



Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
MELCHIOR WATHELET
presentate il 18 dicembre 2014¹

Causa C-628/13

Jean-Bernard Lafonta
contro
Autorité des marchés financiers (AMF)

[domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dalla Cour de cassation (Francia)]

«Ravvicinamento delle legislazioni — Servizi finanziari — Direttiva 2003/6/CE — Nozione di “informazione privilegiata” — Informazione “a carattere preciso” — Direttiva 2003/124/CE — Influenza potenziale in un senso determinato sui prezzi degli strumenti finanziari»

I – Introduzione

1. La presente domanda di pronuncia pregiudiziale, depositata dalla Cour de cassation (Francia) presso la cancelleria della Corte il 2 dicembre 2013, verte sull'interpretazione dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)², nonché dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato³.

2. La questione sollevata dal giudice del rinvio s'inserisce nell'ambito di una controversia tra il sig. Lafonta e l'Autorità dei mercati finanziari (AMF) avente ad oggetto un'operazione finanziaria che ha consentito alla Wendel SA (in prosieguo: la «Wendel»), il cui comitato direttivo era presieduto, all'epoca dei fatti del procedimento principale, dal sig. Lafonta, di acquisire una partecipazione significativa nel capitale della società Saint-Gobain. L'AMF ha ritenuto che il sig. Lafonta, omettendo di comunicare al pubblico l'informazione in merito alla realizzazione di tale operazione, abbia violato le disposizioni nazionali relative alla divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate e gli ha inflitto una sanzione pecuniaria di EUR 1,5 milioni.

1 — Lingua originale: il francese.

2 — GU L 96, pag. 16.

3 — GU L 339, pag. 70. Va rilevato che, ai sensi dell'articolo 37 del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6 e le direttive 2003/124, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU L 173, pag. 1), le direttive 2003/6 e 2003/124 sono abrogate con effetto al 3 luglio 2016. Va tuttavia sottolineato che l'articolo 7 del regolamento n. 596/2014, intitolato «Informazioni privilegiate», riprende il contenuto tanto dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 quanto dell'articolo 1 della direttiva 2003/124 e specifica l'ambito di applicazione di tale nozione.

II – Diritto dell'Unione

A – La direttiva 2003/6

3. Conformemente all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6:

«Ai fini della presente direttiva si intende per:

- 1) “informazione privilegiata”, un'informazione che ha un carattere preciso, che non è stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi.

(...)».

4. L'articolo 2 di tale direttiva così recita:

«1. Gli Stati membri vietano alle persone di cui al secondo comma che dispongono di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono.

Il primo comma si applica a chiunque possieda tali informazioni:

- a) a motivo della sua qualità di membro degli organi di amministrazione, di direzione o di controllo dell'emittente, ovvero
- b) a motivo della sua partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero
- c) per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero
- d) in virtù delle proprie attività criminali.

2. Quando le persone di cui al paragrafo 1 sono persone giuridiche, il divieto previsto dallo stesso paragrafo si applica anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere all'operazione per conto della persona giuridica in questione.

3. Il presente articolo non si applica alle operazioni effettuate per garantire l'esecuzione di un obbligo di acquisizione o di cessione di strumenti finanziari diventato esigibile quando quest'obbligo risulta da un accordo concluso prima che la persona interessata fosse in possesso di un'informazione privilegiata».

5. Ai sensi dell'articolo 6, paragrafi 1 e 2, della suddetta direttiva:

«1. Gli Stati membri dispongono che gli emittenti di strumenti finanziari comunichino al pubblico, al più presto possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detti emittenti.

(...)

2. Un emittente può, sotto la propria responsabilità, ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate di cui al paragrafo 1, al fine di non pregiudicare i suoi legittimi interessi, a condizione che tale omissione non possa fuorviare il pubblico e che l'emittente sia in grado di assicurare la riservatezza delle informazioni stesse. Gli Stati membri possono esigere che l'emittente informi senza indugio l'autorità competente della decisione di ritardare la divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate».

B – *La direttiva 2003/124*

6. L'articolo 1 della direttiva 2003/124, intitolato «Informazioni privilegiate», dispone quanto segue:

«1. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE, si ritiene che un'informazione abbia carattere preciso se si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi di strumenti finanziari o di strumenti finanziari derivati connessi.

2. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE, per “informazione [...] che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi” si intende un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

III – **Procedimento principale e questione pregiudiziale**

7. Tra il mese di dicembre 2006 e il mese di giugno 2007 la Wendel stipulava con quattro istituti di credito (in prosieguo: le «banche») contratti di «Total Return Swaps» (swaps di trasferimento di rendimento totale; in prosieguo: i «TRS»), i quali avevano come attività sottostanti azioni della società Saint-Gobain, posto che le banche avevano acquistato, ai fini della loro copertura, un totale di 85 milioni di titoli Saint-Gobain.

8. Per tutta la durata dei contratti, la Wendel era tenuta a versare alle banche un corrispettivo e percepiva dalle stesse l'importo dei dividendi relativi alle azioni Saint-Gobain. Al momento della liquidazione dei contratti, che poteva avvenire alla scadenza prevista o anticipatamente su iniziativa della Wendel, bisognava calcolare la differenza tra il «prezzo di riferimento», corrispondente al valore del titolo al momento della costituzione dei TRS, e il «prezzo di liquidazione», corrispondente al valore del titolo alla data della liquidazione. In caso di plusvalenza, questa veniva attribuita alla Wendel, mentre, in caso di minusvalenza, la Wendel era tenuta a versare la differenza alla banca.

9. Parallelamente alla conclusione dei TRS, la Wendel otteneva dalle banche e da un altro istituto di credito contributi finanziari per un importo totale vicino a quello dei TRS.

10. Il 3 settembre 2007, la Wendel decideva di liquidare progressivamente i TRS e acquistava, tra tale data e il 27 novembre 2007, più di 66 milioni di azioni corrispondenti al 17,6% del capitale della società Saint-Gobain; fra il 26 settembre 2007 e il 26 marzo 2008, dichiarava indi all'AMF il superamento delle soglie del 5%, del 10%, del 15% e del 20% del capitale della Saint-Gobain.

11. L'AMF riteneva che, sebbene il comitato direttivo della Wendel avesse ufficialmente deliberato il 3 settembre 2007 di trasformare l'esposizione economica sulla Saint-Gobain in detenzione fisica di titoli di quest'ultima società, gli elementi contenuti nella relazione della direzione delle indagini e della vigilanza dei mercati dell'AMF sulle condizioni dell'aumento di capitale della Saint-Gobain da parte

della Wendel e la concomitanza fra la firma dei contratti di TRS e il conseguimento, sempre da parte della Wendel, di finanziamenti che le consentivano, a termine, di acquistare i titoli Saint-Gobain ceduti dalle banche nell'ambito della liquidazione dei TRS mostrassero che la volontà di acquisire una partecipazione significativa nel capitale della società Saint-Gobain sussisteva fin dall'inizio e che questo era il fine in vista del quale l'operazione era stata messa in atto.

12. Pertanto, l'AMF contestava alla Wendel e al sig. Lafonta di non aver comunicato al pubblico le principali caratteristiche dell'«operazione finanziaria» predisposta dalla Wendel e «destinata a consentirle di acquisire una partecipazione significativa nel capitale della società Saint-Gobain» «entro il 21 giugno 2007, data in cui erano stati conclusi tutti i TRS con gli istituti bancari», e di non aver comunicato al pubblico, prima di essere assoggettati all'obbligo di dichiarazione di superamento al rialzo della soglia del 5%, l'informazione privilegiata consistita nella «realizzazione, da parte della Wendel, dell'operazione descritta sopra, al fine di acquisire una partecipazione sostanziale nel capitale della società Saint-Gobain».

13. Con decisione del 13 dicembre 2010, la commissione delle sanzioni dell'AMF riteneva fondati tali addebiti e infliggeva alla Wendel e al sig. Lafonta una sanzione pecuniaria pari a EUR 1,5 milioni.

14. Il sig. Lafonta ha proposto ricorso dinanzi alla cour d'appel di Parigi, la quale ha confermato la decisione dell'AMF. Il sig. Lafonta ha impugnato tale sentenza in cassazione dinanzi al giudice del rinvio.

15. Secondo il sig. Lafonta, l'informazione è «precisa» solo quando consente a chi la detiene di prevedere il senso in cui varierà il prezzo del titolo dell'emittente interessato, una volta che tale informazione sarà resa pubblica. Egli sostiene che solo un'informazione che consenta di prevedere se il prezzo del titolo di cui trattasi salirà o scenderà consente a chi la detiene di sapere se comprare o vendere e, di conseguenza, gli procura un vantaggio rispetto a tutti gli altri operatori del mercato che la ignorano. Aggiunge che, nel caso di specie, era impossibile prevedere le eventuali conseguenze, al rialzo o al ribasso, sul prezzo del titolo Wendel della divulgazione dell'informazione relativa all'acquisizione di una partecipazione di tale società nel capitale della società Saint-Gobain.

