida dell'AEDBF) e “*Simply Competitive*” della Federazione bancaria europea (EBF)³⁶. Entrambi formulano una valutazione critica dell'attuale quadro normativo finanziario dell'UE e propongono misure concrete per razionalizzarlo: *Less is More* è molto incentrato sul processo legislativo e sulla necessità di districare i diversi livelli della struttura Lamfalussy. Il secondo ha un contenuto ampio e mostra chiaramente le preoccupazioni degli attori del mercato di fronte alla crescente complessità della legislazione, soprattutto bancaria. Ulteriori elementi di riflessione provengono anche da lavori preparatori destinati alle sedi politico-istituzionali. Tra questi si colloca il rapporto *The Simplification of EU Financial Regulation*, predisposto da New Financial per l'Informal ECOFIN di Copenaghen del settembre 2025, che offre una lettura articolata delle principali direttrici di semplificazione perseguibili nel contesto dell'Unione³⁷.

Altri contributi significativi provengono dalle autorità nazionali. La Banca d'Italia, in un rapporto pubblicato nel 2025³⁸, ha formulato proposte pragmatiche per rendere più snella la regolamentazione prudenziale dell'UE. Tra le priorità individuate figurano la razionalizzazione dei mandati dell'EBA nell'ambito del CRR III e della CRD VI, la revisione del *Fundamental Review of the Trading Book*, la valutazione

³³ R. MAZZOCCHI e K. GEREON SPITZER, *Simplification, not Deregulation?* [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA\(2025\)764389_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2025/764389/ECTI_IDA(2025)764389_EN.pdf)

³⁴ SRB, ‘SRB Work Programme 2025’ (26 November 2024), https://www.srb.europa.eu/system/files/media/document/2024-11-26_SRB-Work-Programme-2025.pdf, p. 13.

³⁵ <https://www.eacb.coop/en/studies/eacb-studies/less-is-more.html>

³⁶ <https://www.ebf.eu/ebf-media-centre/updates/simply-competitive/>

³⁷ Cfr. W. WRIGHT, M. BIERBAUM, C. BREEN, J. THORNHILL, *The Simplification of EU Financial Regulation: Analysis of the Complexity of the EU Regulatory Framework for Banking and Finance, the Impact on the Financial System and Wider Economy, and How to Simplify It*, in *New Financial Report*, agosto 2025.

³⁸ F. CANNATA, L. SERAFINI, *A Pragmatic Approach to Simplification: The Case of Banking Regulation in the EU*, in *Occasional Paper* No 955, Bank of Italy, July 2025, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2025-0955/QEF_955.pdf?language_id=1.

delle norme sulla due diligence nella cartolarizzazione e una riflessione complessiva sull'impostazione legislativa dell'Unione in materia di requisiti patrimoniali. Parallelamente è stato diffuso un contributo di carattere più concettuale, volto a sostenere l'ipotesi di un *Consolidated European Banking Act*: un progetto che ambisce a promuovere la semplificazione insieme a una più elevata coerenza sistematica³⁹.

6. ALCUNE POSIZIONI DOTTRINALI.

Anche il mondo accademico è attivamente coinvolto nella discussione. Quali esempi degni di nota, e senza pretese di completezza, pare utile citare soltanto tre contributi, in quanto emblematici di diversi approcci metodologici: il primo è un saggio di Dirk A. Zetzsche, *Deregulating Financial Regulation*⁴⁰, che propone un approccio orientato verso una sorta di “deregolamentazione” controllata (“targeted”). Il secondo, è un saggio di Deirdre Ahern⁴¹, in quanto esemplificativo di un approccio tipico alla semplificazione spesso adottato nel settore Fintech. Il terzo, è il progetto diretto da Rüdiger Veil sulla “codificazione” del diritto europeo del mercato dei capitali.

Il contributo di Zetzsche si allontana dalle ambiguità del dibattito sulla “semplificazione”, sostenendo apertamente l'opportunità di una *targeted deregulation* nel settore finanziario: una deliberata riduzione, regola per regola, dei requisiti che non soddisfano una robusta logica di valutazione costi-benefici. Lungi dall'essere un appello ideologico a deregolamentare in modo selvaggio, la proposta mira a rafforzare gli obiettivi condivisi della regolamentazione finanziaria: stabilità finanziaria, protezione dei clienti/investitori, efficienza del mercato, integrità del mercato e (sempre più) apertura all'innovazione e alla sostenibilità. L'autore sostiene che quando la regolamentazione si allontana da questi obiettivi, diventa vaga o non misurabile, ed ignora il modo nel quale reagiscono le imprese e i mercati. Per separare le norme necessarie da quelle controproducenti, il saggio propone un “test di deregolamentazione” in tre fasi e lo abbina a un programma pratico di “rimedi” (cinque raccomandazioni) per i legislatori.

