

SENTENZA DELLA CORTE (Grande Sezione)

15 marzo 2022

Nella causa C-302/20,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell'articolo 267 TFUE, dalla Cour d'Appel de Paris (Corte d'appello di Parigi, Francia), con decisione del 9 luglio 2020, pervenuta in cancelleria lo stesso giorno, nel procedimento

Sig. XX

contro

Autorité des marchés financiers (AMF),

LA CORTE (Grande Sezione),

composta da K. Lenaerts, presidente, L. Bay Larsen, vicepresidente, A. Arabadjiev, A. Prechal, K. Jürimäe, C. Lycourgos, N. Jääskinen, I. Ziemele, J. Passer, presidenti di sezione, J.-C. Bonichot, T. von Danwitz, M. Safjan, F. Biltgen (relatore), A. Kumin e N. Wahl, giudici,
avvocato generale: J. Kokott
cancelliere: V. Giacobbo, amministratrice

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all'udienza del 22 giugno 2021,
considerate le osservazioni presentate:

- per il sig. X, da G. Roch e S. Poisson, avocates;
- per l'Autorité des marchés financiers (AMF), da M. D. e A. d. P., in qualità di agenti;
- per il governo francese, da E. d. M., A.-L. D. ed E. L., in qualità di agenti;
- per il governo spagnolo, da L. A. R. e J. R. d. I. R. P., in qualità di agenti;
- per il governo svedese, da O. S., J. L., C. M.-S., A. R., M. S. H., H. S., H. E. e R. S. E., in qualità di agenti;
- per la Commissione europea, da D. T., T. S. e J. R., in qualità di agenti;
- per il governo norvegese, da T.M. T., K.K. N., P. W. e T.H. A., in qualità di agenti,

sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 16 settembre 2021,

ha pronunciato la seguente

Sentenza

- 1** La domanda di pronuncia pregiudiziale 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) (GU 2003, L 96 , pag. 16), 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 mercato (GU 2003, L 339, pag. 70), nonché degli articoli 10 e 21 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/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU 2014, L 173, pag. 1).

- 2 Tale domanda è stata presentata nell'ambito di una controversia tra il sig. X e l'Autorité des marchés financiers (AMF) (Autorità di vigilanza dei mercati finanziari, Francia) in merito alla decisione di quest'ultima di infliggere al sig. X una sanzione pecuniaria per la comunicazione di informazioni vertenti sull'imminente pubblicazione di articoli di stampa, riferenti voci di mercato relative al lancio di offerte pubbliche di acquisto su società quotate in borsa.

Contesto normativo

Il diritto dell'Unione

La direttiva 2003/6

- 3 I considerando 1, 2 e 12 della direttiva 2003/6 erano così formulati:

«(1) Un autentico mercato unico dei servizi finanziari è cruciale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro nell[Unione europea].

(2) Un mercato finanziario integrato ed efficiente non può esistere senza che se ne tuteli l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.

(...)

(12) Gli abusi di mercato comprendono l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato. La normativa contro l'abuso di informazioni privilegiate persegue lo stesso obiettivo della normativa contro la manipolazione del mercato: assicurare l'integrità dei mercati finanziari [dell'Unione] e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi (...).

- 4 Ai sensi dell'articolo 1, punto 1, primo comma, di tale direttiva:

«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».

- 5 L'articolo 2, paragrafo 1, di detta direttiva disponeva quanto segue:

«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:

(...)

- c) per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni (...)

(...».

6 L'articolo 3 della medesima direttiva prevedeva quanto segue:

«Gli Stati membri vietano alle persone soggette ai divieti di cui all'articolo 2:

- a) di comunicare informazioni privilegiate a un'altra persona se non nell'ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni;

(...».

La direttiva 2003/124

7 I considerando da 1 a 3 della direttiva 2003/124 avevano il seguente tenore:

«(1) Un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, ossia su informazioni disponibili ex ante. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni disponibili ex ante. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sullo strumento finanziario in oggetto o sullo strumento finanziario derivato collegato.

(2) Le informazioni ex post possono essere utilizzate per confermare l'ipotesi dell'idoneità delle informazioni ex ante ad influire in modo sensibile sui prezzi. Tuttavia esse non devono essere utilizzate per promuovere azione legale contro chi abbia tratto conclusioni ragionevoli da informazioni ex ante in suo possesso.

(3) Occorre accrescere la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, definendo in modo più preciso due degli elementi essenziali della definizione di informazione privilegiata, ossia il carattere preciso dell'informazione e l'importanza del suo impatto potenziale sui prezzi degli strumenti finanziari o degli strumenti finanziari derivati connessi».

8 L'articolo 1 della stessa direttiva, intitolato «Informazioni privilegiate», prevedeva quanto segue:

«1. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 1, della direttiva [2003/6], 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], 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».

Il regolamento n. 596/2014

9 Le direttive 2003/6 e 2003/124 sono state abrogate dal regolamento n. 596/2014 con effetto a partire dal 3 luglio 2016.

10 Ai sensi dei considerando 2, 7 e 77 del regolamento n. 596/2014:

«(2) Un mercato finanziario integrato, efficiente e trasparente non può esistere senza che se ne tutelino l'integrità. Il regolare funzionamento dei mercati mobiliari e la fiducia del pubblico nei mercati costituiscono fattori essenziali di crescita e di benessere economico. Gli abusi di mercato ledono l'integrità dei mercati finanziari e compromettono la fiducia del pubblico nei valori mobiliari e negli strumenti derivati.

(...)

(7) Abuso di mercato è il concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati.

(...)

(77) Il presente regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (...). Il presente regolamento dovrebbe quindi essere interpretato e applicato conformemente a tali diritti e principi. In particolare, quando il presente regolamento fa riferimento alle regole che disciplinano la libertà di stampa e la libertà di espressione in altri mezzi di informazione e le regole o i codici che disciplinano la professione di giornalista, è opportuno tener conto di tali libertà garantite nell'Unione e negli Stati membri e riconosciute ai sensi dell'articolo 11 della Carta [dei diritti fondamentali dell'Unione europea] e di altre disposizioni pertinenti».

11 L'articolo 8 di tale regolamento, intitolato «Abuso di informazioni privilegiate», al paragrafo 4 enuncia quanto segue:

«Il presente articolo si applica a qualsiasi persona che possieda informazioni privilegiate per il fatto che:

(...)

c) ha accesso a tali informazioni nell'esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione (...)

(...)».

