Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
JULIANE KOKOTT
del 16 settembre 2021 [1]

Causa C-302/20

Sig. A
contro
Autorité des marchés financiers (Autorità di vigilanza dei mercati finanziari, Francia)

[domanda di pronuncia pregiudiziale della Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi, Francia)]

«Domanda di pronuncia pregiudiziale – Mercato unico dei servizi finanziari – Funzionamento e integrità dei mercati di capitale – Informazioni privilegiate e loro abuso – Direttiva 2003/6/CE (direttiva abusi di mercato) – Divieto di comunicazione di informazioni privilegiate – Direttiva 2003/124/CE – Articolo 1, paragrafo 1 – Nozione di informazione privilegiata – Criteri della precisione e dell'idoneità ad influire sui prezzi – Voci di mercato – Comunicazione da parte di un giornalista ad un altro soggetto vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo riguardante una voce di mercato – Regolamento (UE) n. 596/2014 (regolamento sugli abusi di mercato) – Articolo 21 – Comunicazione di un'informazione privilegiata ai fini dell'attività giornalistica – Articolo 10 – Comunicazione di un'informazione privilegiata durante il normale esercizio di un'occupazione o di una professione»

I. Introduzione

1. La normativa europea sugli abusi di mercato mira innanzitutto a garantire l'integrità di un mercato dei capitali accessibile a parità di condizioni. In tal modo, dovrebbe essere assicurata la fiducia degli investitori, la quale svolge, a sua volta, un ruolo chiave ai fini del funzionamento economico del mercato [2]. Il regime dell'insider trading, in quanto elemento fondamentale della normativa sugli abusi del mercato, mira a conseguire detto obiettivo grazie alla parità di trattamento degli operatori economici sul piano delle informazioni. Nessun investitore dovrebbe trarre profitto da informazioni rilevanti, ma non accessibili al pubblico, a scapito degli investitori che non hanno (o non possono) avere accesso all'informazione [3].

[1] Lingua originale: il tedesco.

[2] V. la proposta di direttiva della Commissione per la MAD del 19 novembre 2002, COM(2002) 625 def., GU 2003, C 71 E, pag. 62: «I mercati finanziari possono sopravvivere alle periodiche esplosioni di volatilità, alle correzioni cicliche o alle deludenti prestazioni di singole azioni. Essi non sopravvivono però all'erosione della fiducia degli investitori causata da mercati (…) suscettibili di abusi».

[3] V. in particolare sentenze del 10 maggio 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punto 38); e del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punti 47 e 48).

2. Pertanto, il regime dell'insider trading dispone che, da un lato, in linea di principio, vengano rese disponibili al pubblico nella misura più ampia possibile tutte le informazioni rilevanti, attraverso l'obbligo posto a carico dell'emittente di titoli di pubblicare regolarmente le informazioni che lo riguardano (cosiddetta pubblicità ad hoc) [4]. Dall'altro lato, le persistenti asimmetrie informative non possono essere sfruttate (divieto di insider trading [5]), oppure devono essere mantenute il più possibile in una cerchia ristretta (divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate [6]).

3. La presente domanda di pronuncia pregiudiziale riguarda, in sostanza, il divieto di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e i suoi limiti. Nel procedimento principale, un giornalista finanziario si oppone ad una sanzione inflittagli in conseguenza della presunta divulgazione di un'informazione privilegiata, facendo così valere essenzialmente una violazione della sua libertà di stampa. Sebbene, in considerazione dell'obiettivo perseguito dalla normativa in materia di insider trading, di garantire un elevato livello di trasparenza, il trattamento giornalistico di informazioni privilegiate sia quantomeno in parte auspicabile anche sotto il profilo di detta normativa, tuttavia, in particolare nella fase anteriore alla diffusione capillare e alla pubblicazione di un'informazione nei media, la normativa menzionata e la libertà di stampa e di espressione possono anche entrare in contrasto tra loro. Stabilire il modo in cui poter risolvere detto contrasto costituisce l'oggetto della seconda questione sottoposta alla Corte dal giudice del rinvio, la Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi, Francia).

4. Tale giudice si pone però anzitutto la questione se la pubblicazione contestata al ricorrente nel procedimento principale riguardasse un'informazione privilegiata. Nell'ambito della prima questione occorre chiarire soprattutto in quali condizioni una voce di mercato, ossia un'informazione evidentemente incerta, possa attivare i meccanismi della normativa in materia di insider trading.

II. Contesto normativo

A. Diritto dell'Unione

1. Direttiva 2003/6 (direttiva abusi di mercato)

5. La 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) (in prosieguo: la «MAD» per *market abuse directive*) [7] contempla al suo articolo 1, punto 1, una definizione della nozione di «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 V. articolo 17 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/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione (GU 2014, L 173, pag. 1).

5 V. articolo 14, lettere a) e b), del regolamento n. 596/2014.

6 V. articolo 14, lettera c), del regolamento n. 596/2014.

7 GU 2003, L 96, pag. 16.

6. In forza dell'articolo 2, paragrafo 1, secondo comma, lettera c), della MAD, gli Stati membri vietano alle persone che hanno accesso alle informazioni privilegiate a motivo del loro lavoro, della loro professione e delle loro funzioni, 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.

7. Inoltre, 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;

b) di raccomandare ad un'altra persona di acquisire o cedere o di indurre un'altra persona ad acquisire o cedere, in base a informazioni privilegiate, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono».

2. Direttiva 2003/124

8. I primi due considerando della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato (in prosieguo: la «direttiva 2003/124») [8] recitano come segue:

«(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».

9. L'articolo 1 di detta direttiva definisce più specificamente la nozione di informazione privilegiata:

«1. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 1, della [MAD], 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.

[8] GU 2003, L 339, pag. 70.

2. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 1, punto 1, della direttiva [MAD], 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».

3. Regolamento n. 596/2014 (regolamento sugli abusi di mercato)

10. Il regolamento n. 596/2014 (in prosieguo: il «MAR» per *market abuse regulation*) ha sostituito la MAD e si applica, in forza del suo articolo 39, paragrafo 2, negli Stati membri a decorrere dal 3 luglio 2016.

11. Il considerando 77 di detto regolamento dispone quanto segue:

«Il presente regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (la "Carta"). 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 e di altre disposizioni pertinenti».

12. La definizione della nozione di informazione privilegiata di cui all'articolo 7, paragrafo 1, lettera a), del MAR corrisponde a quella presente nell'articolo 1, paragrafo 1, della MAD.

13. L'articolo 7, paragrafi 2 e 4, del MAR recitano, per estratto, come segue:

«2. Ai fini del paragrafo 1, si considera che un'informazione ha un carattere preciso se essa fa riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà e se tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni. A tal riguardo, nel caso di un processo prolungato che è inteso a concretizzare, o che determina, una particolare circostanza o un particolare evento, tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni a carattere preciso.