Deirdre Ahern, in *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning*, sollecita un cambiamento di paradigma nel modo con il quale i governi dovrebbero regolamentare le tecnologie in rapida evoluzione. Anziché reagire in ritardo, Ahern propone una cultura della c.d. “governance anticipatoria” che consenta alle autorità di regolamentazione di intervenire tempestivamente, apprendere continuamente e adattare le loro *policy* nel tempo. Sebbene la maggior parte delle sue idee sia circolata negli ultimi anni nel dibattito sulla regolamentazione Fintech, lo

³⁹ M. LAMANDINI, M. PERASSI, S. CECI, R. D'AMBROSIO, F. CHIRICO, E. CONSIGLIERE, G. CRAPANZANO, L. DROGHINI, S. MONTEMAGGI, *The Case for a Consolidated European Banking Act (“EUBA”) A Reflection Paper*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* no. 107 (Dec. 2025).

⁴⁰ D. A. ZETZSCHE, *Deregulating Financial Regulation*, in *FutureFinTech Working Paper Series* No. 5, 2024, 30.

⁴¹ Cfr. D. AHERN, *The New Anticipatory Governance Culture for Innovation: Regulatory Foresight, Regulatory Experimentation and Regulatory Learning*, 25, in *European Business Organization Law Review*, 2025, 241.

studio ne fornisce una ricostruzione completa, e conferma il ricorso a una metodologia ben strutturata, spesso invocata e adottata nel contesto del dibattito sul Fintech degli ultimi.

Un'altra importante iniziativa, coordinata da Rüdiger Veil, riunisce un *parterre de rois* di studiosi di diritto finanziario dell'UE con l'obiettivo di "codificare" il diritto dei mercati dei capitali dell'UE. Il progetto mira a consolidare gli elementi disparati della legislazione dell'UE in materia di mercati dei capitali in un quadro codificato coerente. Il "codice" unificherebbe innanzitutto strumenti diversi (prospetto, trasparenza, MAR, MiFID II/MiFIR, ecc.) in un unico testo legislativo. In tal modo si ridurrebbero duplicazioni di oneri e sovrapposizioni; si chiarirebbero meglio gli obiettivi dei diversi ambiti normativi, risolvendo le tensioni tra protezione degli investitori, stabilità, sostenibilità e innovazione, migliorando l'accesso al mercato per gli operatori di mercato, gli investitori e le autorità di regolamentazione. Con riferimento ai temi di cui al presente scritto il progetto ha visto la pubblicazione di un primo volume di carattere più generale, e di un secondo volume nel quale figurano ampi contributi dedicati alla disciplina delle informazioni privilegiate, che riflettono le aree di ricerca e di indagine che connotano, da molti anni, gli autori chiamati a collaborare a questa iniziativa⁴². Il taglio del progetto resta teorico e fortemente accademico, basato su premesse metodologiche di tipo concettuale, non sempre ancorate al "diritto vivente".

7. LE NUOVE REGOLE SULLA *DISCLOSURE* DELLE INFORMAZIONI PRIVILEGIATE.

Le considerazioni che precedono possono ora utilmente impiegarsi per valutare le modifiche apportate al MAR dal *Listing Act*, con particolare, specifico riferimento agli obblighi di divulgazione delle informazioni privilegiate.

L'intero *Listing Act*, inclusa la parte che qui interessa, è mosso da una declamata esigenza di semplificazione del quadro legislativo, che investe anche aree limitrofe, *in primis* la disciplina del prospetto informativo. Ferme ulteriori modifiche (che definiremmo minori) al Regolamento, la semplificazione si è soprattutto tradotta nella revisione delle regole che governano la diffusione al pubblico delle informazioni privilegiate nelle "fasi intermedie" dei processi prolungati.

Non è questa la sede per una disamina della complessa nozione di informazione privilegiata, che - come noto - il Regolamento MAR definisce come un'informazione di carattere preciso, non ancora resa pubblica, concernente direttamente o indirettamente uno o più emittenti o strumenti finanziari, che se divulgata potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi⁴³.

⁴² R. VEIL (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume I — Fundamentals of a European Code*, Oxford: Oxford University Press, 2024; R. VEIL (a cura di), *Regulating EU Capital Markets Union: Volume II — Market Conduct and Corporate Disclosure in a European Code*, Oxford: Oxford University Press, 2025.

⁴³ Su questi aspetti si vedano quantomeno J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law — Where Do We Stand with MAR?*,

L'obbligo di *disclosure* tempestiva dell'informazione privilegiata risponde a esigenze fondamentali di tutela del mercato e della sua efficienza informativa. La pronta comunicazione garantisce che tutti gli operatori abbiano accesso simultaneo alle stesse informazioni rilevanti, prevenendo situazioni di asimmetria informativa sfruttabili per insider trading o manipolazione. Il principio della parità di trattamento informativa costituisce un pilastro fondamentale dell'integrità dei mercati finanziari europei, a sua volta concretizzazione normativa dei principi della *Efficient Capital Markets Hypothesis* (ECMH)⁴⁴.

L'applicazione pratica di queste regole si è però mostrata, nel tempo, oltremodo complessa, specialmente quando le informazioni privilegiate si generano nell'ambito di processi decisionali o negoziali che evolvono attraverso fasi successive.