16. L'AMF replica che un siffatto requisito travalica il tenore letterale delle direttive 2003/6 e 2003/124, le quali non fanno menzione del senso del possibile effetto dell'informazione sul prezzo degli strumenti finanziari che ne sono oggetto. Essa ritiene che la «distinzione fra informazione precisa e informazione imprecisa risieda nella potenzialità dell'effetto dell'informazione sul mercato, nel senso che ogni informazione relativamente alla quale sia possibile concludere che, se divulgata, sarebbe idonea a comportare una variazione dei prezzi costituisce per ciò solo un'informazione precisa; tale caratteristica deve essere completata dalla dimostrazione dell'influenza sensibile che l'evento in questione potrebbe avere sul prezzo del titolo».

17. Sulla scorta di tali circostanze, la Cour de cassation ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte la seguente questione pregiudiziale:

«Se l'articolo 1, punto 1, della direttiva [2003/6] e l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva [2003/124] debbano essere interpretati nel senso che possono costituire informazioni a carattere preciso ai sensi di tali disposizioni solo quelle informazioni dalle quali sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che, una volta rese pubbliche, la loro influenza potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi si eserciterà in un senso determinato».

IV – Procedimento dinanzi alla Corte

18. Il sig. Lafonta, i governi francese, ceco, tedesco, italiano e polacco nonché la Commissione europea hanno presentato osservazioni scritte. Il sig. Lafonta, i governi francese e polacco e la Commissione hanno formulato osservazioni orali all'udienza che si è tenuta il 13 novembre 2014.

V – Analisi

A – Osservazioni preliminari

19. La questione posta dal giudice del rinvio verte sulla nozione di «informazione privilegiata», come definita all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, e in particolare sul «carattere preciso» di una tale informazione, come definito all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124.

20. Come risulta dal suo titolo, la direttiva 2003/6 mira a contrastare l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato.

21. Al fine di raggiungere tali obiettivi, la direttiva 2003/6 contiene segnatamente, all'articolo 2, paragrafo 1, il divieto di abusare di informazioni privilegiate⁴, ossia di utilizzare a scopi illeciti informazioni privilegiate⁵, e, all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, l'obbligo per gli emittenti di strumenti finanziari di comunicare al pubblico, al più presto possibile, le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detti emittenti. Inoltre, l'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 prevede che gli Stati membri impongano misure o sanzioni amministrative⁶ ai responsabili del mancato rispetto, inter alia, degli articoli 2, paragrafo 1, e 6, paragrafo 1, primo comma⁷.

22. Conformemente ai suoi considerando 2 e 12, la direttiva 2003/6 vieta dunque l'abuso di informazioni privilegiate allo scopo di tutelare l'integrità dei mercati finanziari e di accrescere la fiducia degli investitori, una fiducia che riposa, in particolare, sul fatto che essi sono posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate⁸. Il legislatore dell'Unione europea ritiene, come indicato al considerando 15 della direttiva 2003/6, che l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato siano di ostacolo alla reale e piena trasparenza del mercato, che è il requisito fondamentale perché tutti gli operatori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati. Il primo periodo del considerando 24 della direttiva 2003/6 precisa che una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato, mentre la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari⁹.

4 — Al punto 48 della sentenza Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806), la Corte ha statuito che «[i]l divieto degli abusi di informazioni privilegiate di cui all'art. 2, n. 1, della direttiva 2003/6 è volto (...) a garantire la parità dei partecipanti ad una transazione di borsa evitando che uno di loro, che detiene un'informazione privilegiata e si trova, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito dell'altro, che tale informazione ignora».

5 — V. sentenza Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punto 33 e la giurisprudenza ivi citata).

6 — Tali misure e sanzioni amministrative sono adottate dagli Stati membri «[f]atto salvo il diritto [dei medesimi] di imporre sanzioni penali». V. articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6.

7 — A tal proposito, gli Stati membri sono tenuti a garantire che tali misure siano efficaci, proporzionate e dissuasive (v. articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2003/6).