4. Ai fini del paragrafo 1, per informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari, degli strumenti finanziari derivati, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, s'intende un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento».

14. L'articolo 10, paragrafo 1, del MAR, rubricato «Comunicazione illecita di informazioni privilegiate», prevede quanto segue:

«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. (…)».

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

16. Il seguente articolo 21, rubricato «Comunicazione o diffusione di informazioni ai media», recita come segue:

«Ai fini dell'applicazione dell'articolo 10 (…), 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 ricavino, 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».

B. Normativa francese

17. L'articolo 1, paragrafo 1, della MAD e l'articolo 1 della direttiva 2003/124 sono stati riportati in una formulazione quasi identica nell'articolo 621-1 del Règlement général de l'AMF (regolamento generale dell'AMF; in prosieguo: il «RGAMF») e trasposti in tal modo nell'ordinamento francese.

18. L'articolo 622-1 del RGAMF dispone che le persone indicate nel successivo articolo 622-2 devono astenersi dall'utilizzare le informazioni privilegiate di cui dispongono e devono altresì astenersi dal comunicarle a persone al di fuori dell'ambito del normale esercizio del proprio lavoro, professione o funzione. Il menzionato articolo 622-2 riguarda, inter alia, persone che sono in possesso di un'informazione privilegiata avendo avuto accesso a tali informazioni a motivo del loro impiego o della loro professione.

III. Fatti e procedimento principale

19. Il sig. A, ricorrente nel procedimento principale, è un giornalista in pensione, che ha esercitato detta attività nel corso della sua vita professionale presso vari quotidiani britannici. Da ultimo egli ha lavorato per il sito Internet, molto consultato, di una rivista britannica, ove pubblicava regolarmente articoli, nei quali riprendeva voci circolanti sui mercati. Due di detti articoli sono rilevanti ai fini del procedimento principale.

20. In primo luogo, il ricorrente nel procedimento principale pubblicava la sera dell'8 giugno 2011 un articolo su una possibile offerta di acquisto di un gruppo riguardante le azioni di un'impresa ad un prezzo specificamente indicato, superiore dell'86% al prezzo di dette azioni alla chiusura della

Borsa. All'apertura del successivo giorno di contrattazioni il prezzo dell'azione della presunta impresa bersaglio registrava un incremento dello 0,64% e nel corso della giornata di un ulteriore 4,55%.

21. In secondo luogo, egli pubblicava la sera del 12 giugno 2012 un articolo riguardante un altro possibile acquisto ad un determinato prezzo superiore di circa l'80% al prezzo dell'azione della presunta impresa bersaglio. Nel corso del successivo giorno di contrattazioni, il prezzo dell'azione di detta impresa registrava un incremento del 17,69% fino alla chiusura della Borsa. L'impresa interessata smentiva dette voci due giorni più tardi.

22. Poco prima della pubblicazione dei due articoli sulla pagina Internet della rivista in questione molte persone residenti nel Regno Unito avevano acquistato le rispettive azioni, rivendendole ad un prezzo più alto il giorno successivo.

23. Nel corso di un'indagine sui dati delle connessioni telefoniche, l'autorità francese di vigilanza dei mercati finanziari, l'Autorité des marchés financiers (in prosieguo: la «AMF») poteva constatare che il ricorrente nel procedimento principale aveva avuto un contatto telefonico rispettivamente con uno o più dei successivi acquirenti. Si tratta di analisti finanziari con i quali il ricorrente nel procedimento principale da anni discuteva continuamente di questioni inerenti al mercato dei capitali. In almeno un caso, la persona interessata, poco dopo aver terminato la conversazione telefonica con il ricorrente nel procedimento principale, ha chiamato il proprio broker, il quale ha successivamente impartito un incarico di acquisto relativo ai titoli menzionati nell'articolo di recente pubblicazione.

24. La AMF contesta al ricorrente nel procedimento principale di aver comunicato alle summenzionate persone, nell'ambito delle rispettive conversazioni telefoniche, l'imminente pubblicazione degli articoli, sostenendo che un'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo di stampa, che riprende voci di mercato, potrebbe costituire un'informazione privilegiata e che le informazioni di cui trattasi soddisferebbero le condizioni per essere qualificate come informazioni privilegiate. Pertanto, essa ha comminato al ricorrente nel procedimento principale, a seguito di un'audizione svoltasi dinanzi alla propria commissione delle sanzioni, un'ammenda pari a EUR 40 000, irrogando altresì ammende nei confronti degli acquirenti di tali titoli per insider trading.

25. Il ricorso avverso detta decisione pende dinanzi al giudice remittente, la Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi).

26. In detto ricorso, il ricorrente contesta il fatto di aver parlato degli articoli riguardanti le voci di acquisizione con i successivi acquirenti, sostenendo che l'informazione sull'imminente pubblicazione di detti articoli non potrebbe essere qualificata come un'informazione privilegiata. Infatti, le mere voci, in ragione delle loro naturali incertezze e ambiguità, mancherebbero della necessaria precisione. Il carattere preciso di un'informazione costituirebbe però una condizione autonoma ai fini della qualificazione come informazione privilegiata ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, della MAD oppure dell'articolo 7, paragrafo 1, lettera a), del MAR. In particolare, il requisito della precisione non verrebbe superato dal fatto che l'informazione sia stata capace di influire sui prezzi. Inoltre, la sanzione inflitta al ricorrente violerebbe l'articolo 21 del MAR che contemplerebbe, per i giornalisti, un'eccezione al divieto di pubblicazione di informazioni privilegiati. L'applicazione di detta eccezione alla situazione che lo riguarda dovrebbe pertanto comportare l'annullamento dell'ammenda inflittagli.

27. Il giudice remittente ritiene che proprio i significativi incrementi di prezzo dei titoli a seguito della pubblicazione dei rispettivi articoli dimostrerebbero che le informazioni di cui trattasi costituivano informazioni che potevano influire sui prezzi ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124 e dell'articolo 7, paragrafo 4, del MAR. Non sarebbe però chiaro se l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione degli articoli soddisfi o meno il criterio della precisione, in quanto il loro contenuto – vale a dire il riferimento alle voci di mercato – possa non essere sufficientemente specifico.

28. Con riguardo all'applicazione dell'articolo 21 del MAR, per il giudice remittente si pone la questione se il comportamento del ricorrente nel procedimento principale abbia avuto luogo «ai fini dell'attività giornalistica» ai sensi di tale disposizione e se quest'ultima contenga pertanto uno speciale regime tassativo. In caso di deroga generale al divieto di pubblicazione di informazioni privilegiate per fini professionali, la Corte richiederebbe infatti che la comunicazione dell'informazione privilegiata deve essere strettamente necessaria all'esercizio di una professione nonché proporzionata [9]. Dovrebbero pertanto essere chiariti i requisiti che l'articolo 21 del MAR, eventualmente in combinato disposto con l'articolo 10, paragrafo 1, del MAR, pone con riguardo alla legittimità della condotta del ricorrente nel procedimento principale.