Dando per scontato che il lettore delle presenti note sia a conoscenza della formulazione previgente dell'art. 17 MAR, e del processo storico-evolutivo che ha connotato la materia dalla Direttiva MAD del 2003 al MAR del 2014 – già sinteticamente richiamato *supra* - in base alla nuova formulazione dell'art. 17, par. 1 “*L'emittente comunica al pubblico, quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente. Tale obbligo 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*”.

L'art. 17, par. 11 affida quindi alla Commissione il potere di adottare un atto delegato per “*stabilire e riesaminare, ove necessario, un elenco non esaustivo degli eventi finali o le circostanze finali nei processi prolungati e, per ciascun evento o circostanza, del momento in cui si ritiene che si sia verificato e in cui deve essere comunicato a norma del paragrafo 1*”⁴⁵.

Al momento in cui scriviamo (dicembre 2025) l'atto delegato non è stato ancora emanato⁴⁶, ma ESMA ha reso noto il proprio rapporto finale da sottoporre alla Commissione (7 maggio 2025 ESMA74-1103241886-1086, e quest'ultima ha diffuso una bozza del testo in data 15 dicembre 2025 (Ref. Ares(2025)11154149 - 15/12/2025).

in 14 *Eur. Co. Fin. L. Rev.* 367, 2017; K.J. HOPT, *Insiderrecht – Grundlagen Internationale Entwicklung, ökonomischer Hintergrund, offene Fragen*, in L. KLÖHN, S. MOCK (a cura di) *Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts*, Berlin, 2019; K. LANGENBUCHER, *Das insiderrechtliche Handelsverbot – Zur Geschichte eine Verbotstatbestands und zur Kodifikation von Rechtsprechung*, in L. KLÖHN, S. MOCK (a cura di) *Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrechts, cit.*, 2019; S. MOCK, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation*, in M. VENTORUZZO, S. MOCK (a cura di) *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford, 2022.

⁴⁴ Cfr. M. ARRIGONI, *Informazioni privilegiate e funzionamento dei mercati finanziari*, Milano, 2022. Sia consentito il rinvio anche a F. ANNUNZIATA, *The Market Abuse Regulation and the Use of General Clauses Thereunder*, June 20, 2024, in *Bocconi Legal Studies Research Paper Series*, giugno 2024, disponibile su: <https://ssrn.com/abstract=4871316>.

⁴⁵ Rispetto alla proposta iniziale, è stato invece eliminato l'art. 17, par. 1 bis, Proposta che avrebbe conferito alla Commissione il potere di adottare un atto delegato e riesaminare «un elenco non esaustivo di informazioni pertinenti e, per ciascuna informazione, il momento in cui si può ragionevolmente prevedere che l'emittente la comunichi

⁴⁶ Le nuove previsioni sono destinate ad entrare in vigore il 5 giugno 2026.

Sebbene non si possano escludere modifiche dell'ultima ora, il documento rappresenta in ogni caso una fedele approssimazione di quello che potrebbe essere il Regolamento delegato. Il fatto che la materia di cui si discute rientri nella *nouvelle vague* della semplificazione è peraltro reso esplicito da quanto osserva lo stesso ESMA nel proprio rapporto finale sottoposto alla Commissione (“*the technical advice’s objective is the simplification of an already existing obligation*”).

8. PROBLEMI DI FONDO.

La novella, nel chiarire che l’obbligo di comunicazione sorge dopo il verificarsi degli eventi o circostanze finali del processo, solleva tre questioni fondamentali che vanno affrontate, in particolare: cosa è esattamente un “processo prolungato”, quali sono le “circostanze o eventi finali”, e quando le tappe intermedie sono “collegate alla concretizzazione” dell’evento finale.

Il corpo del Regolamento non fornisce, infatti, una definizione puntuale di processo prolungato, limitandosi a indicare che questo “è inteso a concretizzare” o “determina una particolare circostanza o evento”, con tappe intermedie “collegate alla concretizzazione della circostanza o dell’evento futuri”.

Nei considerando 67 del Regolamento 2024/2809 (il già richiamato *Listing Act*), si legge comunque che “*in un processo prolungato, l’obbligo di comunicazione non dovrebbe riguardare gli annunci di semplici intenzioni, i negoziati in corso o, a seconda delle circostanze, i progressi dei negoziati, ad esempio una riunione tra rappresentanti di società. L’emittente dovrebbe comunicare solo le informazioni relative alle particolari circostanze o al particolare evento che si intendono concretizzare con il processo prolungato o che risultano da quest’ultimo («evento finale»), il prima possibile dopo il verificarsi di tali circostanze o tale evento.*”

Secondo quanto già osservato in dottrina, risulta più agevole identificare cosa non costituisce un processo prolungato. Non rientrano in questa categoria gli eventi “istantanei”, che l’emittente apprende dopo la loro realizzazione o che, pur essendo attesi e prevedibili, non presuppongono “passaggi” concatenati per concretizzarsi. Come è stato detto, essi hanno struttura “binaria”: o esistono, o non esistono, ma in molti casi sussistono elementi di ambiguità⁴⁷.