12 L'articolo 10 di detto regolamento, intitolato «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate», al paragrafo 1 così dispone:

«Ai fini del presente regolamento, si ha comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando una persona è in possesso di informazioni privilegiate e comunica tali informazioni a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione.

Il presente paragrafo si applica a qualsiasi persona fisica o giuridica nelle situazioni o nelle circostanze di cui all'articolo 8, paragrafo 4».

13 Il successivo articolo 14, lettera c), prevede che non sia consentito comunicare in modo illecito informazioni privilegiate.

14 L'articolo 21 del regolamento n. 596/2014, intitolato «Comunicazione o diffusione di informazioni ai media», è redatto come segue:

«Ai fini dell'applicazione dell'articolo 10, dell'articolo 12, paragrafo 1, lettera c), e dell'articolo 20, qualora siano comunicate o diffuse informazioni e qualora siano elaborate o diffuse raccomandazioni ai fini dell'attività giornalistica o di altre forme di espressione nei mezzi d'informazione, la comunicazione o la diffusione delle informazioni è valutata tenendo conto delle norme che disciplinano la libertà di stampa e la libertà di espressione in altri mezzi d'informazione, nonché delle norme o dei codici che disciplinano la professione di giornalista, a meno che:

- a) le persone interessate o le persone a loro strettamente associate ricavano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un guadagno dalla comunicazione o dalla diffusione delle informazioni in questione; oppure
- b) la comunicazione o la diffusione siano effettuate con l'intenzione di fuorviare il mercato per quanto concerne l'offerta, la domanda o il prezzo di strumenti finanziari».

Il diritto francese

15 L'articolo 621-1 del règlement général de l'Autorité des marchés financiers (regolamento generale dell'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari; in prosieguo: il «RGAMF»), nella versione applicabile alla controversia principale, prevede quanto segue:

«Un'informazione privilegiata è un'informazione precisa, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi.

Si ritiene che un'informazione sia precisa se si riferisce ad un complesso di circostanze o ad un evento verificatosi o che può verificarsi e se da essa possono trarsi conclusioni sul possibile effetto di dette circostanze o di detto evento sui prezzi di tali strumenti finanziari o degli strumenti finanziari connessi.

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».

16 L'articolo 622-1 del RGAMF è così formulato:

«Le persone indicate al successivo articolo 622-2 devono astenersi dall'utilizzare le informazioni privilegiate di cui dispongono (...).

Esse devono altresì astenersi dal:

1° comunicare tali informazioni a persone al di fuori dell'ambito del normale esercizio della propria occupazione, professione o funzione o per fini diversi da quelli per i quali sono state loro comunicate;

(...)».

17 L'articolo 622-2 del RGAMF dispone quanto segue:

«Gli obblighi di non fare previsti dall'articolo 622-1 si applicano a chiunque sia in possesso di un'informazione privilegiata:

(...)

3° avendo avuto accesso a tale informazione a motivo della sua occupazione, professione o funzioni e della sua partecipazione alla preparazione e all'esecuzione di un'operazione finanziaria;

(...)

I presenti obblighi di astensione si applicano anche a chiunque detenga informazioni privilegiate e che sappia o avrebbe dovuto sapere che si tratta di informazioni privilegiate.

(...)».

Procedimento principale e questioni pregiudiziali

18 Il sig. X ha svolto per molti anni la professione di giornalista presso vari quotidiani britannici, da ultimo il *Daily Mail*. Nell'ambito della sua attività per quest'ultimo, egli redigeva articoli in una rubrica intitolata «Notizie dal mercato», in cui riportava voci di mercato. Il sig. X in particolare è stato l'autore di due articoli relativi a titoli ammessi alla negoziazione su Euronext, che sono stati pubblicati sul *Mail Online*, sito internet di detto quotidiano.

19 Nel primo di detti articoli, pubblicato l'8 giugno 2011, veniva menzionata una possibile offerta pubblica di acquisto della società LXXX sui titoli della società H. ad un prezzo di EUR 350 per azione, corrispondente ad un premio dell'86% rispetto al prezzo di chiusura dei titoli in questione il giorno della pubblicazione di tale articolo. Il giorno successivo alla pubblicazione, il suddetto prezzo ha registrato un incremento dello 0,64% all'apertura della seduta borsistica, e poi del 4,55% nel corso della stessa seduta.

20 Nel secondo degli articoli in parola, pubblicato il 12 giugno 2012, si riferiva che i titoli della società M. & P. avrebbero potuto essere oggetto di un'offerta pubblica di acquisto, ad un prezzo di acquisto proposto di circa EUR 19 per azione, corrispondente ad un premio dell'80% rispetto all'ultimo prezzo di chiusura di tali titoli. Ne è seguito, il giorno successivo alla pubblicazione dell'articolo in questione, un incremento del prezzo delle azioni interessate pari al 17,69% alla chiusura della borsa. Il 14 giugno 2012 la società M. & P. ha smentito le suddette voci.

