

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE

PAOLO MENGOLZI

presentate il 26 ottobre 2006<sup>1</sup>

**I — Introduzione**

1. Nel presente procedimento, la Corte viene investita dal *Symvoulio tis Epikrateias* (Consiglio di Stato) (Grecia) di una questione pregiudiziale vertente sull'interpretazione delle disposizioni della direttiva del Consiglio 13 novembre 1989, 89/592/CEE, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*)<sup>2</sup>.

2. Più precisamente, la Corte è indotta ad interpretare le nozioni di detenzione e di «sfruttamento» di un'informazione privilegiata ai sensi della direttiva 89/592.

1 — Lingua originale: il francese.

2 — GU L 334, pag. 30.

**II — Contesto normativo**

*A — La normativa comunitaria*

3. Considerata l'importanza del ruolo svolto dal mercato secondario dei valori mobiliari nel finanziamento degli operatori economici, il quarto 'considerando' della direttiva 89/592 enuncia che il buon funzionamento di tale mercato dipende in larga misura dalla fiducia che esso ispira agli investitori.

4. Il quinto 'considerando' della direttiva 89/592 precisa che tale fiducia si basa, fra l'altro, sul fatto che agli investitori si garantisce la parità delle condizioni e la protezione dall'uso illecito dell'informazione privilegiata.

5. Ai termini dell'art. 1, n. 1, della direttiva 89/592, per «informazione privilegiata» si intende «un'informazione che non è stata resa pubblica, che ha un carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori mobiliari».

— a motivo della loro partecipazione nel capitale dell'emittente, oppure

— per il fatto di avere accesso a questa informazione a motivo del loro lavoro, della loro professione e delle loro funzioni,

6. Secondo il n. 2 del medesimo articolo, i «valori mobiliari» sono definiti, in particolare, come comprensivi delle azioni e obbligazioni, nonché dei valori assimilabili alle azioni e obbligazioni quando essi sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato e sorvegliato da autorità riconosciute dai poteri pubblici, funzionante in modo regolare e direttamente o indirettamente accessibile al pubblico.

di acquisire o di cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente i valori mobiliari dell'emittente o degli emittenti interessati da questa informazione, sfruttando consapevolmente tale informazione privilegiata.

7. L'art. 2 della direttiva 89/592 prevede quanto segue:

«1. Ciascuno Stato membro vieta alle persone che dispongono di un'informazione privilegiata:

2. Quando le persone di cui al paragrafo 1 sono società o altre persone giuridiche, il divieto previsto da tale paragrafo si applica alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere alla transazione per conto della persona giuridica in questione.

— a motivo della loro qualità di membri degli organi di amministrazione, di direzione o di sorveglianza dell'emittente,

3. Il divieto di cui al paragrafo 1 si applica a qualsiasi acquisizione o cessione di valori mobiliari effettuate con l'intervento di un intermediario professionista.

Ciascuno Stato membro può prevedere che tale divieto non si applichi alle acquisizioni o cessioni di valori mobiliari effettuate senza l'intervento di un intermediario professionista, al di fuori di un mercato del tipo di quello definito all'articolo 1, punto 2) in fine.

(...».

8. L'art. 3 della direttiva 89/592 impone agli Stati membri di vietare alle persone che sono soggette ai divieti di cui all'art. 2 della medesima direttiva e che dispongono di un'informazione privilegiata:

«a) di comunicare tale informazione privilegiata a un terzo se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni;

b) di raccomandare a un terzo, in base a tale informazione privilegiata, di acquisire o cedere o di far acquisire o cedere da un terzo valori mobiliari ammessi alla negoziazione sui suoi mercati di valori mobiliari del tipo di quello definito all'articolo 1, punto 2) in fine».

9. L'art. 4 della direttiva 89/592 dispone che gli Stati membri impongano il divieto di cui all'art. 2 di tale direttiva anche a qualsiasi persona, diversa da quelle indicate in tale disposizione, che consapevolmente sia in

possesso di un'informazione privilegiata, l'origine diretta o indiretta della quale potrebbe essere soltanto una persona di cui al medesimo art. 2.

10. L'art. 6 della direttiva 89/592 consente che gli Stati membri possano stabilire disposizioni più severe di quelle previste dalla direttiva medesima o disposizioni supplementari, purché dette disposizioni abbiano un'applicazione generale.

11. L'undicesimo 'considerando' della direttiva 89/592 precisa che, «poiché l'acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo stesso acquisto o cessione non costituisce di per sé una utilizzazione di un'informazione privilegiata».