È anche complesso individuare il momento finale di un processo prolungato. Per esempio, nel caso paradigmatico della fusione il momento “finale” è da individuarsi nell’approvazione del progetto da parte dei CDA, oppure nell’approvazione assembleare?

Istruttivo è quanto si legge nel Considerando 67 “*nel caso di una fusione, la comunicazione dovrebbe avvenire il più presto possibile dopo che la direzione ha assunto la decisione di sottoscrivere l’accordo di fusione, una volta concordati gli elementi essenziali della fusione. In generale, per gli accordi contrattuali si dovrebbe ritenere che l’evento finale*

⁴⁷ M. VENTORUZZO, *Interrogativi preliminari sulla nuova formulazione dell’art. 17 MAR: la nozione di processo prolungato*, in *Riv. soc.*, n. 5-6/2024, p. 1152.

si sia verificato quando le condizioni essenziali di tale accordo sono state concordate.” La formulazione - non a caso - è imprecisa, in quanto, *inter alia*, non agevolmente inquadrabile negli istituti propri del diritto societario.

Fermo quanto precede, la comunicazione dell’informazione privilegiata dovrà avvenire “dopo” che gli eventi o circostanze finali si sono verificati. Tuttavia, nel corso di processi prolungati, non è detto che non si verifichino eventi intermedi considerabili in sé quali “finali”, ed è anche questo argomento che merita approfondimenti e precisazione.

9. L'ELENCAZIONE DELLA BOZZA DEL REGOLAMENTO DELEGATO: UN VERO CASO DI SEMPLIFICAZIONE?

Al fine di apprezzare la portata del *Listing Act* nella materia di cui si discute, ritengo a questo punto opportuno esporre - in estrema sintesi e per sommi capi - le risultanze dell’esercizio di “classificazione” già operato da ESMA nel proprio documento, ora ripreso nella bozza del Regolamento delegato diffusa dalla Commissione UE (a seguito della prima formulazione da parte di ESMA) il 15.12.2025. Per una serie di eventi a formazione progressiva, il testo individua il possibile evento finale, al quale si ricollega l’obbligo di *disclosure* al mercato. L’esercizio è preciso e granulare, e si traduce in un “catalogo”, ovviamente non esaustivo, di possibili casistiche.

ANNEX I – NON-EXHAUSTIVE LIST OF FINAL EVENTS OR FINAL CIRCUMSTANCES (ARTICLE 17(12)(A) MAR)

No	Protracted process	Final events or final circumstances	Moment of disclosure
A		Business strategy	
1	Agreements (including acquisition or disposal of assets or subsidiaries)	Signing of the agreement or equivalent binding act	As soon as possible after signing; if subject to shareholder approval, after decision to submit
2	Mergers	Approval of draft terms of merger	As soon as possible after approval by governing body
3	Major corporate reorganisations	Decision on corporate reorganisation	As soon as possible after final decision
4	Voluntary termination of a material agreement	Decision to terminate	As soon as possible after decision
B		Capital structure, dividends and interest payments	
5	Capital increase	Decision to increase capital	As soon as possible after final decision
6	Issuance of new instruments	Decision to issue	As soon as possible after final decision
7	Share buyback	Decision to carry out buyback	As soon as possible after final decision
8	Conversion of instruments	Decision to convert	As soon as possible after final decision
9	Dividends	Decision to propose dividend or change policy	As soon as possible after decision to submit to shareholders
10	Postponement/cancellation of interest or	Decision to postpone or cancel	As soon as possible after decision

	redemptions		
C		Financial information	
11	Financial reports / interim reports	Acknowledgement or approval	As soon as possible after acknowledgement or approval
12	Forecasts	Acknowledgement or approval	As soon as possible after acknowledgement or approval
D		Corporate governance	
13	Appointment/removal of governing body members or key managers	Decision on appointment/removal	As soon as possible after decision
14	Amendments to articles/by-laws	Decision to propose amendments	As soon as possible after decision to submit to shareholders
E		Interventions by public authorities	
15	Application for licence/authorisation	Application submitted	As soon as possible after submission
16	Granting/rejection of licence/authorisation	Notification received	As soon as possible after notification
17	Withdrawal of licence/authorisation	Notification received	As soon as possible after notification
18	Application for recognition of IP rights	Application submitted	As soon as possible after submission
19	Recognition of IP rights	Notification of recognition or refusal	As soon as possible after final notification
20	Application to commercialise a product	Application submitted	As soon as possible after submission
21	Authorisation to commercialise a product	Notification received	As soon as possible after notification
22	Medical/clinical trials	Conclusion of trials	As soon as possible after conclusion
23	Authorisation to commercialise medical/pharmaceutical products	Final decision received	As soon as possible after decision
24	Participation in public procurement	Award of contract	As soon as possible after notification
25	Pre-insolvency / restructuring proceedings	Decision to enter proceedings or agreements	As soon as possible after decision or signing
26	Insolvency	Decision to file	As soon as possible after decision
F		Credit institutions, insurance and reinsurance	
27	Supervisory review (SREP)	Final supervisory decision	As soon as possible after notification
28	Reduction of own funds	Authorisation decision	As soon as possible after notification
29	Resolution action preparation	Decision to take resolution action	As soon as possible after publication
30	Insolvency proceedings (national law)	Decision of authority	As soon as possible after notification
G		Legal proceedings, sanctions and delisting	
31	Administrative proceedings	Final decision	As soon as possible after notification
32	Precautionary judicial measures	Decision by authority or court	As soon as possible after notification
33	Judicial proceedings	Decision by authority or court	As soon as possible after notification
34	Sanction proceedings	Decision on sanction	As soon as possible after notification
35	Delisting	Decision on delisting	As soon as possible after final decision or notice