- 21** Nell'ambito di un'indagine condotta dall'AMF è emerso che, poco prima della pubblicazione dei due articoli in parola, erano stati piazzati ordini di acquisto, rispettivamente, sui titoli delle società H. e M. & P. da parte di residenti britannici, che avevano liquidato le proprie posizioni una volta avvenuta la pubblicazione considerata.
- 22** Con lettera del 23 febbraio 2016, la direzione per le inchieste e i controlli dell'AMF ha informato tutte le persone coinvolte, tra cui in particolare il sig. X, dei fatti loro addebitabili sulla base delle conclusioni degli inquirenti di detta direzione. Sulla scorta del rapporto d'indagine redatto dalla stessa direzione si è deciso, il 19 luglio 2016, di notificare gli addebiti mossi nei loro confronti.
- 23** Pertanto, con lettera del 7 dicembre 2016, l'AMF ha inviato al sig. X una notifica degli addebiti in cui gli contestava di aver comunicato a due persone, i sigg. B e C, in violazione degli articoli 622-1 e 622-2 del RGAMF, informazioni privilegiate sull'imminente pubblicazione di due articoli che riportavano voci circa il deposito di offerte pubbliche sui titoli H. e M. & P..
- 24** Con decisione del 24 ottobre 2018, la commissione per le sanzioni dell'AMF ha accolto alcuni degli addebiti mossi al sig. X e gli ha inflitto una sanzione pecuniaria di importo pari a EUR 40 000. In particolare, essa ha ritenuto che le informazioni di cui al procedimento principale, vertenti sull'imminente pubblicazione di articoli di stampa relativi a voci di operazioni su titoli quotati in borsa, soddisfacessero le condizioni per essere qualificate come «informazioni privilegiate» e ha constatato che il sig. X aveva comunicato tali informazioni privilegiate riguardanti i titoli della società H. ai sigg. B e C, nonché quelle relative ai titoli della società M. & P. al sig. C.
- 25** Investito del ricorso proposto avverso la suddetta decisione, il giudice del rinvio si chiede, in primo luogo, se un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta una voce di mercato concernente un emittente di strumenti finanziari configuri un'«informazione privilegiata», ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, e in particolare se, nel caso di specie, l'informazione di cui al procedimento principale abbia «carattere preciso», in conformità alla definizione di «informazione privilegiata».
- 26** Facendo riferimento alla definizione di informazione avente «carattere preciso», di cui all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, il giudice del rinvio si chiede se l'informazione di cui al procedimento principale sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari considerati, ai sensi di tale disposizione.
- 27** In proposito, il giudice del rinvio si chiede se, affinché l'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo di stampa sia considerata «sufficientemente specifica», il contenuto dello stesso articolo debba a sua volta essere tale e, eventualmente, se, come sostiene il sig. X, la natura stessa di una voce di mercato escluda che questa sia dotata della necessaria precisione.
- 28** Alla luce delle particolari circostanze del procedimento principale, il giudice del rinvio si interroga altresì sull'incidenza, quanto alla valutazione del carattere preciso dell'informazione di cui trattasi, innanzi tutto, dell'indicazione del prezzo proposto nell'ambito di un'eventuale offerta pubblica di acquisto riguardante i titoli degli emittenti di strumenti finanziari interessati, poi, della notorietà del giornalista che ha firmato gli articoli di stampa che riportavano le voci nonché della reputazione dell'organo di stampa che ha provveduto alla pubblicazione di tali articoli e, infine, del fatto che gli articoli in discorso abbiano effettivamente avuto, ex post, un significativo effetto sul prezzo dei titoli oggetto delle suddette voci.

29 In secondo luogo, nell'ipotesi in cui l'informazione di cui al procedimento principale fosse qualificata come informazione privilegiata, il giudice del rinvio chiede se la comunicazione di una simile informazione da parte di un giornalista ad una delle sue fonti abituali di informazione, possa essere considerata come realizzata «ai fini dell'attività giornalistica», a norma dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014. Poiché tale disposizione non ha equivalenti nella direttiva 2003/6, il giudice del rinvio ritiene che essa possa applicarsi retroattivamente ai fatti del procedimento principale in quanto disposizione più mite di quelle della direttiva citata.

30 Inoltre, il giudice del rinvio si interroga sul rapporto tra l'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 e l'articolo 10 dello stesso, al quale detto articolo 21 rinvia e in forza del quale la comunicazione di informazioni privilegiate è illecita, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione. Nell'ipotesi in cui detto articolo 10 sia applicabile alla comunicazione delle informazioni di cui al procedimento principale, il giudice del rinvio chiede se, conformemente alla sentenza del 22 novembre 2005, *Grøngaard e Bang* (C-384/02, EU:C:2005:708), tale comunicazione sia giustificata soltanto se è strettamente necessaria all'esercizio della professione di giornalista ed avviene nel rispetto del principio di proporzionalità.

È in tale contesto che la cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi, Francia) ha deciso di **31** sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali:

- «1) a) Se l'articolo 1, punto 1, [primo comma, della direttiva 2003/6], in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, debba essere interpretato nel senso che un'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo di stampa, che riprende voci di mercato riguardanti un emittente di strumenti finanziari, possa rispondere al requisito di precisione richiesto da detti articoli ai fini della qualificazione come informazione privilegiata.
- b) Se il fatto che l'articolo di stampa, la cui imminente pubblicazione costituisce l'informazione di cui trattasi, indichi, quale voce di mercato, il prezzo di un'offerta pubblica di acquisto rilevi ai fini della valutazione del carattere preciso dell'informazione stessa.
- c) Se la notorietà del giornalista che ha firmato l'articolo, la reputazione dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione e l'influenza effettivamente sensibile (ex post) di detta pubblicazione sul prezzo dei titoli cui esso si riferisce siano elementi rilevanti ai fini della valutazione della precisione dell'informazione di cui trattasi.
2. [Nell'ipotesi in cui l]'informazione (...) di cui trattasi [soddisfi] il requisito di precisione richiesto:
- a) Se l'articolo 21 del [regolamento n. 596/2014] debba essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, a una delle sue fonti [d'informazione] abituali, di un'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo a sua firma che riprende voci di mercato avviene “ai fini dell'attività giornalistica”.
- b) Se la risposta a detta questione dipenda, in particolare, dal fatto che il giornalista sia stato o meno informato delle voci di mercato da detta fonte, o dal fatto che la

comunicazione dell'informazione sull'imminente pubblicazione dell'articolo fosse o meno utile per ottenere da detta fonte chiarimenti sulla credibilità delle voci.

- 3) (...) [Se] gli articoli 10 e 21 del regolamento [n. 596/2014] debbano essere interpretati nel senso che, anche quando un'informazione privilegiata è divulgata da un giornalista "ai fini dell'attività giornalistica", ai sensi del[suddetto] articolo 21, la liceità o illiceità della comunicazione richiede di valutare se essa sia avvenuta "durante il normale esercizio [della] professione [di giornalista]", ai sensi dell'articolo 10.
- 4) (...) [Se] l'articolo 10 del regolamento [n. 596/2014] debba essere interpretato nel senso che, per avvenire nel normale esercizio della professione di giornalista, la comunicazione di un'informazione privilegiata deve essere strettamente necessaria all'esercizio di detta professione e avvenire nel rispetto del principio di proporzionalità».