12. Il dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592 ricorda che «l'operazione effettuata da una persona in possesso di informazioni privilegiate implica lo sfruttamento di un'informazione privilegiata» e che pertanto «occorre considerare che il fatto di procedere a transazioni, allo scopo di stabilizzare il prezzo di valori mobiliari di recente emessi o negoziati nell'ambito di un'offerta secondaria, non costituisce di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata».

B — *La normativa nazionale*

13. L'art. 1 del decreto presidenziale greco n. 53/1992, relativo alle operazioni connesse ad informazioni privilegiate e che dà attuazione alla direttiva 89/592 (in prosieguo: il «decreto n. 53/1992»), in vigore all'epoca dei fatti, dispone che il decreto è inteso a conformare la legislazione in materia di Borsa valori alla suddetta direttiva.

14. Gli artt. 2, 3, 4 e 5 del decreto n. 53/1992 riprendono rispettivamente gli artt. 1, 2, 3 e 4 della direttiva 89/592.

15. Il decreto n. 53/1992 non stabilisce disposizioni che attribuiscono una più ampia portata alle nozioni e ai divieti di cui alla direttiva 89/592. La Repubblica ellenica non si è quindi avvalsa della possibilità offerta dall'art. 6 della direttiva 89/592.

16. L'art. 11 del decreto n. 53/1992 prevede che, in caso di violazione delle disposizioni dell'art. 3, nn. 1 e 2, e degli artt. 4 e 5 del decreto, al di fuori delle sanzioni di cui all'art. 30 nn. 1 e 3, della legge n. 1806/1988, la commissione per il mercato dei capitali infligge un'ammenda dell'ammontare di almeno GRD 10 milioni e fino a

GRD 1 miliardo, o di ammontare pari al quintuplo del profitto ricavato da chi ha sfruttato le informazioni privilegiate.

17. L'art. 30 della medesima legge prevede sanzioni penali anche per i detentori di informazioni riservate che facciano un uso illecito di queste ultime.

18. Peraltro, l'art. 34 della legge n. 3632/1928 prevede una pena detentiva e un'ammenda fino a GRD 50 000, o l'una o l'altra di tali pene, per chiunque, allo scopo di ricavare un illecito profitto, utilizzi consapevolmente mezzi idonei ad ingannare il pubblico per influenzare i valori della Borsa.

19. Inoltre, l'art. 72, n. 1, della legge n. 1969/1991 dispone che chiunque divulga consapevolmente, attraverso la stampa o in qualsiasi altro modo, informazioni false o inesatte, le quali possano influire sul corso di uno o più valori mobiliari negoziati in Borsa, è punito con una pena detentiva e un'ammenda fino a GRD 100 milioni.

20. Infine, l'art. 76, n. 10, della medesima legge prevede che, fatta salva l'applicazione delle disposizioni penali in materia, la

commissione per il mercato dei capitali è competente a infliggere ammende fino a un ammontare di GRD 100 milioni alle imprese che violano le disposizioni di legge sul mercato dei capitali o le decisioni della suddetta commissione.

### **III — Controversia nella causa principale e questione pregiudiziale**

21. All'inizio del 1996, il sig. Georgakis e alcuni suoi familiari, indicati dal giudice del rinvio come il «gruppo Georgakis», erano i principali azionisti della società Parnassos. La Parnassos e la sua controllata, la società Syrios AVEE, detenevano la maggioranza delle azioni, tutte nominative, della società ATEMKE. La maggior parte dei membri del gruppo Georgakis sedevano nel consiglio di amministrazione delle società Parnassos e ATEMKE, in cui svolgevano funzioni direttive.

22. I membri del gruppo Georgakis decidevano di sostenere il valore del titolo della società Parnassos, su proposta dei loro consulenti finanziari. Al fine di possedere la maggioranza prevista dalla legislazione greca per adottare tale delibera in assemblea generale, essi convenivano di acquistare azioni per raggiungere il 75% del capitale della suddetta società, al fine di imporre tale delibera agli altri azionisti.

23. Tra il mese di maggio e il mese di dicembre 1996, i membri del gruppo Georgakis effettuavano transazioni su azioni delle società Parnassos e ATEMKE. Essi vendevano alla società Parnassos azioni della società ATEMKE e acquistavano, con la liquidità così ricavata, azioni della Parnassos. Nell'ottobre 1996, quest'ultima cedeva 835 000 azioni della società ATEMKE alla Merrill Lynch Capital Markets plc, con una clausola di riscatto che non veniva comunicata al mercato. Tale operazione consentiva alla Parnassos di finanziare a breve termine l'acquisto di azioni proprie, destinando a garanzia le azioni della controllata ATEMKE.