Ognuna delle casistiche indicate potrebbe prestarsi a commenti ed annotazioni⁴⁸. È opportuno chiedersi se questo complesso esercizio, peraltro effettivamente utile, configuri un caso di semplificazione della normativa oppure se si tratti di una, seppur limitata, forma di deregolamentazione. È anche opportuno interrogarsi su quali potrebbero essere ulteriori aspetti da considerarsi in futuro nel caso in cui, nel nuovo “vento semplificatorio”, si decida rimettere mano al regolamento sugli abusi di mercato.

Quanto al primo profilo, il risultato più diretto delle modifiche in fase di perfezionamento è *l'eliminazione di un obbligo* già imposto dalla normativa previgente: con riferimento alle fasi intermedie dei processi prolungati, infatti non è più richiesta la comunicazione al mercato delle informazioni privilegiate che risultano dalle predette fasi intermedie, ma resta *immodificata la nozione generale di informazione privilegiata* che continua dunque a rilevare, esattamente come prima della novella, i divieti di insider trading. In questa prospettiva si può dunque ritenere che la modifica non costituisca un vero caso di semplificazione, quanto piuttosto di circoscritta deregolamentazione: un obbligo che prima sussisteva, viene ora meno. In proposito, vale anche osservare come la novella risponda all'esigenza di allineare gli effetti concreti della regolamentazione con i suoi obiettivi, stante gli esiti insoddisfacenti della regola previgente (v. *supra*).

Quanto agli *effetti* della novella, essa li produce limitatamente ad un profilo specifico, ma lascia intatto (salve altre modifiche marginali, che qui non interessano) il rimanente impianto della disciplina MAR: in particolare *non* incide sul dovere degli emittenti di identificare prontamente, di gestire e di comunicare le informazioni privilegiate, in quanto dovere funzionale alla prevenzione dell'*insider trading* e anche degli obblighi di disclosure, salvo per l'appunto il solo, circoscritto profilo della comunicazione e limitatamente alle fasi intermedie dei processi prolungati. Sotto questo profilo, la modifica semplifica unicamente il regime della disclosure, lasciando intatto il resto dell'impianto normativo.

Un ulteriore effetto di questo intervento (di cui, sino ad ora, si è parlato poco o nulla) pare peraltro destinato ad estendersi a valle, sul piano dei regimi nazionali che integrano il quadro del MAR: per l'Italia, il riferimento corre, naturalmente, alle Linee Guida Consob in materia di gestione di informazioni privilegiate, a al noto sistema, che ne discende, volto a suggerire agli emittenti di identificare e gestire anche le informazioni “rilevanti”, per tali intendendosi quelle che potrebbero evolvere in informazioni privilegiate. L'esercizio che, sul piano prettamente organizzativo è stato indotto in capo agli emittenti in base alle suddette Linee Guida, e che – se non fosse affidato ad uno strumento di *soft law* – potrebbe anche configurarsi come un caso di *goldplating* nazionale, parrebbe perdere di pregnanza alla luce delle modifiche normative, le quali “allontanano” per così dire il momento della diffusione dell'informazione nei processi prolungati alla *conclusione* dei processi stessi.

Pochi, sino ad ora, hanno peraltro rilevato un ulteriore effetto (forse non del tutto voluto) del fenomeno

⁴⁸ Cfr. ad esempio, con insistente riferimento alle difficoltà di applicare l'elenco al modello dualistico di stampo tedesco, H.-D. ASSMANN, *op. cit.*

in atto: mediante questo primo tentativo di identificazione dei processi prolungati, e delle relative fasi, l'ordinamento europeo compie, per la prima volta, un notevole passo in avanti nel senso della pre-definizione, seppur in via non esaustiva, di un possibile catalogo di informazioni privilegiate: un approccio che, come noto, connota l'analoga disciplina della disclosure degli emittenti negli Stati Uniti d'America, ma dal quale l'Unione ha sempre rifuggito, ritenendolo del tutto incompatibile con un approccio più ampio e meno tassonomico, volto a mantenere saldamente ancorata la disciplina della disclosure ad un rigido paradigma di informazione *continua*. Seppur indirettamente, questo effetto (forse indesiderato) si legge piuttosto bene in quanto si sta verificando. In questo caso - l'incrinatura di un vero e proprio *totem* - si potrebbe allora ritenere che il sistema stia evolvendo, attraverso la lente della semplificazione o della (limitata) deregolamentazione, verso una più profonda revisione dei propri assunti di base: forse un caso di *unintended effect*, forse un caso di circolazione (inconsapevole?) di modelli. La semplificazione/deregolamentazione in atto potrebbe insomma segnare il passo verso una più profonda rivisitazione dei fondamenti stessi della disciplina, anche se, al momento, questa evoluzione pare poco realistica.