Sulle questioni pregiudiziali

Sulla prima questione

- 32** Con la sua prima questione il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 debba essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente «carattere preciso», ai sensi di tale disposizione e di quella dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e se, ai fini della valutazione di detto carattere preciso, siano rilevanti l'indicazione in tale articolo di stampa del prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto, l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione nonché l'impatto effettivo della pubblicazione sul prezzo dei titoli in questione.
- 33** Occorre ricordare che la definizione della nozione di «informazione privilegiata» di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 comprende quattro elementi essenziali. In primo luogo, si tratta di un'informazione a carattere preciso. In secondo luogo, tale informazione non è stata resa pubblica. In terzo luogo, essa concerne, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari o i loro emittenti. In quarto luogo, essa potrebbe, se resa pubblica, influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi (sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, punto 24 e giurisprudenza ivi citata).
- 34** Nel caso di specie, l'informazione di cui al procedimento principale, riguardante l'imminente pubblicazione di articoli di stampa che riportano voci di mercato relative al lancio di offerte pubbliche di acquisto sui titoli di società quotate in borsa, è stata comunicata dall'autore di detti articoli a due delle sue abituali fonti di informazione. Secondo il giudice del rinvio, detta informazione soddisfa il secondo, il terzo e il quarto elemento della definizione della nozione di «informazione privilegiata», indicati al punto precedente. Per quanto riguarda il quarto elemento, esso fonda tale constatazione, da un lato, sulla considerazione che, in quanto alimentava le speculazioni esistenti sui valori mobiliari interessati, detta informazione poteva essere utilizzata da un investitore ragionevole come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento su questi ultimi e, dall'altro, sulle fluttuazioni dei prezzi di tali valori mobiliari avvenute dopo la pubblicazione degli articoli in questione. Esso dubita invece che il

primo elemento della definizione in questione, vertente sul carattere preciso dell'informazione di cui trattasi, sia soddisfatto nel caso di specie.

- 35** Occorre notare che, al fine di accrescere la certezza del diritto per i partecipanti ai mercati finanziari, la direttiva 2003/124, come risulta dal suo considerando 3, ha inteso specificare, in particolare, questo primo elemento.
- 36** Infatti, a norma dell'articolo 1, paragrafo 1, di detta direttiva, si ritiene che un'informazione abbia «carattere preciso» se essa soddisfa due condizioni: da un lato, essa 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 e, 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 interessati o di strumenti finanziari derivati connessi.
- 37** Nel caso di specie, il giudice del rinvio ritiene che la prima condizione indicata al punto precedente sia soddisfatta, in quanto l'informazione di cui al procedimento principale si riferisce ad un evento, ossia l'imminente pubblicazione di articoli di stampa, del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà. Esso dubita, invece, che la seconda condizione menzionata al punto precedente sia soddisfatta nel caso di specie. In particolare esso si chiede se, affinché l'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa e che riprende gli elementi principali di quest'ultimo sia considerata «sufficientemente specifica», ai sensi della suindicata seconda condizione, anche il contenuto di detto articolo debba essere tale.
- 38** Per quanto riguarda la suddetta seconda condizione, dalla giurisprudenza della Corte risulta che, secondo il significato comunemente attribuito ai termini impiegati all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, è sufficiente che l'informazione sia sufficientemente concreta o specifica da poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento costituente l'oggetto dell'informazione stessa, descritto al punto 36 della presente sentenza, sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali tale informazione si riferisce. Di conseguenza, secondo la Corte, la disposizione in esame esclude dalla nozione di «informazione privilegiata» unicamente le «informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi» (sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, punto 31).
- 39** Al riguardo il giudice del rinvio si chiede se, per sua natura, una voce rientri nella categoria delle «informazioni vaghe o generiche» ai sensi di detta giurisprudenza, cosicché un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporti una voce non possa essere qualificata come «informazione privilegiata».
- 40** Occorre anzitutto rilevare che l'informazione di cui al procedimento principale, concernente la pubblicazione di articoli relativi a voci di mercato aventi ad oggetto presunte offerte pubbliche di acquisto, si riferisce a due tipi distinti di eventi futuri, vale a dire, in primo luogo, la pubblicazione degli articoli e, in secondo luogo, la presentazione delle offerte cui tali articoli fanno riferimento. Orbene, come risulta dal punto 37 della presente sentenza, il giudice del rinvio si basa sulla forte probabilità che gli eventi del primo tipo si verificheranno per ritenere soddisfatta la prima condizione di cui al punto 36 della presente sentenza affinché un'informazione abbia carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124. Per contro, per quanto riguarda la

seconda condizione indicata nello stesso punto 36, il giudice del rinvio dubita che la sufficiente precisione riconosciuta ai sensi della prima condizione relativamente all'imminente pubblicazione di articoli di stampa consenta, di per sé, di dimostrare che siffatta circostanza possa avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari oggetto di tale informazione, in modo da soddisfare anche la seconda condizione, o se il contenuto degli articoli in questione debba parimenti soddisfare detto requisito di precisione, nella fattispecie concernente voci di mercato relative al possibile verificarsi di eventi del secondo tipo, cioè la presentazione delle offerte previste.

- 41** Orbene, si deve ritenere che il carattere preciso, ai sensi delle disposizioni citate, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa sia strettamente connesso a quello dell'informazione oggetto di tale articolo. Infatti, in assenza di una qualunque specificità dell'informazione da pubblicare, l'informazione relativa a tale pubblicazione non consentirebbe di trarre conclusioni quanto al suo possibile effetto sul prezzo degli strumenti finanziari interessati conformemente all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124.
- 42** Ciò precisato, si evince, in primo luogo, dai termini stessi dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, secondo cui si ritiene che un'informazione abbia «carattere preciso» se, in particolare, essa si riferisce ad un evento di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà e se essa è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari interessati, che si impone un esame caso per caso. Pertanto, il carattere preciso di un'informazione non può, per ipotesi, essere escluso per il solo fatto che essa rientra in una particolare categoria di informazioni, come le informazioni attinenti all'imminente pubblicazione di articoli che riportano voci di mercato relative all'eventuale presentazione di un'offerta pubblica di acquisto.
- 43** Un'esclusione del genere sarebbe d'altronde in contrasto con l'obiettivo della direttiva 2003/6 che consiste, come emerge dai suoi considerando 2 e 12, nell'assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione ed accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati, fiducia che si fonda, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piano di parità e tutelati dinanzi all'utilizzazione illecita di informazioni privilegiate (sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, punto 21 e giurisprudenza ivi citata). Il divieto degli abusi di informazioni privilegiate di cui all'articolo 2, paragrafo 1, della direttiva citata è volto pertanto a garantire la parità dei partecipanti ad una compravendita di borsa evitando che uno di loro, che detenga un'informazione privilegiata e si trovi, perciò, in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori, ne tragga profitto a scapito di coloro che la ignorano (sentenza del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, punto 48 nonché giurisprudenza ivi citata).
- 44** Orbene, come essenzialmente rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 49 delle sue conclusioni, il fatto che un investitore sia a conoscenza dell'imminente pubblicazione di una voce può, in determinate circostanze, essere sufficiente a conferirgli un vantaggio rispetto agli altri investitori.
- 45** Pertanto, se si dovesse ritenere che un'informazione non sia qualificabile come «informazione privilegiata», ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, per il solo fatto che riguarda la pubblicazione di una voce, molte informazioni suscettibili di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati esulerebbe dall'ambito di applicazione di tale direttiva e potrebbero quindi essere utilizzate dai partecipanti ai mercati finanziari, che ne sono in possesso e che ne traggono profitto a scapito di coloro che le ignorano (v., in tal senso,

sentenza del 28 giugno 2012, *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:397, punto 36 e giurisprudenza ivi citata).