8 — V. sentenza Spector Photo Group e Van Raemdonck (EU:C:2009:806, punto 47).

9 — V. parimenti, nello stesso senso, sentenza Geltl (EU:C:2012:397, punto 34).

23. Ne consegue che la nozione di «informazione privilegiata», come definita all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, è una nozione chiave che riveste un'importanza fondamentale alla luce del ruolo centrale ad essa attribuito nell'ambito degli articoli 2, paragrafo 1, e 6, paragrafo 1, primo comma, di tale direttiva. Inoltre, l'obbligo degli Stati membri di irrogare sanzioni ai sensi dell'articolo 14, paragrafo 1, della suddetta direttiva richiede che la definizione di tale nozione sia chiara e conforme ai requisiti della certezza del diritto.

24. I fatti da cui trae origine il procedimento principale attengono all'obbligo, di cui all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, della direttiva 2003/6, di comunicare al pubblico, al più presto possibile, le informazioni privilegiate. Tale obbligo, cosiddetto «positivo»¹⁰, imposto agli emittenti di strumenti finanziari, mira a garantire la trasparenza necessaria per soddisfare gli obiettivi di detta direttiva¹¹.

25. L'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 enuncia i quattro elementi essenziali di un'informazione privilegiata, menzionando, in primo luogo, il carattere preciso, in secondo luogo, il fatto che essa non sia stata resa pubblica, in terzo luogo, la relazione diretta o indiretta con uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari e, in quarto luogo, la capacità di influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari¹².

26. Allo scopo di accrescere la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, tra i quali figurano gli emittenti di strumenti finanziari, la direttiva 2003/124 offre una definizione più precisa di due dei quattro elementi essenziali della definizione d'informazione privilegiata¹³, ossia il carattere preciso dell'informazione (primo elemento) e l'importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti finanziari derivati connessi (quarto elemento).

27. Al punto 53 della sentenza *Geltl*, la Corte ha statuito che i due elementi costitutivi di un'informazione privilegiata enunciati, rispettivamente, ai paragrafi 1 e 2 dell'articolo 1 della direttiva 2003/124 costituiscono condizioni minime, ciascuna delle quali deve essere soddisfatta affinché un'informazione possa essere considerata «privilegiata» ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6.

28. Inoltre, la Corte ha sottolineato l'autonomia di ciascuno di questi due elementi. La precisione di un'informazione non dipende dalla capacità di quest'ultima di incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari in questione¹⁴. Come ha osservato il governo francese, infatti, «per determinare il carattere preciso dell'informazione, non serve chiedersi se siffatta informazione possa fondare le decisioni di un investitore ragionevole».

29. Rilevo al riguardo che un'informazione «a carattere preciso», in realtà e nella prassi, può spesso influire sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari e costituire dunque un'informazione privilegiata. Tuttavia, è opportuno evidenziare, ancora una volta, che la valutazione del carattere preciso di un'informazione e la sua capacità di influire sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari costituiscono due criteri al tempo stesso obbligatori e giuridicamente distinti.

10 — Invece, l'articolo 2, paragrafo 1, della direttiva 2003/6 impone un obbligo cosiddetto «negativo», quello di astenersi da certi comportamenti sui mercati in caso di detenzione di informazioni privilegiate.

11 — V. paragrafi da 20 a 22 delle presenti conclusioni.

12 — V., nello stesso senso, sentenze *Spector Photo Group* e *Van Raemdonck* (EU:C:2009:806, punto 52), e *Geltl* (EU:C:2012:397, punto 25).

13 — V. considerando 3 della direttiva 2003/124.

14 — V. sentenza *Geltl* (EU:C:2012:397, punto 52).

B – *La nozione di carattere preciso*

30. Ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, si ritiene che un'informazione abbia carattere preciso qualora siano soddisfatti due requisiti cumulativi. Da un lato, l'informazione deve riferirsi ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà. Dall'altro, essa deve essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o di strumenti finanziari derivati ad essi connessi¹⁵.

31. La questione posta dal giudice del rinvio verte sul secondo dei suddetti requisiti ed è diretta ad accertare, in sostanza, se tale requisito debba essere interpretato nel senso che, per avere un «carattere preciso», è necessario che un'informazione consenta di prevedere il senso – al rialzo o al ribasso – di una variazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati.

32. Gli Stati membri che hanno presentato osservazioni scritte e la Commissione concordano sul fatto che debba essere data una risposta negativa a tale questione.