24. La commissione per il mercato dei capitali infliggeva al sig. Georgakis un'ammenda di un importo totale pari a GRD 70 milioni, per il fatto di avere partecipato alle transazioni descritte al precedente paragrafo delle presenti conclusioni detenendo un'informazione privilegiata pervenutagli direttamente, in qualità di azionista e direttore delle suddette società, o indirettamente, tramite altre persone che occupavano posti direttivi nelle società in questione, in violazione dell'art. 3, n. 1, e degli artt. 4 e 5 del decreto n. 53/1992. Il sig. Georgakis si opponeva all'avviso di accertamento.

25. In primo grado, il Trimeles Dioikitiko Protodikeio (Tribunale amministrativo di primo grado) di Livadia dichiarava in particolare che il sig. Georgakis aveva sfruttato

un'informazione privilegiata relativa a transazioni tra i membri del gruppo Georgakis destinate ad aumentare artificialmente il volume di scambio delle azioni della società Parnassos, per dare un'immagine ingannevole del loro valore, non rapportabile al valore che sarebbe stato raggiunto se tali operazioni non fossero state realizzate. Il giudice di primo grado confermava quindi l'ammenda inflitta dalla commissione per il mercato dei capitali.

26. Adito in appello dal sig. Georgakis, il Dioikitiko Efeteio Peiraios (Corte amministrativa d'appello del Pireo) accoglieva il ricorso dell'interessato e annullava la sentenza di primo grado, nonché l'avviso di riscossione.

27. Tale giudice dichiarava che la decisione di comminare l'ammenda era illegittima in quanto le disposizioni della direttiva 89/592, trasposte nell'ordinamento giuridico interno mediante il decreto n. 53/1992, si applicano ad operazioni effettuate tra detentori delle informazioni privilegiate e investitori terzi e presuppongono lo sfruttamento di un'informazione privilegiata, mentre, in caso di acquisto o di cessione di un numero elevato di azioni previamente concordato tra due persone, l'esistenza di tale informazione è inconcepibile, in quanto entrambe conoscono la finalità e le circostanze inerenti alla transazione. Il Dioikitiko Efeteio Peiraios dichiarava quindi che, se l'acquisto e la cessione di un numero elevato di azioni

previamente concordati tra due persone non poteva essere considerato, di per sé, il risultato dello sfruttamento di un'informazione privilegiata, le manipolazioni che il ricorrente aveva effettuato con i membri del gruppo Georgakis non rientravano nell'ambito di applicazione della suddetta direttiva e del suddetto decreto n. 53/1992.

28. L'amministrazione tributaria ricorreva in cassazione contro tale sentenza dinanzi al Symvoulío tis Epikrateias (Consiglio di Stato ellenico).

29. Dalle informazioni contenute nell'ordinanza di rinvio del Symvoulío tis Epikrateias risulta che le transazioni effettuate tra i membri del gruppo Georgakis erano state previamente concordate e che tali membri sapevano che il valore delle azioni della società Parnassos si era modificato sotto l'influenza di una domanda artificiosa da essi stessi creata, la quale si basava su un finanziamento di ampia portata che utilizzava varie modalità.

30. A proposito della qualifica dei comportamenti in questione come ipotesi di sfruttamento di informazioni privilegiate, il giudice del rinvio ha considerato che l'interpretazione delle disposizioni della direttiva 89/592 richiesta dalla controversia nella causa principale non era priva di ragionevoli dubbi, in particolare per quanto riguarda le nozioni di informazione privilegiata e di persona che

dispone di informazioni privilegiate, nonché la portata del divieto imposto a tale persona di effettuare determinate operazioni. Pertanto, il Symvoulio tis Epikrateias ha deciso di sospendere il giudizio e di sottoporre alla Corte la seguente questione pregiudiziale:

#### V — Esame della questione pregiudiziale

«Se, nel caso in cui vengano effettuate, tra persone o gruppi di persone aventi qualcuna delle qualità di cui all'art. 2, n. 1, della (...) direttiva (...) 89/592/CEE, transazioni di borsa previamente concordate che sfociano in una rivalutazione o in un artificioso aumento del prezzo dei valori mobiliari trasferiti, coloro che effettuano le transazioni di cui trattasi siano considerati o no persone che dispongono di informazioni privilegiate ai sensi degli artt. 1 e 2 della direttiva di cui sopra, di modo che tali loro operazioni ricadano nel divieto, disposto con gli artt. 2, 3 e 4 di tale direttiva, di sfruttamento di informazioni privilegiate».