IV. Questioni pregiudiziali e procedimento dinanzi alla Corte

29. In tale contesto la Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte, ai sensi dell'articolo 267 TFUE, le seguenti questioni pregiudiziali:

1. a) Se l'articolo 1, punto 1, della MAD, 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. In secondo luogo, ove si risponda che un'informazione come quella di cui trattasi può soddisfare il requisito di precisione richiesto:

a) Se l'articolo 21 del MAR debba essere interpretato nel senso che la comunicazione da parte di un giornalista, a una delle sue fonti 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».

[9] Sentenza del 22 novembre 2005, Grøngaard e Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

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. In terzo luogo, se gli articoli 10 e 21 del MAR debbano essere interpretati nel senso che, anche quando un'informazione privilegiata è divulgata da un giornalista «ai fini dell'attività giornalistica», ai sensi dell'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. In quarto luogo, se l'articolo 10 del regolamento (UE) 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.

30. Nel procedimento scritto dinanzi alla Corte, il ricorrente nel procedimento principale, l'AMF, la Repubblica francese, il Regno di Norvegia, il Regno di Svezia, il Regno di Spagna e la Commissione europea hanno presentato osservazioni sulle questioni pregiudiziali. Tutte le parti, escluso il Regno di Norvegia, hanno inoltre partecipato all'udienza del 22 giugno 2021.

V. Valutazione giuridica

31. Con le sue questioni pregiudiziali, la Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) chiede in sostanza di acclarare se al ricorrente nel procedimento principale sia stata legittimamente inflitta un'ammenda per violazione del divieto di comunicazione di cui all'articolo 622-1 del RGAMF [10]. Detta norma ha sostanzialmente trasposto l'articolo 3, lettera a), della MAD nell'ordinamento francese.

32. Con la prima questione, da a) a c), detto giudice chiede al riguardo anzitutto se l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo di stampa su voci di mercato possa essere considerata come un'«informazione privilegiata» ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della MAD [11] e pertanto se ricada, in linea di principio, nel divieto di comunicazione di cui al successivo articolo 3, lettera a) (v., al riguardo, sub A.) Le questioni dalla seconda alla quarta vertono quindi sulle deroghe al divieto di comunicazione di informazioni privilegiate e precisamente nel particolare contesto dell'attività giornalistica (v., al riguardo, sub B.)

A. Sulla prima questione pregiudiziale

33. Con la sua prima questione il giudice remittente chiede in sostanza se e a quali condizioni un'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo di stampa che riprende voci di mercato possa essere considerata avente un carattere preciso ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della MAD e dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124.

[10] Il divieto di pubblicazione discende ora immediatamente dall'articolo 10, paragrafo 1, in combinato disposto con l'articolo 14, lettera c), del MAR.

[11] Corrisponde all'articolo 7, paragrafo 1, lettera a), del MAR.

34. Il requisito della precisione costituisce la prima delle quattro condizioni di cui all'articolo 1, punto 1, della MAD necessarie ai fini della qualificazione di un'informazione come informazione privilegiata. In secondo luogo, tale informazione non deve essere stata resa pubblica. In terzo luogo, essa deve concernere, direttamente o indirettamente, uno o più strumenti finanziari o loro emittenti. In quarto luogo, essa, se resa pubblica, deve poter influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi (in prosieguo: la «influenza sui prezzi») [12].

35. Il giudice remittente ritiene che la seconda, la terza e la quarta condizione siano soddisfatte e, in particolare, che l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione degli articoli potesse influire sui prezzi ai sensi della quarta condizione. Tale constatazione si basa, in particolare, sull'oscillazione dei prezzi dei titoli menzionati negli articoli a seguito della loro pubblicazione.

36. In forza dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, il requisito della precisione si compone di due elementi. Da un lato, l'informazione deve riferirsi ad un complesso di circostanze esterne o ad un evento verificatisi o di cui si possa ragionevolmente ritenere che verranno ad esistere. Dall'altro lato, l'informazione deve essere 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.

37. Delle due summenzionate condizioni il giudice remittente applica senz'altro la prima, segnatamente il fatto che l'articolo possa essere ragionevolmente pubblicato al momento della comunicazione e considera bisognosa di chiarimento pertanto, in sostanza, solo la seconda condizione, ossia la specificità [13] rispetto ai possibili effetti sul prezzo, la cui presenza è ritenuta problematica dalla Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) in quanto l'informazione di cui trattasi nella fattispecie in esame, vale a dire l'imminente pubblicazione dell'articolo di stampa, si riferisce ad una voce di mercato. Quanto alla specificità di detta voce sorgerebbero dubbi, potendo essere troppo imprecisa o insicura da consentire di trarre conclusioni sui possibili effetti sul prezzo. Il giudice remittente ritiene che tale rilievo potrebbe riverberarsi sulla specificità dell'informazione di cui trattasi e che, di conseguenza, non sarebbe in grado di constatare l'esistenza di un'informazione privilegiata, sebbene l'informazione, a suo parere, non fosse stata resa pubblica, né potesse influire sul prezzo, conferendo così al detentore dell'informazione un particolare vantaggio rispetto agli altri operatori economici [14].

38. Secondo la giurisprudenza della Corte, tuttavia, il carattere della specificità costituisce, quale secondo elemento costitutivo della precisione di un'informazione privilegiata [15], una condizione autonoma e indipendente rispetto all'influenza sui prezzi con riguardo alla configurabilità di un'informazione privilegiata [16]. Ne consegue che occorre indagare anzitutto se l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo di stampa, a prescindere dal fatto che quest'ultimo riprenda voci di mercato, possa essere considerata specifica ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124 (v. al riguardo sub 1.)

[12] Sentenza del 28 giugno 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punto 25).

[13] In prosieguo utilizzerò detta nozione con riguardo al secondo criterio della precisione di cui all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, ritenendo che il giudice lo consideri l'aspetto determinante in via esclusiva.

[14] Sentenza del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punto 52).

[15] V. paragrafo 36 delle presenti conclusioni.

[16] Sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punto 28).

39. Solo in seguito occorrerà chiarire, per quanto riguarda la prima questione pregiudiziale sub c), se la specificità dell'informazione di cui trattasi possa essere dimostrata con il verificarsi di un'oscillazione del prezzo successivamente alla pubblicazione dei rispettivi articoli (v. al riguardo sub 2.)