33. Solo il sig. Lafonta suggerisce una risposta diversa, affermando che la parità tra gli investitori sarebbe compromessa solo se chi detiene l'informazione sia in grado di prevedere in che modo il mercato evolverà (al rialzo o al ribasso) quando tale informazione sarà resa pubblica. Solo una simile previsione gli consentirebbe di decidere se comprare o vendere il titolo in questione per conseguire un profitto. In caso contrario, l'investitore correrebbe lo stesso rischio dell'intero mercato nell'intervenire sul titolo di cui trattasi.

34. Emerge chiaramente dall'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/124 che un'informazione, per essere considerata «a carattere preciso», deve avere un carattere sufficientemente concreto¹⁶ o specifico¹⁷ da consentire di trarre conclusioni sul suo possibile effetto sui prezzi degli strumenti interessati.

35. Per contro, va constatato che né l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 né l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/124 contengono uno specifico riferimento a un'informazione che consenta di prevedere il senso – al rialzo o al ribasso – di una variazione del prezzo di tali strumenti¹⁸. È ovvio che una tale informazione costituirebbe un'informazione a carattere preciso¹⁹, ma la questione posta alla Corte è se una simile informazione possa essere considerata dotata di carattere preciso anche senza siffatto elemento.

36. Va ricordato, peraltro, che l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 è redatto in termini molto generali e inclusivi²⁰.

15 — Il primo requisito è stato interpretato dalla Corte nella sentenza *Geltl* (EU:C:2012:397) e non è oggetto della presente domanda di pronuncia pregiudiziale.

16 — La Corte ha utilizzato l'espressione «carattere concreto» al punto 48 della sentenza *Geltl* (EU:C:2012:397).

17 — V. in questo senso, segnatamente, le versioni in spagnolo «suficientemente específico», ceco «dostatečně konkrétní», tedesco «spezifisch genug», inglese «specific enough», italiano «sufficientemente specifica», olandese «specifiek genoeg» e in slovacco «dostatočne konkrétna».

18 — Il governo ceco rileva che, nelle direttive 2003/6 e 2003/124, non vi è alcuna indicazione sulla necessità di determinare il senso in cui potrebbe eventualmente evolvere il prezzo degli strumenti finanziari. Secondo il governo francese, dalla formulazione dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 non risulta affatto «che, per essere considerata precisa, un'informazione debba soddisfare un requisito supplementare, ossia consentire di prevedere il senso della variazione del prezzo degli strumenti finanziari che ne sono oggetto quando sarà resa pubblica».

19 — Una siffatta informazione soddisferebbe il diverso requisito di influenza sensibile enunciato all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124, giacché costituirebbe, a mio avviso, «un'informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

20 — Si ricordi che le direttive 2003/6 e 2003/124 ostano ad una «divulgazione selettiva». V. considerando 24 della direttiva 2003/6.

37. In effetti, l'espressione «conclusioni sul *possibile* effetto»²¹ ha chiaramente una portata molto ampia e non può essere interpretata in modo restrittivo, come se avesse ad oggetto solo informazioni che rendano possibile la determinazione del senso che potrebbe assumere una variazione del prezzo degli strumenti finanziari interessati²².

38. È vero che la suddetta disposizione esclude dalla definizione di «informazione privilegiata» informazioni vaghe o generiche che, mancando di precisione o di specificità, non permettono di trarre alcuna conclusione quanto al loro possibile impatto o effetto sui prezzi degli strumenti interessati²³. Informazioni siffatte sono, per loro natura, inconcludenti e, di conseguenza, inidonee a pregiudicare gli obiettivi della direttiva 2003/6. È dunque opportuno escludere tali informazioni dalla nozione di «informazione privilegiata» al fine di evitare un sovraccarico d'informazioni inutili per i partecipanti al mercato, che rischierebbe, da un lato, di «sommergerli» e, dall'altro, di imporre obblighi eccessivi agli emittenti di strumenti finanziari.

39. Ritengo inoltre che, considerata la difficoltà in numerosi casi di valutare²⁴ *ex ante* se un'informazione possa provocare un rialzo o un ribasso dei prezzi degli strumenti finanziari interessati, la delimitazione della portata della nozione d'informazione «a carattere preciso» alle sole informazioni che consentano di prevedere il senso di una variazione del prezzo di tali strumenti finirebbe con lo svuotare le direttive 2003/6 e 2003/124 di quasi tutta la loro sostanza²⁵. Ciò significherebbe invitare gli emittenti a eseguire una comunicazione selettiva delle informazioni, in violazione degli obiettivi della direttiva 2003/6.