10. QUESTIONI DI METODO.

Queste ultime considerazioni arrivano per così dire al cuore della questione. Una volta posto l'obiettivo di rendere meno onerosa, di "semplificare" la disciplina della disclosure dell'informazione privilegiata, come si dovrebbe procedere? Sono sufficienti uno o più interventi granulari e specifici, o è opportuno procedere oltre?

In questo frangente storico, il legislatore UE ha guardato ad un aspetto specifico, per quanto rilevante, della disciplina, facendo per così dire marcia indietro e riportando il sistema ad una situazione non lontana da quella che connotava l'assetto rinvenibile nel vigore della Direttiva MAD del 2003. Trascura, però, di interrogarsi su molte altre questioni fondamentali, in particolare sull'effettiva opportunità di mantenere l'attuale nozione di informazione privilegiata, dalla quale discendono tutte le implicazioni di cui si sta discutendo, e ben oltre. Si trascura, insomma, di valutare un intervento organico sulle nozioni di base, trascurando il fatto che le questioni dalle quali derivano le maggiori complessità in materia di disciplina delle informazioni privilegiate, attengono, quantomeno:

(i) ai contorni incerti degli elementi definitivi, in particolare per quanto riguarda la "precisione" dell'informazione e la nozione di "investitore ragionevole";

(ii) alle mai risolte incertezze interpretative ed applicative che derivano dai limiti posti alla divulgazione selettiva delle informazioni, ed alle relative eccezioni, con particolare riguardo alla circolazione infragruppo delle informazioni privilegiate, anche nel contesto dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento;⁴⁹

(iii) alla nozione di "pubblicità" dell'informazione, mai chiarita nella sua duplice dimensione: da un lato,

⁴⁹ Sul punto v. le Q&As emanate dalla Consob, https://www.consob.it/documents/1912911/1921350/QeA_20210318.pdf/ef8548a0-f84c-fac7-93aa-6850b551d39a

la “pubblicità” intesa come risultato dell’adempimento degli obblighi di *disclosure* posti in capo agli emittenti; dall’altro lato, la pubblicità intesa come situazione di fatto che sottrae una data informazione ai divieti di insider trading (questione, quest’ultima, recentemente sottoposta al vaglio della Corte di giustizia in via interpretativa, nel caso C-229/24, e oggetto del parere dell’avvocato generale Kokott);

(iv) infine, dalle persistenti divergenze sul piano nazionale, sia in punto di applicazione, sia in punto di interpretazione delle nozioni de quo, come ben mostra il dibattito sulle casistiche che riguardano limiti e condizioni dell’acquisto di azioni proprie, o il problema del c.d. “insider di sé stesso”⁵⁰.

Orbene, stupisce che, dopo svariati decenni dall’introduzione delle prime regole in materia (che affondano le loro radici negli anni ’80 del Secolo Scorso), sussistano ancora tante incertezze su elementi definitori fondamentali. In questo senso, la riforma del *Listing Act*, per quanto da accogliersi con favore, è un piccolo intervento di manutenzione del sistema.

Di fronte a questioni di tale portata, viene insomma da chiedersi se l’approccio casistico e granulare adottato sia, effettivamente, il giusto modo di procedere: senza nulla togliere all’utilità pratica della novella legislativa, a noi pare che sarebbero maturi i tempi per una riconsiderazione più coraggiosa di molti assunti, anche fondamentali, della materia, da realizzarsi (anche) mediante un robusto intervento sulle definizioni e sulle categorie di base. Non si tratta, peraltro, di un problema limitato al MAR. Osservando quanto si sta verificando in questo periodo⁵¹, il problema diviene questione di metodo più generale e, a nostro giudizio, la risposta alla domanda è negativa: l’approccio casistico *non* è metodologicamente robusto.