1. Sulla determinazione della specificità dell'informazione di cui trattasi

40. Dalla summenzionata definizione del carattere della specificità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124 si evince che l'informazione deve avere un contenuto o un valore informativo, che consenta di valutare la sua eventuale influenza sui prezzi [17]. Evidentemente, il livello richiesto non è elevato [18]. Al contrario, ne dovrebbero essere escluse solo le informazioni prive a priori di un rilevante valore informativo con riguardo alla valutazione dell'influenza sui prezzi.

41. Secondo il considerando 1 della direttiva 2003/124, un investitore ragionevole, nel valutare l'influenza sui prezzi, si basa in particolare su notizie concernenti l'impatto economico di un'informazione per un'impresa [19] e la sua attendibilità. Pertanto, secondo quanto affermato dalla Corte, il carattere della specificità esclude solo le informazioni vaghe o generiche che non permettono di trarre alcuna conclusione quanto al loro possibile impatto o effetto sui prezzi degli strumenti interessati [20].

42. Sebbene l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione di un articolo da parte dell'autore dell'articolo in parola non sia affatto vaga, riportando il verificarsi con certezza di un evento specifico sulla base di una fonte attendibile, tuttavia, detta informazione, in sé considerata, è palesemente troppo generica per consentire di trarre conclusioni sul suo possibile effetto sui prezzi di un determinato strumento finanziario. Una conclusione del genere è possibile tenendo conto del collegamento con l'oggetto dell'articolo interessato – vale a dire, nella fattispecie in esame, delle voci di mercato riguardanti le acquisizioni delle imprese.

43. Tale collegamento è richiamato anche dal ricorrente nel procedimento principale, il quale esclude che l'informazione vertente sulla pubblicazione degli articoli possa essere specifica solo laddove l'oggetto del rispettivo articolo sia a sua volta specifico. Il contenuto degli articoli controversi, nel caso in esame, sarebbe privo di specificità, riguardando voci che per loro natura sono generiche. A tal proposito, egli fa riferimento, in particolare, ad una dichiarazione del precedente Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), secondo la quale le voci di mercato costituiscono l'esatto contrario delle informazioni verificabili e dunque a carattere preciso [21].

44. A mio avviso, entrambi i rilievi non sono pertinenti.

[17] V. in tal senso sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punto 31).

[18] In tal senso conclusioni dell'avvocato generale Wathelet nella causa Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, paragrafo 37).

[19] V. l'espressione «impatto previsto (…) alla luce dell'attività complessiva dell'emittente interessato».

[20] Sentenza dell'11 marzo 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punto 3[8]).

[21] V. CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punto 1.5. In tal senso anche CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, punto 20, primo trattino.

a) Sulla generale (carenza di) specificità delle voci di mercato

45. Qualora le voci di mercato dovessero essere considerate, in generale, come prive di specificità, non potrebbero mai costituire un'informazione privilegiata [22]. Tuttavia, la MAD non esclude espressamente le voci di mercato dalla normativa in materia di insider trading. Al contrario, come si è detto supra, il considerando 1 della direttiva 2003/124 menziona espressamente l'importanza dell'«attendibilità della fonte di informazione» ai fini della valutazione del valore informativo. Ciò implica che la direttiva non richiede alcuna attendibilità assoluta ai fini della qualità dell'informazione privilegiata e che, di conseguenza, l'attendibilità è un fattore graduale che deve essere accertato caso per caso.

46. Inoltre, le voci svolgono un ruolo molto utile nella prassi del mercato [23]. Di conseguenza, secondo l'articolo 1, punto 2, lettera c) della MAD le notizie incontrollate vengono elaborate dal mercato, in quanto possono costituire i vettori di indicazioni fuorvianti in grado di alterare i prezzi a mezzo di manipolazione. Al fine di conseguire la finalità della direttiva, ossia di garantire la fiducia degli investitori attraverso una pari opportunità di accesso alle informazioni [24], deve essere proibito in tale ambito lo sfruttamento delle asimmetrie informative.

47. Ciò vale a maggior ragione in quanto l'attendibilità di informazioni non rese pubbliche spesso non è assicurata. In altre parole, molte informazioni relative ad eventi (futuri) possono essere considerate oppure definite come voci di mercato finché non siano divulgate oppure non costituiscano oggetto di una precisazione pubblica. Dato che le informazioni non certe non possono peraltro esulare del tutto dall'ambito di applicazione della normativa in materia di insider trading, sono inevitabili le difficoltà nello stabilirne la specificità. Non è pertanto giustificato escludere in via generale, in ragione del loro carattere intrinsecamente incerto, le voci di mercato in quanto non sufficientemente specifiche. In ogni caso, non può essere raggiunta in tal modo una rilevante certezza del diritto [25].

b) Sulla relazione esistente tra oggetto e pubblicazione dell'articolo

48. Inoltre, una carenza di specificità dell'oggetto di un articolo non può desumersi ipso facto dalla carenza di specificità dell'informazione vertente sulla sua pubblicazione. Come la stessa AMF giustamente sottolinea, ciò indurrebbe a non considerare il fatto che il valore informativo del contenuto di una notizia può cambiare proprio in funzione della sua successiva pubblicazione. Ciò vale segnatamente nel caso di voci di mercato il cui contenuto è spesso impreciso e la cui attendibilità dipende dal numero e dallo status dei soggetti che le diffondono. Dunque, una voce di mercato può acquisire credibilità a seguito di pubblicazione e altresì precisione per effetto di un consolidamento testuale.

49. Una diversa considerazione non sarebbe inoltre compatibile con la finalità di tutela della normativa in materia di insider trading. Infatti, a prescindere dalla possibile modifica della voce di mercato a seguito della sua pubblicazione, quest'ultima attribuisce all'informazione vertente

22 Infatti, la specificità, quale secondo elemento della precisione, costituisce una condizione necessaria, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della MAD, ai fini della configurabilità di un'informazione privilegiata.

23 V., ad esempio, Van Bommel, «Rumors», *The Journal of Finance*, vol. 58 n. 4 (2003), pag. 1499.

24 V., al riguardo, sentenza del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punti da 47 a 49).

25 V., sull'obiettivo di una definizione giuridicamente certa dell'informazione privilegiata, il considerando 3 della direttiva 2003/124.

sulla pubblicazione un proprio valore aggiunto. Un investitore, conoscendo il momento della pubblicazione, ottiene, infatti, un'informazione privilegiata, che può sfruttare nei confronti degli altri investitori.

50. La relazione tra pubblicazione e contenuto di un articolo può essere dunque correttamente intesa nel senso che, ai fini della specificità di un'informazione come quella di cui trattasi nella fattispecie in esame, è decisivo il contenuto dell'articolo nella forma in cui viene pubblicato. Infatti, è proprio quest'ultima circostanza – il contenuto pubblicato dell'articolo – ad essere presa in considerazione dal mercato, costituendo quindi la base della valutazione da parte di un investitore.