40. Il sig. Lafonta eccepisce tuttavia che la sua posizione trova riscontro nella dottrina del comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (in prosieguo: il «CESR»)²⁶. Infatti, al punto 1.8 di un documento intitolato «Market Abuse directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market», del luglio 2007 (direttiva sugli abusi di mercato, livello 3 – seconda serie di orientamenti e informazioni del CESR

21 — Il corsivo è mio.

22 — V., per analogia, sentenza *Geltl* (EU:C:2012:397, punto 46). Come rilevato dal governo italiano, la direttiva 2003/124, «all'articolo 1, paragrafo 1, seconda frase, fa chiaro riferimento a “conclusioni sul *possibile* effetto [...] sui prezzi” e non “sul *probabile* effetto (...) sui prezzi”». Tale governo ritiene che sia sufficiente verificare se un'informazione possa tecnicamente influire sul prezzo dello strumento finanziario in questione. Secondo il governo tedesco, l'espressione «a carattere preciso» mira «solamente a escludere le informazioni vaghe o accessorie, che non possono ragionevolmente avere alcun effetto sui prezzi e non possono quindi servire da elementi sui cui fondare una valutazione di questi ultimi; per esempio, le voci private su un elemento di fatto costitutivo sufficiente».

23 — Al paragrafo 73 delle sue conclusioni nella causa *Geltl* (EU:C:2012:153), l'avvocato generale Mengozzi osserva che «[l]a direttiva 2003/124 pone soltanto dei requisiti minimi in assenza dei quali una notizia non può essere qualificata precisa e non pretende né, ai fini dell'interpretazione dell'espressione “ragionevolmente ritenere”, un alto livello di probabilità di verifica della circostanza de qua, né che l'informazione sia precisa al punto da trarne delle conseguenze certe o quasi certe sul possibile effetto sull'andamento degli strumenti finanziari in esame o di quelli derivati a loro legati». Nella nota a piè di pagina 16 delle medesime conclusioni, l'avvocato generale Mengozzi aggiunge che una «notizia non sarà, così, precisa qualora un evento sia da reputare *impossibile od improbabile* secondo un criterio di razionalità, mancando la ragionevolezza de qua, poiché è rimasta, ad esempio, *al livello di meri rumeurs, ovvero sia talmente poco specifica da impedire di trarne delle conseguenze* quanto al possibile effetto sull'andamento degli strumenti finanziari in esame o di quelli derivati a loro legati». Il corsivo è mio.

24 — Il governo ceco sostiene che «praticamente nessuno è in grado di prevedere con precisione l'andamento dei prezzi sul mercato finanziario; per dirlo in modo più colloquiale, nessuno dispone di una “sfera di cristallo”».

25 — V., per analogia, sentenza *Geltl* (EU:C:2012:397, punto 47). Secondo il governo polacco, «gli emittenti aggirerebbero facilmente l'obbligo di rendere pubbliche le informazioni privilegiate, di cui all'articolo 6 della direttiva 2003/6, asserendo l'esistenza di possibili differenze circa l'impatto che la divulgazione dell'informazione di cui trattasi produrrebbe sui prezzi degli strumenti finanziari. Tale situazione sarebbe manifestamente contraria agli obiettivi della direttiva 2003/6, ossia di creare condizioni di parità per gli investitori in materia di accesso all'informazione e di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato dei capitali. Parimenti, gli strumenti previsti dalle direttive 2003/6 e 2003/124 allo scopo di contrastare la frode sul mercato sarebbero gravemente compromessi».