32. In via preliminare, occorre sottolineare alcuni elementi che, dalla lettura della questione pregiudiziale e dell'ordinanza di rinvio, risultano pacifici.

33. Anzitutto, i fatti di causa, intervenuti nel 1996, si sono svolti sotto il vigore della direttiva 89/592 e della normativa greca che le dà attuazione. Pertanto, alla Corte non si chiede direttamente di interpretare le disposizioni della direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 28 gennaio 2003, 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)<sup>3</sup>, che, entrata in vigore il 12 aprile 2003, ha abrogato lo stesso giorno la direttiva 89/592, conformemente ai suoi artt. 20 e 21.

#### IV — Procedimento dinanzi alla Corte

31. Il convenuto nella causa principale, i governi greco e italiano nonché la Commissione delle Comunità europee hanno presentato osservazioni scritte alla Corte, conformemente all'art. 23 dello Statuto della Corte di giustizia. Tali parti sono inoltre state sentite durante l'udienza svoltasi il 13 luglio 2006, ad eccezione del governo italiano, che non era rappresentato.

34. È altresì pacifico che i membri del gruppo Georgakis rientrano nell'ambito di applicazione *ratione personae* della direttiva 89/592 e della normativa nazionale che le dà attuazione, in ragione della loro qualità di membri degli organi di amministrazione o di

3 — GU L 96, pag. 16.

direzione delle società Parnassos e ATEMKE, o in ragione della loro partecipazione nel capitale di tali società.

35. D'altro canto, le azioni oggetto delle transazioni controverse nella causa principale costituiscono valori mobiliari, conformemente alla definizione di cui all'art. 1, n. 2, della direttiva 89/592.

36. Infine, dall'esposizione dei fatti del giudice a quo emerge che le transazioni effettuate tra le persone in causa e previamente concordate hanno avuto l'effetto di far aumentare artificiosamente il prezzo dei valori mobiliari negoziati.

37. Ciò premesso, con la questione posta dal giudice del rinvio invita la Corte è, in sostanza, invitata a indicare se persone suscettibili di essere considerate come persone in possesso di informazioni privilegiate ai sensi della direttiva 89/592, detengano e sfruttino un'informazione privilegiata, ai sensi della detta direttiva, per il solo fatto di concludere transazioni di borsa precedentemente concordate, che comportano un aumento artificioso del prezzo dei valori mobiliari ceduti.

38. Occorre ricordare, anzitutto, che la direttiva 89/592 non vieta la detenzione in sé di un'informazione privilegiata da parte

delle persone indicate all'art. 2, n. 1, di tale direttiva bensì lo sfruttamento consapevole di tale informazione privilegiata<sup>4</sup>. La Corte l'ha peraltro ricordato nella sentenza Verdonck e a.<sup>5</sup>

39. Risulta in particolare dall'art. 2, n. 1, della direttiva 89/592 che lo sfruttamento di un'informazione privilegiata presuppone necessariamente l'esistenza materiale di tale informazione. L'informazione privilegiata deve quindi essere preesistente al suo sfruttamento. Pertanto, può sfruttare un'informazione privilegiata solo una persona che, anzitutto, la possiede precedentemente, a prescindere dal fatto che sia una persona in possesso di informazioni privilegiate cosiddetta «primaria», ossia che presenta una delle qualità elencate all'art. 2, n. 1, della direttiva 89/592, o una persona in possesso di informazioni privilegiate cosiddetta «secondaria», considerata all'art. 4 della detta direttiva.

40. Le parti che hanno presentato osservazioni alla Corte hanno dedotto tesi contrapposte sulla questione se persone che hanno effettuato transazioni quali quelle di cui alla causa principale detengano un'informazione privilegiata, ai sensi della direttiva 89/592, il cui sfruttamento è vietato dalla medesima direttiva.

4 — Art. 2, n. 1, della direttiva 89/592.

5 — Sentenza 3 maggio 2001, causa C-28/99 (Racc. pag. I-3399, punto 29).

41. Sia per il sig. Georgakis, convenuto nella causa principale, che per la Commissione, una situazione come quella di cui alla causa a qua non rientra nell'ambito di applicazione della direttiva 89/592.

42. Secondo il sig. Georgakis, la direttiva 89/592 mira ad escludere la possibilità per le persone che, in ragione delle loro funzioni, detengono un'informazione privilegiata, di sfruttarla a loro vantaggio e a scapito dei terzi con cui trattano. Pertanto, una delle condizioni cui è subordinata l'applicazione di tali disposizioni è che la controparte del detentore dell'informazione privilegiata ignori tale informazione. Ciò non si verificherebbe nella causa principale. Infatti, in tale causa, tutti i contraenti che partecipano alla transazione in questione sono codetentori, ma anche creatori, di un'informazione comune relativa al titolo borsistico. Di conseguenza, da un lato, tale informazione cessa di essere privilegiata per quanto li riguarda, e, dall'altro, la conoscenza privilegiata dell'uno non può essere sfruttata a spese degli altri.