51. Sotto il profilo sostanziale, è rilevante il fatto che dalla voce di mercato pubblicata possano derivare specifici effetti economici per un emittente. Ad esempio, un articolo riguardante una «grossa» acquisizione «nel settore automobilistico» senza indicazione delle imprese coinvolte dovrebbe essere considerato troppo generico e pertanto non specifico. Ove l'articolo consenta di trarre conclusioni almeno implicite circa le imprese interessate, l'indicazione del prezzo dell'offerta, ove la voce riguardi un'acquisizione, rende invero l'articolo – e quindi la voce stessa – apparentemente ancora più specifico. Tuttavia, il mercato, in considerazione del fatto che le offerte pubbliche di acquisto prevedono, di norma, il pagamento di un premio di acquisizione rispetto al prezzo dell'azione, può valutare la possibilità di un effetto sui prezzi anche in assenza di una siffatta indicazione [26].

52. Stabilire inoltre se la pubblicazione della voce di mercato possa determinarne l'attendibilità dipende dalla questione se da detta pubblicazione possano desumersi criteri volti a determinare in maniera sufficientemente concreta la credibilità e l'affidabilità. Tali criteri possono consistere, da un lato, nel riferimento presente nello stesso articolo alle fonti della voce di mercato; dall'altro lato, a tal riguardo, può essere significativa la reputazione del giornalista al pari di quella dell'organo di stampa [27]. Infatti, detti criteri, per effetto della pubblicazione, possono comportare che l'informazione sia sufficientemente verificata. In tal senso, lo scrupoloso accertamento della veridicità delle informazioni da pubblicare rientra negli obblighi professionali del giornalista [28], la cui mancata osservanza non può essere presunta nel caso di stimati giornalisti. In aggiunta a ciò, possono essere importanti però anche altri criteri, come, ad esempio, il grado di concretezza del linguaggio e del contenuto [29]. A tal riguardo, l'indicazione di uno specifico prezzo di offerta può essere a sua volta determinante. Tuttavia, nell'esame della specificità non è (ancora) rilevante stabilire se l'informazione sia infine sufficientemente attendibile per costituire il fondamento di un incentivo commerciale ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124; essa deve consentire soltanto una valutazione seria e ragionevole.

[26] V., al riguardo, anche sentenza del 22 novembre 2005, Grøngaard e Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punti 37 e 38). In tal senso anche CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punto 1.8.

[27] V. sull'analisi empirica del ruolo di detti fattori, *Ahern/Sosyura*, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, The Review of Financial Studies, vol. 28, n. 7 (2015), pagg. 2050 e segg.

[28] V. ad esempio le leggi regionali sulla stampa dei Länder federali tedeschi che continuano a prevedere un obbligo di verità. L'obbligo di rendicontazione veritiera e precisa costituisce altresì un presupposto per poter considerare i giornalisti e le giornaliste beneficiari della tutela di cui all'articolo 10 CEDU, v. ad esempio sentenza della Corte EDU, 7 febbraio 2012, Axel Springer AG c. Germania, CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

[29] V. del pari *Ahern/Sosyura* (nota 27).

2. Sull'oscillazione del prezzo ex post

53. Nell'ambito della prima questione pregiudiziale sub c), la Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) chiede inoltre se un'oscillazione del prezzo dovuta alla pubblicazione (ex post) dell'informazione in parola possa essere rilevante ai fini della valutazione della sua specificità.

54. La configurabilità di un'informazione privilegiata dev'essere valutata necessariamente da una prospettiva ex ante, in quanto il carattere essenziale dell'informazione privilegiata consiste proprio nel fatto che essa non è nota al pubblico. Ne consegue che una successiva oscillazione del prezzo può essere fin dall'inizio solo indirettamente rilevante per stabilire se un'informazione sia a carattere preciso ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124, segnatamente nell'ambito della successiva prova.

55. In tal senso, il considerando 2 della direttiva 2003/124 prevede che una successiva oscillazione del prezzo possa essere utilizzata ai fini della verifica dell'influenza sui prezzi (*ex ante*) (senza che però ciò possa costituire il fondamento per l'adozione di una misura nei confronti di un soggetto che ha tratto conclusioni ragionevoli dalle informazioni ex ante a sua disposizione). Infatti, è evidente che un'informazione è idonea ad influire sui prezzi qualora, a seguito della pubblicazione, si sia verificata un'oscillazione del prezzo [30]. Il giudice remittente pone la questione se detta osservazione possa essere estesa anche alla specificità.

56. A detta questione dovrebbe fornirsi una risposta affermativa allorché la specificità di un'informazione privilegiata costituisce una condizione necessaria ai fini della sua influenza sui prezzi. In tale ipotesi, sarebbe possibile desumere dalla successiva oscillazione del prezzo che l'informazione pubblicata fosse specifica. Molti elementi sembrano corroborare tale relazione: infatti, un'informazione, conformemente alla definizione di cui all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124, può influire sui prezzi qualora un investitore ragionevole, vale a dire informato, fondasse le proprie decisioni su detta informazione. Ciò richiede almeno prima facie che l'oggetto di detta informazione abbia anzitutto consentito di valutarla rilevante ai fini della decisione di investimento. Tuttavia, ciò implica proprio che essa era sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi di strumenti finanziari.

57. Il giudice remittente e il ricorrente nel procedimento principale ritengono invece, a quanto pare, che potrebbero esistere informazioni che influenzano i prezzi pur non essendo specifiche. Se tale fosse il caso, tuttavia, un'informazione del genere non costituirebbe un'informazione privilegiata, a causa del mancato rispetto della prima condizione stabilita dall'articolo 1, punto 1, della MAD. Di conseguenza, detta tesi comporterebbe che determinate informazioni idonee ad incidere sui prezzi, le quali conferiscono proprio in ragione di tale incidenza un particolare vantaggio al detentore dell'informazione, sarebbero sottratte al divieto di abuso di informazioni privilegiate. Tale vantaggio potrebbe dunque essere sfruttato senza incorrere in sanzioni, il che potrebbe pregiudicare la fiducia degli investitori nella simmetria informativa [31]. Non si ravvisa alcun giustificato motivo a supporto di tale ipotesi [32].

[30] Occorre pertanto rammentare che il parametro per l'esame dell'influenza sui prezzi è costituito dall'investitore ragionevole (v. paragrafo 41 delle presenti conclusioni); in altre parole, un'oscillazione del prezzo può aver luogo anche nel caso di informazione priva di influenza sui prezzi ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2003/124, segnatamente quando essa è dovuta ad un'imprevedibile reazione del mercato.

[31] V. sentenza del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punto 52).