26 — Il CESR è stato istituito con decisione 2001/527/CE della Commissione, del 6 giugno 2001 (GU L 191, pag. 43). Ai sensi dell'articolo 2 di tale decisione, come modificato dall'articolo 1 della decisione 2004/7/CE della Commissione, del 5 novembre 2003 (GU L 3, pag. 32), il CESR «ha il compito di assistere la Commissione, in particolare nella preparazione di progetti di misure di esecuzione nel settore dei valori mobiliari, compresi gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), sia su richiesta della Commissione, entro un termine che la Commissione può fissare in funzione dell'urgenza della questione in esame, che di propria iniziativa». Detta decisione 2001/527 è stata abrogata dalla decisione 2009/77/CE della Commissione, del 23 gennaio 2009, che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (GU L 25, pag. 18). L'articolo 2 di tale decisione riprende in sostanza il contenuto dell'articolo 2 della stessa decisione 2001/527.

sull'applicazione comune della direttiva sul mercato; in prosieguo: la «Guida»²⁷, il CESR afferma che un'informazione è sufficientemente precisa, ad esempio, in due circostanze. In primo luogo, quando essa è tale da consentire a un investitore ragionevole di adottare una decisione d'investimento senza correre rischi finanziari o correndo rischi limitati, ossia laddove gli consenta di valutare con certezza in che modo essa, una volta resa pubblica, influirà sul prezzo dello strumento finanziario che ne è oggetto e sugli strumenti finanziari derivati connessi. È il caso di una persona che sia a conoscenza del fatto che un dato emittente sarà oggetto di un'offerta pubblica di acquisto: tale persona può essere certa che il prezzo dell'azione dell'emittente aumenterà quando l'offerta diverrà pubblica. In secondo luogo, un'informazione è sufficientemente precisa se è immediatamente utilizzabile sul mercato²⁸.

41. Innanzitutto va osservato che, al punto 8 del Feedback Statement (verbale) del CESR²⁹ sulla Guida, pubblicato insieme a quest'ultima, il CESR ha indicato che l'obiettivo della Guida era segnatamente quello di fornire esempi di informazioni che potrebbero eventualmente costituire un'«informazione privilegiata». Va osservato che la Guida non è giuridicamente vincolante né può essere invocata per derogare alle disposizioni delle direttive 2003/6 e 2003/124; inoltre, essa è stata pubblicata prima delle sentenze Spector Photo Group e Van Raemdonck (EU:C:2009:806) e Geltl (EU:C:2012:397).

42. Ritengo, conformemente alle osservazioni formulate dalla Commissione in udienza, che il primo esempio di cui al punto 1.8 della Guida sia molto estremo e tratti una situazione rarissima in cui l'informazione è chiara, completa e non lascia spazio ad alcun dubbio. Com'è stato sottolineato dalla Commissione, un simile grado di certezza non è evidentemente necessario affinché un'informazione possa essere considerata privilegiata. Inoltre, la Commissione ha correttamente rilevato che il punto 1.15 della Guida contiene altri esempi di eventi, che confortano la mia tesi secondo la quale un'informazione sul senso della variazione del prezzo non è necessaria ai fini della nozione di «informazione privilegiata». L'ottavo trattino del punto 1.15, relativo in particolare all'«acquisto o [alla] vendita di capitale o di attivi importanti», sembra riguardare precisamente le informazioni del caso Lafonta, ossia i TRS. Secondo la Guida, si tratta di un tipico caso d'informazione privilegiata. Inoltre il terzo, il settimo nonché il penultimo trattino del punto 1.15 della Guida contengono anch'essi esempi di «informazioni privilegiate» dove manca ogni deduzione dell'andamento dei prezzi. In conclusione, ammesso che la Guida sia pertinente, mi sembra che il sig. Lafonta non possa invocarla a fondamento della propria tesi.

43. Sono pertanto dell'avviso che gli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 debbano essere interpretati nel senso che si ritiene che un'informazione abbia «carattere preciso» se essa «si riferisce ad un complesso di circostanze esistente o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o ad un evento verificatosi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà» e se consente di trarre conclusioni sul fatto che detto complesso di circostanze o detto evento siano in grado di incidere sulla variazione o fluttuazione del prezzo di strumenti finanziari. Una siffatta informazione deve essere «sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto [delle circostanze o degli eventi] sui prezzi [degli] strumenti finanziari [di cui trattasi]».

44. Non è invece necessario poter dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che, una volta resa pubblica, l'influenza potenziale di tale informazione sui prezzi degli strumenti finanziari che ne sono oggetto si eserciterà in un senso determinato.

27 — CESR/06-562b.

28 — Mi sembra che questo secondo esempio non riguardi il criterio di un'informazione a carattere preciso, ma miri piuttosto a far luce sulla nozione d'influenza sensibile di cui all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124.

29 — CESR/07-402.

C – *L'influenza sensibile sui prezzi*

45. La questione pregiudiziale posta dal giudice del rinvio non fa riferimento alcuno all'influenza «sensibile»³⁰ di un'informazione sui prezzi degli strumenti finanziari interessati. È solo quindi a meri fini di esaustività che, di seguito, tratterò molto brevemente tale requisito.