43. La Commissione ritiene che dai fatti, quali sono esposti dal giudice del rinvio, non emerge che informazioni privilegiate abbiano indotto i membri del gruppo Georgakis a concludere le transazioni in questione. Al contrario, essa rileva che tali transazioni sono state realizzate in base alla decisione del gruppo Georgakis di sostenere il valore del titolo della società Parnassos, su proposta dei suoi consulenti finanziari. Pertanto, siffatte transazioni non equivalgono di per sé all'utilizzo di un'informazione privilegiata. La Commissione aggiunge che le transazioni

fondate sulla decisione di alcuni membri del consiglio di amministrazione di un emittente di sostenere il valore di un titolo in borsa rientrerebbero nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/6, dato che quest'ultima riguarda le operazioni di manipolazione del mercato, direttiva che tuttavia non è applicabile nella fattispecie.

44. I governi ellenico e italiano sostengono invece che una situazione come quella di cui alla causa principale rientra nell'ambito di applicazione della direttiva 89/592.

45. Il governo ellenico insiste sul fatto che gli scambi concordati di azioni della medesima società o gli acquisti e le cessioni fittizie tra le stesse persone al fine di aumentare la negoziabilità e il prezzo delle azioni costituiscono un'informazione di importanza decisiva, il cui sfruttamento può avere un serio impatto sulla trasparenza del mercato. L'elemento decisivo dell'informazione privilegiata in possesso dei membri di un gruppo che hanno concluso un accordo consiste nel fatto di sapere che l'attuale valore del titolo deriva da un aumento artificiale della domanda da parte degli stessi membri del gruppo e non da un'evoluzione o da una prospettiva di evoluzione favorevole dei parametri finanziari della società in questione, e che evidentemente non è il risultato di una maggiore negoziabilità del titolo quotato in Borsa. Secondo il suddetto governo, la nozione di detenzione di un'informazione privilegiata ingloba non solo l'acquisizione di tale informazione, ma anche la sua creazione. L'applicazione della legislazione relativa alle

operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate non è esclusa quando le persone che sfruttano l'informazione privilegiata sono all'origine della stessa. In udienza, il governo ellenico ha aggiunto che una situazione come quella della causa principale potrebbe costituire sia sfruttamento di un'informazione privilegiata che manipolazione del mercato.

46. Il governo italiano considera in sostanza che, alla luce degli obiettivi della direttiva 89/592 di creare la massima trasparenza nel funzionamento dei mercati finanziari e di garantire la parità tra gli investitori, anche le persone che abbiano deciso un'operazione o una serie di operazioni di sostegno artificioso del valore di un titolo in Borsa devono essere collocate tra i detentori della relativa informazione, ossia il programma di vendita e acquisto di valori mobiliari, previamente concordato, destinato a sostenere artificialmente il valore di un titolo quotato in borsa all'insaputa del pubblico. Secondo il detto governo, tale programma costituisce indubbiamente, ai sensi della suddetta direttiva, un'informazione privilegiata, il cui sfruttamento è vietato.

47. Si può quindi osservare come le parti che hanno partecipato all'udienza sono concordi nel ritenere che le operazioni effettuate dal gruppo Georgakis rientrino nella pratica cosiddetta «painting the tape».

48. Nel mondo finanziario e della Borsa, tale pratica viene generalmente definita come quella con cui alcuni investitori effettuano tra loro una serie di transazioni su determinati valori mobiliari, creando l'illusione di un volume di affari elevato e di un interesse significativo degli investitori per tali valori, atto ad indurre gli investitori terzi ad acquistare i valori mobiliari in questione e quindi a consentire un aumento del loro corso<sup>6</sup>.

49. Per i motivi esposti nei successivi paragrafi delle presenti conclusioni, sono incline a ritenere, alla luce degli elementi di fatto in mio possesso, che una situazione quale quella descritta dal giudice del rinvio non rientri nell'ambito di applicazione della direttiva 89/592.