Proprio le riflessioni sul dibattito in corso, lette nel contesto della riforma del MAR ad opera del *Listing Act*, mostrano che la semplificazione della normativa finanziaria dell’UE non può procedere senza un serio sforzo volto a migliorare e chiarire tassonomie e definizioni. Vi sono, a giudizio di chi scrive, due tecniche principali per raggiungere questo risultato: il primo è ripensare la normativa finanziaria con un “approccio dall’alto verso il basso”, più frutto di esercizi intellettuali, che può trarre vantaggio da prospettive intellettuali diverse e stimolanti, compresa l’analisi economica. Il secondo consiste nell’adozione di un “approccio bottom-up”: la rifusione della normativa UE sui mercati dei capitali dovrebbe innanzitutto basarsi su una solida analisi comparatistica dello stato dell’arte dell’applicazione e dell’interpretazione delle leggi UE a livello nazionale, tra gli Stati membri, che attesti come *nella pratica*, e in relazione a un determinato problema/questione *specific*, la

⁵⁰ V. M. VENTORUZZO, *Qualche nota sul cosiddetto “insider di sé stesso” alla luce del Regolamento UE sugli abusi di mercato*, in *Rivista delle società*, 2018, fasc. 6, p. 739 ss.; S. LOMBARDO, *OPA, informazione privilegiata e insider di se stessi (nota a TAR Lazio, sez. Roma, 10 luglio 2012, n. 6257)*, in *Le Società*, 2013, n. 1, p. 50 ss. S. LOMBARDO, *L’insider di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, vol. 45, n. 4, p. 666–691; S. LOMBARDO, *Some Reflections on the Self-Insider and the Market Abuse Regulation – The Self-Insider as a Monopoly-Square Insider*, in *ECCI Law Working Paper* n. 512/2020, 29 aprile 2020, disponibile su https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/lombardofinal.pdf.

⁵¹ V. il grande *package* sulla semplificazione delle regole di mercato (*Market integration package*), recentemente approvato dalla Commissione Europea: https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en

legislazione UE viene attuata, interpretata e applicata. Occorre dunque individuare una “tradizione comune” o un “terreno comune” tra gli Stati membri, prestando particolare attenzione all’interpretazione e alle prassi nazionale e, in particolare, alla giurisprudenza nazionale: questo dovrebbe essere un presupposto indispensabile per qualsiasi semplificazione o codificazione. Questo approccio “dal basso verso l’alto” dovrebbe prendere avvio considerando, secondo il tipico e più classico metodo comparatistico, come il diritto nazionale “risponde” a problemi specifici, collegando la legislazione dell’UE alle tradizioni giuridiche nazionali e cercando di verificare come il diritto dell’UE sia applicato in modo concreto nei singoli ordinamenti.

Il ricorso al metodo del diritto comparato, sebbene difficile e dispendioso in termini di energia, pare necessario per raggiungere una comprensione comune e un livello di convergenza sufficientemente accettati nell’Unione, nonché come presupposto per intraprendere ulteriori azioni, siano esse di (declamata) semplificazione o di deregolamentazione. Un approccio dall’alto verso il basso, come si intravede in alcuni dei più recenti contributi, pur molto pregevole, rischia invece di portare a una maggiore frammentazione: le tradizioni giuridiche nazionali, applicate dalle amministrazioni e dalle Corti nazionali, finiranno per agire alla stregua di anticorpi, rifiutando di cedere completamente il passo a nozioni stabilite a un livello teorico o sovranazionale che non si adattano bene alle loro tradizioni giuridiche.

Il confronto tra le tradizioni nazionali e la ricerca di un terreno comune è un passo necessario nel processo di semplificazione del diritto dell’UE: riducono il rischio di frammentazione interpretativa, di regimi nazionali divergenti e la necessità di *soft law* inflazionistica e di altri strumenti di interpretazione caso per caso. Riducono inoltre la necessità di ricorrere al controllo giurisdizionale: un fenomeno che si sta (pericolosamente) accentuando nel contesto del diritto finanziario dell’Unione, e che sottopone la Corte di giustizia ad una mole di contenzioso fino a pochi anni fa inimmaginabile. Seguendo un approccio comparatistico, il suggerimento punta in ultima analisi all’individuazione di tradizioni comuni tra gli Stati membri, in senso non lontano dal metodo adottato dalla stessa Corte di giustizia nelle proprie decisioni⁵², il tutto come condizione per meglio supportare il processo di revisione in atto della normativa finanziaria UE.

11. CONCLUSIONI.

Invocare la “semplificazione” del diritto dell’Unione in materia di mercati finanziari è atteggiamento che riflette un’ansia profondamente radicata nell’architettura giuridica dell’Unione: conciliare la densità tecnica della regolamentazione con l’esigenza costituzionale di chiarezza, coerenza e proporzionalità. Come discusso in queste pagine, la semplificazione non può essere equiparata alla mera deregolamentazione; è disciplina

⁵² Cfr., *ex multis*, K. LENAERTS, “The European Court of Justice and the Comparative Law Method” (2017) 2 *European Review of Private Law* 297–312.

metodologica, e non slogan politico. Ciò che è in gioco non è il numero di norme, ma la qualità dell'ordinamento giuridico: la comprensibilità, la coerenza e la proporzionalità della sua struttura.

Semplificazione, deregolamentazione, codificazione ecc. sono spesso confusi, ma operano su piani distinti. Se questi termini non vengono utilizzati in modo coerente, la semplificazione rischia di essere un alibi per un pericoloso arretramento della regolamentazione. Se concepita correttamente, è invece il processo che potrebbe rendere le norme più facili da interpretare e applicare, senza indebolire le garanzie sostanziali. Il suo obiettivo diviene epistemico: ripristinare la trasparenza e l'ordine in un panorama normativo frammentato.