[32] Nella sentenza del 28 giugno 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punto 48), la Corte si è basata, a tal riguardo, sulla certezza del diritto con riguardo all'emittente, la quale però non dovrebbe avere alcun rilievo rispetto alle voci di mercato che lo riguardano, dato che un emittente non è peraltro tenuto a divulgarle.

58. Per rispondere alla prima questione pregiudiziale sub c), non è però necessario acclarare in via definitiva se possano esistere informazioni che influenzano i prezzi pur non essendo specifiche. Infatti, anche in caso affermativo, vale tuttavia il principio generale secondo cui un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento su informazioni dotate di un certo grado di concretezza. In altre parole, almeno nella maggioranza dei casi, un'informazione idonea ad influenzare i prezzi sarà anche specifica. Detta circostanza è sufficiente, a mio avviso, per applicare anche alla specificità l'approccio sancito nel considerando 2 della direttiva 2003/124, secondo il quale una successiva oscillazione del prezzo *costituisce* comunque *un indizio* dell'influenza dell'informazione sui prezzi. Infatti, detto effetto di prova o verifica non esonera, di per sé, dall'effettivo accertamento dei fatti concreti né dall'esaminare, in ogni caso, in ambito sanzionatorio, se il carattere di informazione privilegiata discendesse già da circostanze preesistenti.

3. Conclusione intermedia

59. La risposta alla prima questione pregiudiziale è dunque la seguente: l'informazione, proveniente dall'autore di un articolo di stampa, vertente sull'imminente pubblicazione di detto articolo, che riprende voci di mercato riguardanti l'acquisizione di un'impresa, risponde al requisito di precisione richiesto dall'articolo 1, punto 1, della MAD in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124, qualora l'oggetto dell'articolo, nella forma in cui viene pubblicato, sia così specifico da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi di uno o più strumenti finanziari. Tale è il caso quando dalla pubblicazione dell'articolo emergono elementi sulla base dei quali sia possibile valutare l'attendibilità delle informazioni ivi contenute e ne discendano potenziali effetti economici per un emittente. Possono essere significativi la fama e la reputazione del o della giornalista che ha firmato l'articolo, il prestigio dell'organo di stampa che lo pubblica e il fatto che l'articolo indichi un determinato prezzo per la relativa offerta di acquisto. Un'eventuale oscillazione di prezzo dovuta alla pubblicazione dell'informazione di cui trattasi può essere utilizzata, ai sensi del considerando 2 della direttiva 2003/124, al fine di verificare la presunzione che l'informazione *ex ante* fosse specifica ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, di detta direttiva.

B. Sulle questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta

60. Qualora il giudice remittente, in applicazione dei suddetti criteri giunga alla conclusione che l'informazione vertente sull'imminente pubblicazione degli articoli di cui trattasi debba essere considerata come un'informazione privilegiata, si pone allora la questione se la sua comunicazione, vale a dire il portarla a conoscenza dei soggetti interessati, fosse anche illecita e pertanto meritevole di sanzione.

61. L'articolo 3, lettera a), della MAD, la norma applicabile al momento del fatto controverso, non osta a qualsiasi comunicazione di informazioni privilegiate. Anzi, la loro comunicazione è vietata nel solo caso in cui «non [avvenga] nell'ambito del normale esercizio [di un] lavoro, [di una] professione o [di] funzioni». Detta norma trae origine dall'idea che un divieto tassativo di comunicazione implicherebbe la paralisi di altri importanti processi. È infatti in pratica inconcepibile che l'attività di un'impresa possa svolgersi senza il trattamento e la comunicazione di informazioni privilegiate ad una ristretta cerchia di soggetti all'interno dell'impresa medesima (ad esempio, alle divisioni responsabili) oppure anche verso l'esterno (ad esempio, ad avvocati e revisori contabili).

62. La Corte ha però chiarito che l'eccezione al divieto di comunicazione deve ricevere un'interpretazione restrittiva e può applicarsi solo nel caso in cui la comunicazione sia strettamente necessaria a fini professionali e avvenga nel rispetto del principio di proporzionalità [33].

63. Una disposizione pressoché identica all'articolo 3, lettera a), della MAD è ora contemplata dall'articolo 10, paragrafo 1, del MAR [in combinato disposto con il suo articolo 14, lettera c)]. Inoltre, l'articolo 21 del MAR, nella normativa attualmente vigente, dispone che, nell'ambito delle finalità dell'attività giornalistica, nell'applicare il menzionato articolo 10 del MAR, occorre tener 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.

64. La Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) chiede ora, con le sue questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta, in qual modo debba essere valutata la notizia riguardante l'imminente pubblicazione degli articoli alla luce delle menzionate disposizioni del MAR, in altre parole, se in base ad esse siano soddisfatte le condizioni per una deroga al divieto della comunicazione.

65. Ne consegue che occorre chiarire quale regime giuridico sia previsto dal MAR con riguardo al trattamento delle informazioni privilegiate nell'ambito giornalistico. È dunque necessario stabilire, in ultima analisi, il modo in cui la libertà di stampa e di espressione nei mezzi di informazione possa trovare un giusto equilibrio con la tutela dell'integrità del mercato, evocata in particolare dalla Corte tramite l'applicazione tendenzialmente rigorosa del divieto di comunicazione nel contesto dell'attività professionale. Dunque, le questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta devono ricevere una risposta congiunta (a tal riguardo, sub 2.)

66. Occorre però anzitutto esaminare la ricevibilità delle questioni preliminari, in quanto il MAR – come constatato dallo stesso giudice remittente – non era ancora entrato in vigore al momento del fatto controverso nel procedimento principale, ma trovavano applicazione ancora le norme della MAD (a tal riguardo immediatamente sub 1.)

1. Sull'applicabilità del MAR nel procedimento principale (ricevibilità delle questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta)

67. Il giudice remittente ritiene che l'articolo 21 del MAR costituisca, rispetto all'articolo 3, lettera a), della MAD, propriamente vigente ratione temporis, una disposizione più favorevole per i giornalisti che, nel contesto sanzionatorio di cui trattasi, in base al principio della *lex mitior* [34], dovrebbe trovare applicazione anche alle azioni commesse prima della sua entrata in vigore. Ne consegue che le questioni vertenti sull'articolo 21 del MAR sarebbero pertinenti nel procedimento principale.

68. Il fatto che l'articolo 21 del MAR contempli una disciplina più mite non può peraltro desumersi dal fatto che, anche in applicazione dell'articolo 3, lettera a), della MAD, dovessero prendersi in considerazione, nella sua interpretazione e applicazione, i diritti fondamentali, in

[33] Sentenza del 22 novembre 2005, Grøngaard e Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punto 34).