50. Occorre ricordare che l'art. 2, n. 1, della direttiva 89/592 vieta lo sfruttamento consapevole dell'informazione privilegiata. A mio parere, «lo sfruttamento consapevole» dell'informazione è caratterizzato dalla presenza di due elementi distinti. Da un lato, un elemento psicologico e, dall'altro, un elemento materiale. L'elemento psicologico consiste nell'intenzione o nella decisione di sfruttare scientemente l'informazione di cui

6 — V., in particolare, le definizioni che compaiono sui siti Internet [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) e [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

si conosce la natura privilegiata. L'elemento materiale è costituito dalla messa in atto di tale intenzione o decisione mediante transazioni relative a valori mobiliari effettuate direttamente o tramite un intermediario finanziario<sup>7</sup>.

89/592. Dall'ordinanza di rinvio non emerge neanche che la proposta dei consulenti finanziari del gruppo Georgakis sia stata avanzata sul fondamento di un'informazione privilegiata ai sensi della medesima direttiva.

51. Pertanto, dato che, come ho sottolineato al precedente paragrafo 39, l'esistenza dell'informazione privilegiata, per definizione, precede lo sfruttamento della stessa, l'informazione privilegiata deve precedere sia l'elemento psicologico dello sfruttamento di tale informazione, ossia l'intenzione o la decisione di sfruttarla, che il suo elemento materiale, cioè la messa in atto di tale intenzione o decisione.

53. Pertanto, in una fattispecie come quella in esame nella causa principale, le persone che hanno effettuato le transazioni in questione, in linea di principio, non possono aver sfruttato un'informazione privilegiata, dato che l'esposizione dei fatti effettuata dal giudice del rinvio non consente di individuare l'informazione privilegiata che li avrebbe indotti a compiere tali operazioni.

52. Orbene, dall'esposizione dei fatti contenuta nell'ordinanza di rinvio emerge che la decisione dei membri del gruppo Georgakis, risalente all'inizio del 1996, di procedere a transazioni dirette a «sostenere» il valore delle azioni della società Parnassos, è stata adottata in seguito a una proposta dei loro consulenti finanziari. Pertanto, in mancanza di altre precisazioni sui fatti, non sembra che la decisione dei membri del gruppo Georgakis sia stata adottata sulla base di un'informazione privilegiata, ai sensi della direttiva

54. Inoltre, la tesi dei governi intervenienti, i quali asseriscono, in sostanza, che la decisione dei membri del gruppo Georgakis di concludere transazioni intese a sostenere artificiosamente il valore dei titoli all'insaputa del pubblico costituisce, di per sé, un'informazione privilegiata il cui sfruttamento è loro vietato, non mi convince.

7 — A tale proposito è irrilevante che i due elementi, psicologico e materiale, si realizzino in momenti molto vicini nel tempo, o pressoché simultaneamente. D'altro canto, l'elemento psicologico dello sfruttamento di un'informazione di cui si conosce il carattere privilegiato non presuppone l'intenzione di realizzare un profitto.

55. Infatti, ritengo che la possibilità di considerare la decisione stessa dei membri del gruppo Georgakis di concludere le

transazioni di cui trattasi nella causa principale come se fosse, di per sé, un'informazione privilegiata, sia esclusa dal principio soggiacente all'undicesimo e al dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592.

sione preliminare di procedere alle transazioni in questione non può essere considerata di per sé un'informazione privilegiata.

56. Ricordo che, secondo l'undicesimo 'considerando' della direttiva 89/592, «poiché l'acquisizione o la cessione di valori mobiliari implica necessariamente una decisione preliminare di acquisire o di cedere da parte della persona che procede ad una di queste operazioni, il fatto di effettuare questo stesso acquisto o cessione non costituisce di per sé una utilizzazione di un'informazione privilegiata».

59. Sostenere la tesi opposta significherebbe impedire agli investitori e alle società emittenti di valori mobiliari o ai loro organismi di attuare le proprie decisioni di procedere alle transazioni in questione, gettando su tali operatori il sospetto che essi sfruttino un'informazione privilegiata allorché procedono a tali transazioni. Questa interpretazione nuocerebbe indubbiamente al buon funzionamento del mercato dei valori mobiliari. Orbene, non è sicuramente questo l'obiettivo perseguito dalla direttiva 89/592.

57. Quanto al dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592, esso sottolinea che «l'operazione effettuata da una persona in possesso di informazioni privilegiate implica lo sfruttamento di un'informazione privilegiata» e che, pertanto, «occorre considerare che il fatto di procedere a transazioni, allo scopo di stabilizzare il prezzo di valori mobiliari di recente emessi o negoziati nell'ambito di un'offerta secondaria, non costituisce di per sé un'utilizzazione di un'informazione privilegiata».

60. È vero che una fattispecie come quella in esame nella causa principale non è del tutto assimilabile a quelle previste dall'undicesimo e dal dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592.