La semplificazione senza un solido metodo giuridico è però intervento puramente cosmetico. La complessità della legislazione finanziaria richiede un approccio strutturato basato su tre principi: rigore terminologico, coerenza interna e convalida empirica. Questi principi garantiscono che qualsiasi misura di semplificazione rafforzi, anziché minare, l'integrità normativa dell'*acquis*. La sfida consiste nel tradurre questi principi nella pratica legislativa, attraverso una redazione più chiara, la riduzione delle sovrapposizioni e la revisione sistematica dell'enorme corpus legislativo, in particolare (ma non soltanto) l'immane apparato degli strumenti di *soft law*.

Al centro del problema si colloca però, a nostro giudizio, la tassonomia concettuale. Le enormi ambiguità nelle definizioni di base – “strumenti finanziari”, “organismi di investimento collettivo”, “informazione privilegiata”, a tacer di moltissimo altro – minano l'intera sovrastruttura del diritto finanziario dell'UE, in quanto generano incertezze interpretative, e l'eccessivo ricorso a strumenti para-legislativi di *soft law*. Le divergenze tra gli Stati membri sul significato dei termini chiave generano inefficienze, incoraggiano il forum shopping e invitano all'attivismo giudiziario.

La semplificazione deve quindi partire (anche, anzi soprattutto) dal basso: affinare i concetti, allineare le definizioni e ricostruire le tassonomie.

Già oggi, utilizzando l'ampio corpus di linee guida, Q&As e sentenze della Corte UE, quali strumenti diagnostici, i legislatori potrebbero, ad esempio, rivedere i testi di livello 1 per integrare la prassi interpretativa direttamente nel quadro normativo. Questo esercizio non ridurrebbe la complessità, ma la convertirebbe in trasparenza.

Ed è proprio in questo contesto che risiede il ruolo fondamentale del diritto comparato. Un metodo solido, attento all'applicazione delle regole a livello nazionale, inclusa ovviamente la giurisprudenza, e alle prassi di mercato, trasformerebbe la semplificazione in un esercizio di confronto tra giurisdizioni diverse, che creerebbe convergenza anziché imporre una illusoria uniformità.

Il metodo andrebbe applicato quantomeno a tre livelli: (i) tassonomico (sul quale ci siamo maggiormente soffermati); (ii) istituzionale, volto inter alia a ridurre le asimmetrie tra *hard* e *soft law*; (iii) metodologico, in quanto l'approccio comparatistico dovrebbe essere utilizzato sia *ex-ante* (valutazioni di impatto), sia *ex-post* (valutazione degli effetti delle norme prodotte).

Siffatto impegno metodologico ha anche implicazioni costituzionali. La semplificazione non è solo un compito tecnico, ma una manifestazione del dovere dell'Unione di legiferare in modo comprensibile per coloro che sono soggetti alla sua autorità.

In questo modo la “semplificazione” potrebbe tradursi in benefici permanenti; essa non può basarsi su campagne episodiche o “pacchetti omnibus”, ma richiede una revisione istituzionalizzata, e meccanismi di controllo che trasformino la semplificazione da promessa politica a disciplina giuridica duratura. È necessario imparare a misurare costantemente la coerenza, la leggibilità e l'efficacia dei testi come elementi integranti della qualità normativa. La vicenda del Regolamento MAR e del continuo oscillare del legislatore UE tra una e l'altra scelta, nella convinzione che sia sufficiente riportare l'orologio all'indietro per risolvere un problema, mostrano quanto sia necessario invocare il rispetto di questi criteri.

Attualmente, gran parte del dibattito sulla necessità di “semplificare” sembra pervaso da un certo senso di confusione, che riflette sicuramente una certa urgenza del momento. Anche considerando l'elevata sensibilità politica della discussione, sarebbe però consigliabile astenersi dal procedere in direzioni che mancano di solidità in termini di chiarezza e metodologia, poiché il risultato finale di qualsiasi iniziativa di asserita “semplificazione” potrebbe rivelarsi più intricato rispetto al quadro originario. Senza obiettivi chiari e una metodologia solida, il rischio è che la semplificazione si traduca in un mosaico di misure, forse anche efficaci, ma incapaci di risolvere le questioni strutturali che l'attuale agenda dell'UE (non ancora del tutto chiara) intende affrontare.

In conclusione, la semplificazione andrebbe intesa non soltanto come l'arte della sottrazione (di cui il *Listing Act* costituisce esempio emblematico), ma come l'arte del significato. Essa mira a rendere l'ordinamento giuridico dei mercati dei capitali dell'UE comprensibile e affidabile: in grado di guidare il comportamento senza oscurarne la logica. Il suo 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. Il processo di semplificazione così concepito potrà allora costituire la base costituzionale di un *legal reasoning in action* per fornire adeguata risposta alla domanda: "Vado, ma dove?".