- 46** Dalle suesposte considerazioni discende che non si può escludere che un'informazione possa essere considerata avere carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, per il solo fatto che essa riguarda l'imminente pubblicazione di un articolo relativo a una voce di mercato.
- 47** Ciò premesso occorre, in secondo luogo, esaminare il grado di precisione della voce riguardante l'eventuale presentazione di un'offerta pubblica di acquisto, per valutare se l'informazione relativa alla pubblicazione di un articolo che riporta una simile voce soddisfa effettivamente la seconda condizione indicata in tale punto, concernente il possibile effetto della pubblicazione di cui trattasi sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi. Tuttavia, tale valutazione non deve prescindere dal fatto che il carattere preciso delle voci viene preso in considerazione non per determinare se esse siano sufficientemente specifiche in quanto tali così da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi degli strumenti in questione, ma per determinare se un'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo riguardante tali voci sia tanto specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che tale pubblicazione è suscettibile di produrre.
- 48** È vero che, come sottolinea il sig. X, una voce è caratterizzata da un certo grado di incertezza. Tuttavia, l'attendibilità è un fattore che deve essere determinato caso per caso. Poiché la credibilità di una voce è rilevante per stabilire se un'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo, avente ad oggetto tale voce, sia sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che detta pubblicazione può produrre, occorre in particolare prendere in considerazione, a tale scopo, il grado di precisione del contenuto della voce considerata nonché l'attendibilità della fonte che la riporta.
- 49** Al riguardo, un'informazione contenente elementi come quelli riferiti nelle voci menzionate negli articoli di stampa di cui al procedimento principale, che indicano sia il nome dell'emittente di strumenti finanziari interessato sia i termini dell'offerta pubblica di acquisto prevista, non può essere qualificata come «informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi», ai sensi della giurisprudenza citata al punto 38 della presente sentenza.
- 50** In tale contesto, l'indicazione, come componente di una voce relativa a un'offerta pubblica di acquisto avente ad oggetto i titoli di un emittente di strumenti finanziari, del prezzo proposto per l'acquisto di tali titoli è suscettibile di avere un impatto sulla valutazione di detto carattere preciso dell'informazione di cui trattasi. Nondimeno, una simile indicazione non è indispensabile ai fini della qualificazione di un'informazione relativa a tale voce come «precisa», una volta che essa include altri elementi relativi all'offerta pubblica di acquisto in questione. Infatti, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 51 delle sue conclusioni, una siffatta offerta include, di norma, un premio di acquisizione rispetto al prezzo dell'azione, che consente al mercato di valutare il possibile effetto su tale prezzo.
- 51** Oltre al contenuto dell'articolo di stampa di cui trattasi, altri fattori possono contribuire al carattere preciso di un'informazione relativa alla sua imminente pubblicazione per valutare il possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati o di strumenti finanziari derivati connessi. Al riguardo, la notorietà del giornalista che ha firmato gli articoli di stampa nonché quella dell'organo di stampa che li ha pubblicati possono essere considerate determinanti, a seconda delle circostanze del caso, dal momento che simili elementi consentono di valutare la

credibilità delle voci considerate, e gli investitori, eventualmente, possono essere indotti a presumere che essi provengano da fonti considerate attendibili da tale giornalista e da tale organo di stampa.

- 52** Ne consegue che, quando alcune persone sono informate del fatto che un articolo di stampa, sul punto di essere pubblicato, conterrà l'informazione di cui al punto 50 della presente sentenza nonché, eventualmente, dell'identità dell'autore di tale articolo e dell'organo di stampa che provvederà alla sua pubblicazione, siffatte indicazioni, dato che tendono a rafforzare la credibilità della voce riportata in un articolo di stampa, sono rilevanti per valutare se l'informazione relativa all'imminente pubblicazione di un simile articolo sia tanto specifica da consentire di trarre conclusioni sull'effetto sui prezzi che tale pubblicazione potrebbe produrre.
- 53** Il giudice del rinvio chiede inoltre se l'influenza effettivamente sensibile (ex post) di una pubblicazione sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce configuri un elemento rilevante nella valutazione del carattere preciso dell'informazione relativa a tale pubblicazione.
- 54** Al riguardo occorre ricordare che, per quanto concerne il quarto elemento della definizione di «informazione privilegiata», di cui all'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, ossia che l'informazione possa, se resa pubblica, influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari di cui trattasi, il considerando 2 della direttiva 2003/124 precisa che le informazioni ex post possono essere utilizzate per confermare l'ipotesi dell'idoneità delle informazioni ex ante ad influire in modo sensibile sui prezzi, tuttavia esse non devono essere utilizzate per promuovere un'azione legale contro chi abbia tratto conclusioni ragionevoli da informazioni ex ante in suo possesso.
- 55** Orbene, un'informazione che, se resa pubblica, sia suscettibile di influire in modo sensibile sul prezzo dei titoli interessati deve essere considerata, di regola, come rispondente al primo elemento della definizione in questione, vale a dire che l'informazione abbia un carattere preciso posto che, in linea di principio, la pubblicazione di un'informazione non può esercitare tale influenza se l'informazione di cui trattasi non ha di per sé un simile carattere.
- 56** Di conseguenza, l'influenza effettiva di una pubblicazione sul prezzo dei titoli oggetto della medesima pubblicazione può costituire una prova ex post del carattere preciso dell'informazione relativa a detta pubblicazione. Per contro, essa non può essere sufficiente, di per sé, a dimostrare, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, un siffatto carattere preciso.
- 57** Dalle considerazioni che precedono risulta che occorre rispondere alla prima questione dichiarando che l'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 deve essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente «carattere preciso», ai sensi di tale disposizione e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e che, ai fini della valutazione di detto carattere preciso, e sempreché siano stati comunicati prima della pubblicazione in questione, sono rilevanti il fatto che l'articolo di stampa in parola indicherà il prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto nonché l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione. Quanto all'influenza effettiva della pubblicazione considerata sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce, anche se può costituire una prova ex post del carattere preciso di detta informazione, essa non può essere sufficiente,

di per sé, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, a dimostrare un siffatto carattere preciso.