46. Ricordo, conformemente alle osservazioni della Commissione, che il carattere sensibile o meno dell'influenza che la divulgazione di talune informazioni può avere sui prezzi è irrilevante ai fini della condizione di precisione richiesta all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6³¹. Pertanto, un'informazione, anche se «a carattere preciso», non compromette gli obiettivi delle direttive 2003/6 e 2003/124 se può influire sui prezzi degli strumenti finanziari interessati solamente in modo non sensibile e, di conseguenza, non costituisce «un'informazione che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento» ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124³².

47. L'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124, che verte sull'importanza dell'impatto potenziale di un'informazione sui prezzi degli strumenti finanziari interessati, mira a escludere o a filtrare le informazioni, anche quelle a carattere preciso, che avrebbero un impatto *insignificante* su tali prezzi e che, pertanto, non pregiudicherebbero l'integrità del mercato³³.

48. Così come accade per l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, ritengo che neanche l'articolo 1, paragrafo 2, di tale direttiva sia limitato a un'informazione che consenta di determinare il senso di una variazione del prezzo degli strumenti finanziari che ne sono oggetto. Un'informazione sulla potenziale volatilità di un titolo, qualunque sia il suo senso, potrebbe costituire, in taluni casi, un'informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento.

49. Dal fascicolo presentato alla Corte risulta che esistono meccanismi finanziari che consentono a un investitore di ricavare un profitto in caso di variazione sensibile del prezzo di un titolo, qualunque sia il senso di tale variazione, se sono soddisfatte talune condizioni di mercato.

50. Pertanto, va verificato caso per caso se un'informazione sulla possibilità stessa di una variazione sensibile sia atta a costituire un'informazione che un investitore ragionevole potrebbe utilizzare come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento, anche laddove tale informazione non indichi il senso di tale variazione.

51. Infine, farò riferimento agli esempi di informazioni che ha fornito il governo polacco in udienza, informazioni che, pur non indicando il senso di una possibile variazione dei prezzi, sono nondimeno privilegiate ai sensi delle direttive 2003/6 e 2003/124. Così, il fatto che il presidente, direttore generale di una società nel settore della costruzione, vada in pensione e sia eventualmente sostituito da un dirigente con ampia esperienza nel settore delle telecomunicazioni potrebbe essere un'informazione a

30 — V. articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124.

31 — V. paragrafi 28 e 29 delle presenti conclusioni.

32 — Tanto il paragrafo 2 quanto il paragrafo 1 dell'articolo 1 della direttiva 2003/124 sono redatti in termini generali. Come si evince dal considerando 1 della direttiva 2003/124, un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni disponibili ex ante. Tale considerando 1 aggiunge che, «[n]ell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, [del]l'attendibilità della fonte di informazione, nonché [di] ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato». V. parimenti, nel medesimo senso, il punto 55 della sentenza *Gelt* (EU:C:2012:397).

33 — Tale disposizione può essere considerata come una regola de minimis.

carattere preciso utilizzabile da investitori ragionevoli, dei quali alcuni riterranno che tale sostituzione darà un nuovo slancio alla società, mentre altri saranno dell'opinione che l'assunzione di un dirigente esterno al settore non potrà che indebolirla³⁴. In entrambi i casi, l'informazione dovrà essere comunicata al pubblico, al più presto possibile, ai sensi dell'articolo 6 della direttiva 2003/6.

VI – Conclusione

52. Tenuto conto delle considerazioni che precedono, propongo alla Corte di rispondere nel modo seguente alla questione pregiudiziale sollevata dalla Cour de cassation:

L'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, non devono essere interpretati nel senso che possono costituire informazioni a carattere preciso ai sensi di tali disposizioni solo quelle informazioni dalle quali sia possibile dedurre, con un grado di probabilità sufficiente, che, una volta rese pubbliche, la loro influenza potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi si eserciterà in un senso determinato.

34 — Il governo polacco ha citato anche l'esempio di una società di produzione lattiero-casearia che si trasforma in una società di costruzioni e utilizzi come terreni di costruzione le sue proprietà immobiliari in precedenza destinate alla produzione di latte. Neanche in tal caso l'effetto del cambiamento sull'andamento del prezzo delle azioni della società in questione è prevedibile.