[34] V. articolo 49, paragrafo 1, terza frase della Carta. La violazione del divieto di comunicazione ha carattere penale nell'ordinamento francese, in base a quanto esposto dal giudice remittente. La Corte ha inoltre già dichiarato che anche le sanzioni amministrative disposte dalla normativa sugli abusi del mercato possono presentare carattere penale e pertanto, inter alia, giustificano l'applicazione dell'articolo 48 della Carta, v. sentenza del 2 febbraio 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punti 42 e 43).

particolare l'articolo 11 della Carta e l'articolo 10 CEDU [35]. Tale valutazione dipende piuttosto, in ultima analisi, dal modo in cui debba essere interpretato in concreto l'articolo 21 del MAR. Tuttavia, essendo tale l'oggetto delle questioni pregiudiziali, il loro esame nel merito è conforme ai requisiti di una buona amministrazione della giustizia [36].

69. Ciò vale anche con riguardo all'articolo 10, paragrafo 1, del MAR, di cui viene richiesta espressamente l'interpretazione nella terza e nella quarta questione pregiudiziale. Sebbene l'articolo 3, lettera a), della MAD contempli al riguardo una disposizione analoga – quantomeno nel tenore letterale – cosicché l'applicazione del principio della *lex mitior* sembra prima facie esclusa nel presente caso, tuttavia l'articolo 21 del MAR fa esplicito riferimento all'articolo 10, con la conseguenza che le norme formano parte di un'unica normativa. È pertanto necessario analizzare entrambe le disposizioni nel loro rapporto reciproco, al fine di garantire un'interpretazione adeguata.

70. Ne consegue la ricevibilità di un esame nel merito delle questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta.

2. Sulle deroghe al divieto di comunicazione delle informazioni privilegiate con riguardo all'attività giornalistica

71. Le questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta riguardano, da un lato, l'applicabilità dell'articolo 21 del MAR nel procedimento principale. Il giudice remittente chiede se la notizia riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo possa essere considerata come comunicazione di un'informazione privilegiata «ai fini dell'attività giornalistica». Dall'altro lato, detto giudice chiede di acclarare il rapporto dell'articolo 21 con l'articolo 10, paragrafo 1, del MAR.

72. Tali questioni scaturiscono dal fatto che il ricorrente nel procedimento principale ha sostenuto che l'articolo 21 del MAR costituirebbe una disciplina tassativa speciale per l'attività giornalistica, per la quale non si applicherebbero pertanto i requisiti generali di legittimità della pubblicazione di un'informazione privilegiata nel contesto professionale di cui all'articolo 10 del MAR. Conseguentemente, non occorrerebbe esaminare il requisito della necessità e della proporzionalità della comunicazione dell'informazione privilegiata, stabilito dalla Corte con riguardo all'attività giornalistica [37].

a) Sulla nozione della comunicazione di un'informazione privilegiata «ai fini dell'attività giornalistica»

1) Sull'interpretazione della nozione

73. In tale contesto, soprattutto l'AMF e il governo francese hanno sostenuto nel presente procedimento un'interpretazione particolarmente restrittiva della nozione di «fini dell'attività giornalistica», la quale dovrebbe ricomprendere soltanto la pubblicazione stessa di un'informazione e le azioni direttamente connesse. La notizia riguardante l'imminente

[35] V. pure il considerando 44 della MAD.

[36] V. in tal senso sentenze del 26 febbraio 2002, Consiglio/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, punto 52), e del 5 novembre 2019, BCE e a./Trasta Komercbanka e a. (C-663/17 P, C-665/17 P e C-669/17 P, EU:C:2019:923, punto 46).

[37] V., al riguardo, punto 62 delle presenti conclusioni.

pubblicazione di un articolo non ricadrebbe pertanto in detta nozione, in quanto essa viene resa nota solo ad una ristretta cerchia di soggetti e dunque non è pubblicata né è finalizzata alla pubblicazione dell'articolo in parola.

74. Alla luce della ratio dell'articolo 21 del MAR, però, un'interpretazione del genere della nozione di «fini dell'attività giornalistica» appare difficilmente sostenibile. Detta interpretazione, infatti, condotta alle estreme conseguenze, sottrarrebbe a priori, nel contesto della normativa in materia di insider trading, una parte significativa dell'attività giornalistica propedeutica alla pubblicazione vera e propria, segnatamente l'attività di ricerca, dall'ambito di tutela della libertà di stampa e di espressione. Il campo di applicazione dell'articolo 21 del MAR deve però coincidere con detto ambito di tutela nei mezzi di informazione [38]. Ciò è conforme alla finalità del regolamento, come enunciato dal considerando 77 del MAR, in base al quale ogni riferimento a detti diritti fondamentali nel testo del regolamento deve garantire che se ne tenga conto come riconosciuti nella Carta e nella CEDU.

75. Ciò vale a maggior ragione in considerazione del fatto che, in caso contrario, all'articolo 21 del MAR resterebbe soltanto un campo di applicazione relativamente limitato. Infatti, allorché la pubblicazione di un'informazione ha luogo in un organo di stampa ad ampia diffusione, essa è già consentita a prescindere dall'applicazione dell'articolo 21 del MAR. A seguito di una siffatta pubblicazione viene meno infatti la condizione della conoscenza non pubblica dell'informazione e, di conseguenza, il suo carattere di informazione privilegiata [39].

76. Invero, la Corte europea dei diritti dell'uomo (in prosieguo: la «Corte EDU») sottolinea, con riguardo all'articolo 10 CEDU [40], la funzione dell'attività giornalistica di divulgare informazioni e idee su qualsiasi questione di pubblico interesse [41]. Non se ne può però trarre la conclusione che la libertà di stampa protegga, in sostanza, esclusivamente la pubblicazione vera e propria e le attività strettamente connesse. Anzi, la Corte EDU include espressamente nell'ambito di tutela attività che – come le ricerche e le indagini – presentano un carattere meramente propedeutico ad una successiva divulgazione o pubblicazione. A tali attività viene addirittura riconosciuta una particolare esigenza di tutela [42]. In tale contesto, la verifica dei fatti presso una fonte [43] anteriormente alla sua pubblicazione, di cui alla seconda questione pregiudiziale sub b), è normalmente ricompresa nell'ambito di tutela della libertà di stampa e di espressione nei mezzi di informazione e pertanto nel campo di applicazione dell'articolo 21 del MAR. Ciò vale anche allorché il ricorrente nel procedimento principale, nell'ambito di una verifica del genere, abbia dichiarato di essere in procinto di pubblicare un articolo su tali fatti.

[38] Ove, nel caso di interpretazione restrittiva, si voglia invece tener comunque conto dei menzionati diritti fondamentali nel contesto dell'esame del normale esercizio della professione di giornalista ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, del MAR, allora il successivo articolo 21 oppure la sua interpretazione restrittiva non avrebbero a loro volta alcun impatto pratico.