Sulla seconda, sulla terza e sulla quarta questione

Osservazioni preliminari

- 58** La seconda, la terza e la quarta questione vertono sull'interpretazione degli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014, il quale è stato adottato successivamente ai fatti di cui al procedimento principale. Il giudice del rinvio ritiene che detto articolo 21 contenga nondimeno disposizioni più miti di quelle della direttiva 2003/6, in vigore all'epoca dei fatti in causa, e che esso, pertanto, dovrebbe applicarsi a detti fatti in maniera retroattiva. Secondo tale giudice, l'articolo in questione introduce un regime specifico, non previsto dalla direttiva 2003/6, diretto in particolare a restringere la qualificazione della violazione costituita dalla comunicazione illecita di informazioni privilegiate quando la comunicazione di cui trattasi avviene a fini giornalistici.
- 59** Al riguardo, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 68 delle sue conclusioni, la questione se le disposizioni dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 siano meno severe, nel settore di cui trattasi, di quelle previste dalla direttiva 2003/6, di modo che esse siano effettivamente applicabili nel procedimento principale (v., in tal senso, sentenza del 6 ottobre 2015, Delvigne, C-650/13, EU:C:2015:648, punto 53), dipende dal modo in cui occorre interpretare tale articolo. Inoltre, sebbene l'articolo 10 del regolamento citato corrisponda all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2003/6 e non possa quindi essere considerato di per sé come una norma meno rigorosa di quella prevista da quest'ultima disposizione, dal rinvio a tale articolo 10, operato nel suddetto articolo 21, risulta che le disposizioni degli articoli in discorso sono strettamente collegate e che non possono essere applicate separatamente. Pertanto, non è possibile stabilire immediatamente che l'articolo 10 di detto regolamento e l'articolo 3 di detta direttiva abbiano esattamente lo stesso significato e la stessa portata, per quanto riguarda la comunicazione di informazioni privilegiate da parte di un giornalista.
- 60** In simili circostanze, la questione dell'applicabilità degli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 al procedimento principale rientra nell'ambito dell'esame nel merito delle questioni dalla seconda alla quarta (v., per analogia, sentenza del 28 ottobre 2021, Komisia za protivodeystvie na koruptsiyata i za otnemane na nezakonno pridobitoto imushtestvo, C-319/19, EU:C:2021:883, punto 25 e giurisprudenza ivi citata).

Nel merito

– Sulla seconda questione

- 61** Con la sua seconda questione il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 debba essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, ad una delle sue fonti abituali, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo a sua firma che riporta una voce di mercato avviene «ai fini dell'attività giornalistica», ai sensi di detto articolo.
- 62** Dall'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 risulta che, ai fini, tra l'altro, dell'applicazione dell'articolo 10 del medesimo regolamento, che ha ad oggetto la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, qualora siano comunicate informazioni ai fini dell'attività giornalistica o di altre forme di espressione nei mezzi d'informazione, detta comunicazione è valutata tenendo conto delle norme che disciplinano la libertà di stampa e la libertà di

espressione in altri mezzi d'informazione, nonché delle norme o dei codici che disciplinano la professione di giornalista, a meno che la persona all'origine della comunicazione o le persone a questa strettamente associate ricavano, direttamente o indirettamente, un vantaggio o un guadagno oppure detta persona abbia l'intenzione, con tale comunicazione, di fuorviare il mercato.

- 63** Per stabilire se una comunicazione «ai fini dell'attività giornalistica», ai sensi di tale articolo 21, riguardi l'ipotesi della comunicazione, da parte di un giornalista, di un'informazione ad una delle sue fonti di informazione abituali o si riferisca soltanto ad una comunicazione al pubblico, sia nella stampa sia in altri mezzi di comunicazione, si deve ricordare che l'interpretazione di una disposizione del diritto dell'Unione richiede di tener conto non soltanto della sua formulazione, ma anche del contesto in cui essa si inserisce nonché degli obiettivi e della finalità che l'atto di cui essa fa parte persegue.
- 64** Per quanto concerne la formulazione dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014, occorre rilevare che i termini «ai fini dell'attività giornalistica» riguardano le comunicazioni di informazioni aventi come finalità l'attività giornalistica e, pertanto, non necessariamente le sole comunicazioni di informazioni consistenti nella pubblicazione di informazioni in quanto tali, ma anche quelle che si inseriscono nel processo che conduce a una siffatta pubblicazione.
- 65** Quanto al contesto e agli obiettivi perseguiti dal regolamento n. 596/2014, dal suo considerando 2 emerge che tale regolamento mira a garantire l'integrità dei mercati finanziari vietando gli abusi di mercato, quali l'abuso di informazioni privilegiate e la comunicazione illecita di informazioni privilegiate. Dal considerando 77 di detto regolamento risulta inoltre che detta finalità deve essere perseguita nel rispetto dei diritti fondamentali e dei principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (in prosieguo: la «Carta»), in particolare la libertà di stampa e la libertà di espressione in altri mezzi di informazione, garantite nell'Unione e negli Stati membri nonché sancite dall'articolo 11 della Carta e menzionate, inoltre, all'articolo 21 del regolamento n. 596/2014.
- 66** Per tener conto dell'importanza riconosciuta alle suddette libertà fondamentali in ogni società democratica, le nozioni ad esse correlate, tra cui quella di «attività giornalistica», devono essere interpretate in senso ampio (v., per analogia, sentenza del 14 febbraio 2019, *Buivids*, C-345/17, EU:C:2019:122, punto 51 e giurisprudenza ivi citata).
- 67** Inoltre, ai fini dell'interpretazione dell'articolo 11 della Carta, occorre prendere in considerazione, in forza dell'articolo 52, paragrafo 3, di quest'ultima, la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo relativa all'articolo 10 della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali, firmata a Roma il 4 novembre 1950 (v., in tal senso, sentenza del 14 febbraio 2019, *Buivids*, C-345/17, EU:C:2019:122, punto 65 e giurisprudenza ivi citata).
- 68** Orbene, da tale giurisprudenza risulta che non solo le pubblicazioni, ma anche gli atti preparatori di una pubblicazione, quali la raccolta di informazioni nonché le attività di ricerca e di indagine di un giornalista, sono inerenti alla libertà di stampa, sancita all'articolo 10 di detta convenzione, e sono, a tale titolo, tutelati (v., in tal senso, Corte EDU, 25 aprile 2006, *Dammann c. Svizzera*, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52, e Corte EDU, 27 giugno 2017, *Satakunnan Markkinapörssi Oy e Satamedia Oy c. Finlandia*, CE:ECHR:2017:0627JUD000093113, § 128).