58. Orbene, a mio parere, si devono interpretare tali 'considerando' nel senso che, nelle due situazioni sopra indicate, la deci-

61. Tuttavia, non credo che il legislatore comunitario, limitandosi a menzionare le due situazioni citate nell'undicesimo e nel dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592, abbia voluto considerare che, a contrario, in tutte le altre situazioni, compresa una situazione quale quella in esame

nella causa principale, la decisione preliminare di effettuare transazioni su valori mobiliari debba essere ritenuta, di per sé, un'informazione privilegiata.

menzionata al dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592.

62. Risulta quindi poco persuasivo l'argomento in tal senso del governo italiano, secondo cui l'undicesimo 'considerando' della direttiva 89/592, dal momento che menziona solo l'acquisizione «o» la cessione di valori mobiliari, non riguarderebbe le situazioni in cui viene effettuata una pluralità di operazioni di borsa e, pertanto, si dovrebbe ritenere che, per questo motivo, le operazioni effettuate dal gruppo Georgakis costituiscano uno sfruttamento di informazione privilegiata. Infatti, l'uso della congiunzione «o» al detto undicesimo 'considerando' non mi sembra esclusivo, quanto piuttosto esemplificativo, come sembra confermare l'impiego, al plurale, del termine «transazioni» al dodicesimo 'considerando' della medesima direttiva.

64. Mi sembra invece che l'undicesimo e il dodicesimo 'considerando' della direttiva 89/592 siano intesi ad illustrare il principio secondo cui la decisione preliminare di effettuare transazioni su valori mobiliari non costituisce, di per sé, un'informazione privilegiata.

65. Siffatta decisione può però costituire l'elemento intenzionale dello sfruttamento di un'informazione privilegiata quando la decisione si fonda su di essa. Inoltre, in presenza di transazioni scaglionate nel tempo, l'intervento di un'informazione privilegiata, atta a modificare la decisione inizialmente adottata dagli investitori, può far sì che le transazioni realizzate dopo aver preso conoscenza di tale informazione, ed utilizzandola, costituiscano sfruttamento dell'informazione stessa ai sensi della direttiva 89/592.

63. Inoltre, ritengo che neanche il fatto che le transazioni controverse sono state previamente concordate comporti necessariamente che la decisione del gruppo Georgakis dev'essere considerata un'informazione privilegiata. Infatti, il criterio della pianificazione anticipata di operazioni di borsa vale, quanto meno, anche nella situazione in cui si progetti una (vera e propria) stabilizzazione del prezzo dei valori mobiliari, che è appunto

66. Tuttavia, come ho già detto, alla luce dei fatti esposti dal giudice del rinvio, non rilevo la presenza di un'informazione privilegiata

nella fattispecie in esame nella causa principale.

67. Ritengo che tale valutazione non possa essere rimessa in discussione dall'argomento dei governi intervenienti secondo cui gli obiettivi di trasparenza del mercato e di pari opportunità tra gli investitori, perseguiti dalla direttiva 89/592, devono consentire di attrarre una fattispecie come quella in esame nella causa principale nell'ambito di applicazione della direttiva 89/592.

68. Se pure il giudice comunitario abbia fatto spesso ricorso al metodo di interpretazione teleologica delle disposizioni di atti comunitari, ritengo che ciò non consenta, nella fattispecie, di ampliare l'ambito di applicazione *ratione materiae* della direttiva 89/592 alla luce degli obiettivi molto generici enunciati nei 'considerando' di tale direttiva. Infatti, anche se la fattispecie in esame nella causa principale nuoce sicuramente al buon funzionamento del mercato, l'approccio suggerito dai governi intervenienti equivarrebbe ad ignorare le condizioni inerenti all'applicabilità della direttiva 89/592, segnatamente quelle relative all'esistenza di un'informazione privilegiata che si colloca all'origine

dello sfruttamento, nella sua dimensione volontaria e materiale, di tale informazione.

69. Inoltre, l'ambito di applicazione di un atto comunitario è normalmente definito dalle disposizioni dell'atto stesso e non può, in linea di principio, essere esteso a situazioni diverse da quelle ch'esso ha inteso disciplinare<sup>8</sup>. Orbene, nel caso di specie, non sembra che la direttiva 89/592 abbia inteso disciplinare una situazione riconducibile alla pratica cosiddetta «painting the tape» e, più in generale, alla manipolazione del mercato.