- 69** Di conseguenza, se il fine ultimo dell'attività giornalistica è quello di comunicare informazioni al pubblico, si deve ritenere che possa configurare una comunicazione di informazioni ai fini dell'attività giornalistica, ai sensi dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014, una comunicazione diretta a realizzare tale attività, compresa quella effettuata nell'ambito dei lavori d'inchiesta preparatori alla pubblicazione svolti da un giornalista.
- 70** Per quanto riguarda il procedimento principale, ciò potrebbe in particolare avvenire nell'ipotesi, formulata dal giudice del rinvio, in cui la comunicazione dell'informazione sull'imminente pubblicazione di un articolo fosse diretta a verificare o ad ottenere chiarimenti sulla voce oggetto di tale articolo, a prescindere dal fatto che il destinatario della comunicazione sia o meno la fonte della voce di cui trattasi. Spetta a detto giudice valutare se ciò sia effettivamente avvenuto nel caso di specie.
- 71** Alla luce di quanto precede, occorre rispondere alla seconda questione dichiarando che l'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 deve essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, ad una delle sue fonti d'informazione abituali, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa a sua firma che riporta una voce di mercato avviene «ai fini dell'attività giornalistica», ai sensi di detto articolo, qualora detta comunicazione sia necessaria per permettere lo svolgimento di un'attività giornalistica, la quale include i lavori d'inchiesta preparatori alla pubblicazione.

– *Sulla terza e sulla quarta questione*

- 72** Con la terza e la quarta questione, che occorre esaminare congiuntamente, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se gli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 debbano essere interpretati nel senso che la liceità o illiceità della comunicazione di un'informazione privilegiata da parte di un giornalista ai fini dell'attività giornalistica dipenda dalla questione se essa sia stata effettuata durante il normale esercizio della professione di giornalista.
- 73** L'articolo 10, paragrafo 1, del regolamento n. 596/2014 prevede che si abbia una comunicazione illecita di informazioni privilegiate, vietata ai sensi dell'articolo 14, lettera c), del medesimo regolamento, quando una persona che è in possesso di informazioni privilegiate le comunica a un'altra persona, tranne quando la comunicazione avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione.
- 74** Poiché tale definizione di comunicazione illecita di informazioni privilegiate è enunciata al suddetto articolo 10 «ai fini del (...) regolamento [n. 596/2014]», essa deve essere considerata applicabile alle situazioni di cui all'articolo 21 di tale regolamento. Ciò è confermato dalla formulazione di quest'ultima disposizione, che riguarda la valutazione della comunicazione di un'informazione privilegiata ai fini dell'attività giornalistica ai fini, in particolare, dell'applicazione dell'articolo 10 di tale regolamento.
- 75** Ne consegue che l'articolo 21 del regolamento n. 596/2014 non costituisce una base autonoma, in deroga all'articolo 10 del medesimo regolamento, per determinare la liceità o illiceità di una comunicazione di informazioni privilegiate ai fini dell'attività giornalistica. Una tale determinazione deve fondarsi sul citato articolo 10, tenendo conto, al contempo, delle precisazioni contenute in detto articolo 21.
- 76** Al riguardo, occorre rilevare che l'articolo 10, paragrafo 1, del regolamento n. 596/2014, in combinato disposto con l'articolo 14, lettera c), di tale regolamento, corrisponde essenzialmente all'articolo 3, lettera a), della direttiva 89/592/CEE del Consiglio, del 13 novembre 1989, sul

coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (GU 1989, L 334, pag. 30), nonché all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2003/6, disposizioni queste che obbligavano gli Stati membri a vietare la comunicazione di informazioni privilegiate. In particolare, prevedendo che la comunicazione di informazioni privilegiate non sia illecita quando avviene durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione, l'articolo 10 del regolamento n. 596/2014 contempla la stessa eccezione al divieto di comunicazione di informazioni privilegiate prevista dalle suddette disposizioni delle direttive citate.

- 77** Inoltre, come risulta in particolare dal suo considerando 2, il regolamento n. 596/2014 mira segnatamente, come le summenzionate direttive che lo hanno preceduto, a tutelare l'integrità dei mercati finanziari e ad accrescere la fiducia degli investitori, che riposa, in particolare, sul fatto che essi sono posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate (v., in tal senso, sentenza del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, punto 47 nonché giurisprudenza ivi citata).
- 78** Pertanto, l'eccezione di cui all'articolo 10, paragrafo 1, del regolamento n. 596/2014, come quella di cui all'articolo 3, lettera a), della direttiva 89/592, stabilisce la condizione di uno stretto nesso tra la comunicazione di un'informazione privilegiata e l'esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione per giustificare una siffatta comunicazione. Essa deve ricevere, in linea di principio, un'interpretazione restrittiva: la comunicazione di un'informazione privilegiata è lecita soltanto se essa è strettamente necessaria a tale esercizio ed avviene nel rispetto del principio di proporzionalità, come dichiarato dalla Corte nella sentenza del 22 novembre 2005, Grøngaard e Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punti 31 e 34).
- 79** Ciò premesso, occorre ricordare che, nella causa che ha dato luogo alla summenzionata sentenza, le persone che hanno comunicato le informazioni privilegiate in questione erano, rispettivamente, un rappresentante dei dipendenti del consiglio di amministrazione di una società, che era anche membro del comitato di collegamento di un gruppo di imprese, nonché il presidente di un sindacato professionale.
- 80** Orbene, quando un giornalista comunica informazioni privilegiate «ai fini dell'attività giornalistica», a norma dell'articolo 21 del regolamento n. 596/2014, detta eccezione deve essere interpretata, come sostanzialmente rilevato ai punti 65 e 65 della presente sentenza, in modo da salvaguardare l'efficacia pratica di tale disposizione alla luce della sua finalità, enunciata del pari al considerando 77 di detto regolamento, ossia il rispetto della libertà di stampa e della libertà di espressione in altri mezzi d'informazione garantite, in particolare, dall'articolo 11 della Carta (v., per analogia, sentenza del 29 luglio 2019, Spiegel Online, C-516/17, EU:C:2019:625, punto 55).
- 81** Pertanto, il requisito, di cui all'articolo 10 del regolamento n. 596/2014, che una siffatta comunicazione sia necessaria all'esercizio della professione di giornalista nonché il carattere proporzionato di tale comunicazione devono essere valutati tenendo conto del fatto che il citato articolo 10, costituendo una restrizione al diritto fondamentale garantito dall'articolo 11 della Carta, deve essere interpretato in conformità con le prescrizioni sancite dall'articolo 52, paragrafo 1, della stessa.
- 82** Di conseguenza, per quanto riguarda, in primo luogo, il requisito secondo cui la comunicazione deve essere necessaria allo svolgimento di un'attività giornalistica, che include, come sottolineato al punto 71 della presente sentenza, i lavori d'inchiesta preparatori alle

pubblicazioni, occorre tener conto, in particolare, della necessità per il giornalista di verificare le informazioni di cui è venuto a conoscenza.

- 83** Come ha essenzialmente rilevato l'avvocato generale al paragrafo 97 delle sue conclusioni, quindi, se una comunicazione come quella di cui al procedimento principale è stata effettuata ai fini della pubblicazione di un articolo di stampa, occorre esaminare se tale comunicazione abbia ecceduto quanto necessario per verificare le informazioni contenute in detto articolo. In particolare, per quanto riguarda la verifica di un'informazione relativa a una voce di mercato, occorre esaminare, se del caso, se fosse necessario per il giornalista comunicare ad un terzo, oltre al contenuto della voce in questione in quanto tale, la specifica informazione relativa all'imminente pubblicazione di un articolo che riportava tale rumore.
- 84** In secondo luogo, per stabilire se una simile comunicazione sia proporzionata, ai sensi dell'articolo 10 del regolamento n. 596/2014, occorre esaminare se la restrizione alla libertà di stampa che il divieto di una comunicazione del genere comporterebbe sia eccessiva rispetto al pregiudizio che tale comunicazione rischia di causare all'integrità dei mercati finanziari.
- 85** Tra i fattori da prendere in considerazione ai fini di tale valutazione occorre tener conto, in primo luogo, dell'effetto potenzialmente deterrente per l'esercizio dell'attività giornalistica, inclusi i lavori d'inchiesta preparatori, di un siffatto divieto.
- 86** In secondo luogo, occorre parimenti verificare se, effettuando la comunicazione di cui trattasi, il giornalista abbia agito nel rispetto delle norme e dei codici che disciplinano la sua professione, menzionati dall'articolo 21 del regolamento n. 596/2014. Tuttavia, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 103 delle sue conclusioni, il rispetto di tali norme e di tali codici non consente, di per sé, di concludere che la comunicazione di un'informazione privilegiata fosse proporzionata, ai sensi dell'articolo 10 del regolamento n. 569/2014.
- 87** In terzo luogo, come rilevato dall'avvocato generale al paragrafo 100 delle sue conclusioni, occorre altresì prendere in considerazione gli effetti negativi per l'integrità dei mercati finanziari della comunicazione di informazioni privilegiate considerata. In particolare, nella misura in cui l'abuso di informazioni privilegiate è stato effettuato a seguito di tale comunicazione, è probabile che lo stesso si traduca in perdite finanziarie per altri investitori e, nel medio termine, in una perdita di fiducia nei mercati finanziari.
- 88** Ne consegue che la comunicazione di informazioni privilegiate lede non solo gli interessi privati di taluni investitori ma anche, più in generale, l'interesse pubblico ad assicurare la piena ed effettiva trasparenza del mercato, al fine di tutelarne l'integrità e di garantire la fiducia di tutti gli investitori, come ricordato al punto 77 della presente sentenza. Pertanto, al giudice del rinvio spetta anche tenere conto del fatto che l'interesse pubblico che una siffatta comunicazione può aver perseguito osta non solo ad interessi privati, ma anche ad un interesse della stessa natura (v., per analogia, Corte EDU, 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 116).
- 89** Alla luce di tutte le considerazioni che precedono, si deve rispondere alla terza e alla quarta questione dichiarando che gli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 devono essere interpretati nel senso che la comunicazione di un'informazione privilegiata da parte di un giornalista è lecita qualora essa debba considerarsi necessaria all'esercizio della sua professione e conforme al principio di proporzionalità.

Sulle spese

- 90 Nei confronti delle parti nel procedimento principale la presente causa costituisce un incidente sollevato dinanzi al giudice nazionale, cui spetta quindi statuire sulle spese. Le spese sostenute da altri soggetti per presentare osservazioni alla Corte non possono dar luogo a rifusione.

Per questi motivi, la Corte (Grande Sezione) dichiara:

- 1) **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), deve essere interpretato nel senso che, ai fini della qualificazione come informazione privilegiata, può costituire un'informazione avente «carattere preciso», ai sensi di tale disposizione e 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 mercato, un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riporta voci di mercato concernenti un emittente di strumenti finanziari e che, ai fini della valutazione di detto carattere preciso, e sempreché siano stati comunicati prima della pubblicazione in questione, sono rilevanti il fatto che l'articolo di stampa in parola indicherà il prezzo al quale i titoli di tale emittente verrebbero acquistati nel contesto di un'eventuale offerta pubblica di acquisto nonché l'identità del giornalista che ha firmato tale articolo e dell'organo di stampa che ne ha garantito la pubblicazione. Quanto all'influenza effettiva della pubblicazione considerata sul prezzo dei titoli ai quali essa si riferisce, anche se può costituire una prova ex post del carattere preciso di detta informazione, essa non può essere sufficiente, di per sé, in assenza di un esame di altri elementi noti o comunicati prima di detta pubblicazione, a dimostrare un siffatto carattere preciso.**
- 2) **L'articolo 21 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/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione, deve essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, ad una delle sue fonti d'informazione abituali, di un'informazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo di stampa a sua firma che riporta una voce di mercato avviene «ai fini dell'attività giornalistica», ai sensi di detto articolo, qualora detta comunicazione sia necessaria per permettere lo svolgimento di un'attività giornalistica, la quale include i lavori d'inchiesta preparatori alla pubblicazione.**
- 3) **Gli articoli 10 e 21 del regolamento n. 596/2014 devono essere interpretati nel senso che la comunicazione di un'informazione privilegiata da parte di un giornalista è lecita qualora essa debba considerarsi necessaria all'esercizio della sua professione e conforme al principio di proporzionalità.**

Firme