70. A tale proposito, voglio sottolineare che, con l'adozione della direttiva 2003/6, che persegue gli stessi obiettivi di trasparenza e di integrità del mercato della direttiva 89/592<sup>9</sup>, il legislatore comunitario ha appunto voluto, sostituendo quest'ultima e includendo nell'ambito di applicazione della nuova direttiva la lotta contro la manipolazione del mercato, far progredire l'armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri sanzionando i comportamenti che, in base all'esperienza, possono scuotere la fiducia del

8 — V., a proposito di un regolamento, sentenza 12 dicembre 1985, causa 165/84, Krohn (Racc. pag. 3997, punto 13 e giurisprudenza *ivi* citata).

9 — V., in particolare, i 'considerando' 2, 11, 12, 15, 27, 41 e 43 della direttiva 89/592.

pubblico e, pertanto, pregiudicare il buon funzionamento dei mercati<sup>10</sup>.

71. Orbene, ai sensi dell'art. 1, n. 2, lett. a), della direttiva 2003/6, per «manipolazione del mercato» si intendono in particolare le operazioni o ordini di compravendita che consentano, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono in collaborazione, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale, a meno che la persona che ha compiuto le operazioni o che ha conferito gli ordini di compravendita dimostri che le sue motivazioni per compiere tali operazioni o ordini sono legittime e che dette operazioni o ordini sono conformi alle prassi di mercato ammesse sul mercato regolamentato in questione. In tale definizione sembrano quindi rientrare le pratiche come quella detta «painting the tape»<sup>11</sup>.

10 — V, in tal senso, tredicesimo 'considerando' della direttiva 2003/6. V., inoltre, undicesimo 'considerando' della medesima direttiva, il quale precisa che «[i]l vigente quadro giuridico comunitario a tutela dell'integrità del mercato è incompleto».

11 — A tale riguardo, si può rilevare che, nella proposta di direttiva, la Commissione aveva suggerito di corredare la definizione di «manipolazione di mercato» di esempi precisi, allegati al testo della proposta di direttiva, diretti ad agevolare l'interpretazione di tale definizione. Nella rubrica «Manovre intese a creare l'apparenza di attività» della sezione B dell'allegato figurava anche la pratica del «painting the tape» [v. proposta di direttiva del 30 maggio 2001, COM(2001) 281 def., pag. 25]. A causa dell'opposizione del Parlamento europeo all'uso del metodo di «comitatologia», previsto dalla proposta di direttiva, per modificare le disposizioni dell'allegato (v., al riguardo, relazione della commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento, documento A5/2002/69 del 27 febbraio 2002), il testo definitivo adottato dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea non contiene alcun allegato.

72. Alla luce del processo legislativo comunitario nel settore degli abusi di mercato<sup>12</sup>, ritengo che non possa accogliersi l'argomento dei governi intervenienti consistente nell'ampliare l'ambito di applicazione della direttiva 89/592 o, secondo la sfumatura utilizzata dal governo ellenico in udienza, «nel dare [a quest'atto] un'interpretazione più elastica», di modo che essa vieti pratiche come quelle in discussione nella causa principale.

73. Infatti, l'impostazione dei governi intervenienti equivarrebbe ad ignorare la frammentarietà del quadro normativo comunitario esistente al momento dell'applicazione della direttiva 89/592, attribuendo a quest'ultima una portata tale da usurpare la competenza residuale degli Stati membri di disciplinare e sanzionare le manipolazioni del mercato.

74. Voglio peraltro sottolineare che, all'epoca dei fatti, la Repubblica ellenica<sup>13</sup>, al pari della grande maggioranza degli Stati membri, disciplinava e sanzionava penalmente le pratiche di manipolazione del mercato<sup>14</sup>.

12 — Secondo la direttiva 2003/6, costituiscono abusi di mercato sia le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate che la manipolazioni del mercato.

13 — V., segnatamente, art. 34 della legge n. 3632/1928, citato al paragrafo 18 delle presenti conclusioni.

14 — Sembra che solo la Repubblica d'Austria e il Regno di Svezia, nonché, in misura minore, il Regno dei Paesi Bassi, non sanzionino le manipolazioni del mercato.

## **VI — Conclusione**

75. Alla luce delle considerazioni che precedono, propongo alla Corte di risolvere come segue la questione pregiudiziale sottoposta dal Symvoulio tis Epikrateias:

«Persone o gruppi di persone aventi una delle qualità di cui all'art. 2, n. 1, della direttiva del Consiglio 13 novembre 1989, 89/592/CEE, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (insider trading), che effettuino transazioni di borsa previamente concordate che sfociano in un aumento artificioso del prezzo dei valori mobiliari ceduti, non devono essere considerate persone che dispongono di informazioni privilegiate ai sensi dell'art. 2 della suddetta direttiva».