[39] V., in tal senso, sentenza del 10 maggio 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punto 39), secondo la quale nei confronti di un insider non può essere commesso un insider trading per l'assenza di un'asimmetria informativa. La conclusione può essere diversa nel caso in cui l'informazione venga pubblicata in un prodotto a stampa a tiratura molto limitata.

[40] Le garanzie formulate nell'articolo 10 della CEDU corrispondono, ai sensi dell'articolo 52, paragrafo 3, della Carta, con riguardo alla libertà di stampa e di espressione, a quelle stabilite dall'articolo 11 della Carta, v. le spiegazioni relative alla Carta (GU 2007, C 303, pagg. 21, 33), nonché sentenze del 4 maggio 2016, Philip Morris Brands e a. (C-547/14, EU:C:2016:325, punto 147), e del 14 febbraio 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, punto 65). Nel tener conto delle garanzie dei corrispondenti diritti della CEDU occorre prendere in considerazione, alla luce delle spiegazioni relative all'articolo 52, paragrafo 3, della Carta (GU 2007, C 303, pag. 33) non solo il loro testo, ma anche la giurisprudenza della Corte EDU, v. sentenza del 30 giugno 2016, Toma e Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, punto 41).

[41] V. sentenze della Corte EDU, 7 febbraio 2012, Axel Springer c. Germania (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79); 8 novembre 2016, Magyar Helsinki Bizottság c. Ungheria (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168); v. anche sentenza della Corte del 16 dicembre 2008, Satakunnan Markkinapörssi e Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, punto 61).

[42] Sentenza della Corte EDU, 25 aprile 2006, Dammann c. Svizzera (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

[43] Sulla tutela della fonte v., e multis, sentenze del 27 marzo 1996, Goodwin c. Regno Unito (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889); del 5 ottobre 2017, Becker c. Norvegia (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

77. Secondo quanto esposto dall'AMF le conversazioni tra il ricorrente nel procedimento principale e i successivi acquirenti non erano però diretti alla verifica di un'informazione, bensì si limitavano alla mera comunicazione dell'imminente pubblicazione di un articolo sulle relative voci di mercato.

78. Anche un atto del genere può tuttavia ricadere nell'ambito di tutela della libertà di stampa. La Corte EDU non richiede al riguardo che un determinato articolo tragga un beneficio diretto dall'atto di cui trattasi. Così, ove un giornalista sia normalmente impegnato nella cronaca nera, la richiesta di informazioni confidenziali rivolta ad un'impiegata della procura, al fine di mettersi al corrente, in generale, delle indagini, senza lavorare ad una determinata pubblicazione o ricerca, è stata considerata senz'altro rientrante nell'ambito di tutela della libertà di stampa [44].

79. Ai fini del riconoscimento dell'ambito di tutela della libertà di stampa e pertanto dell'applicabilità dell'articolo 21 del MAR è dunque rilevante il solo fatto che un atto o un'attività vengano compiuti nella qualità di giornalista – e non di privato [45]. Al riguardo è necessario che essa sia correlata con l'attività giornalistica del soggetto interessato tanto dal punto di vista oggettivo quanto sul piano intenzionale. Tale attività giornalistica deve essere diretta, in generale, a comunicare informazioni al pubblico. L'atto controverso stesso non deve però consistere nell'informazione al pubblico.

80. Pertanto, nella notizia riguardante l'imminente pubblicazione dell'articolo potrebbe ravvisarsi una comunicazione «ai fini di attività giornalistica» ai sensi dell'articolo 21 del MAR anche qualora il giudice remittente giungesse alla conclusione che l'attività di ricerca di un giornalista finanziario è caratterizzata, nella pratica, da contatti con analisti finanziari, in occasione dei quali vengono scambiate anche informazioni vertenti su articoli imminenti e sulla loro pubblicazione.

81. Sarebbe però necessaria una diversa valutazione, laddove i contatti di cui trattasi non abbiano avuto luogo nell'ambito dell'acquisizione di informazioni finalizzata agli articoli (futuri), bensì fossero guidati, in maniera da ciò del tutto indipendente, dall'intenzione di conseguire o di sfruttare un vantaggio in termini di informazioni. Il giudice remittente dovrà svolgere gli accertamenti di fatto necessari ai fini di detta valutazione [46].

82. Dal profilo dell'applicabilità dell'articolo 21 del MAR occorre peraltro distinguere la questione se una prassi giornalistica del genere costituisca, in sostanza, una comunicazione lecita di informazioni privilegiate. Infatti, diversamente da quanto affermato dal ricorrente nel procedimento principale, il fatto che le condizioni stabilite dall'articolo 21 del MAR siano soddisfatte non determina di per sé una deroga al divieto di comunicazione. La terza questione pregiudiziale mira a chiarire detto aspetto.

83. A tal riguardo, si evince già dal tenore letterale dell'articolo 21 del MAR che «ai fini dell'applicazione dell'articolo 10 (…), (…) 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». Pertanto, la disposizione stabilisce chiaramente che anche nella comunicazione di informazioni privilegiate ai fini dell'attività giornalistica, l'articolo 10, paragrafo 1, del MAR resta la norma di riferimento per la valutazione della liceità di detta

[44] Sentenza della Corte EDU, 25 aprile 2006, Dammann c. Svizzera (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

[45] Quale «conseguenza dell'attività di giornalista», v. sentenze della Corte EDU ,20 ottobre 2015, Pentikäinen c. Finlandia (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), e 5 gennaio 2016, Erdtmann c. Germania (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

[46] V. al riguardo in dettaglio infra, paragrafi 85 e seguenti delle presenti conclusioni.

comunicazione. Solo nel suo ambito è possibile prendere in considerazione i diritti fondamentali interessati, nonché le norme che disciplinano la professione. Conformemente, l'articolo 21 del MAR non prevede alcun effetto autonomo e, per questo solo motivo, non può costituire una deroga autonoma al divieto di comunicazione.

84. Ne consegue che la liceità oppure l'illiceità della comunicazione ai fini dell'attività giornalistica è sottoposta, in un secondo momento, alla valutazione se essa sia avvenuta nell'esercizio normale della professione di giornalista ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, del MAR [47]. Ciò giustifica a sua volta l'equiparazione del campo di applicazione dell'articolo 21 del MAR con l'ambito di tutela della libertà di stampa e di espressione nei mezzi di informazione e conseguentemente il riconoscimento dell'esistenza di una comunicazione di informazioni privilegiate «ai fini dell'attività giornalistica» allorché essa abbia luogo nella qualità di giornalista del suo autore [48].

2) Sulla dimostrazione della sussistenza di finalità giornalistiche nel singolo caso

85. Da quanto precede [49] risulta evidente che l'accertamento e la dimostrazione della sussistenza o meno di finalità giornalistiche possono presentare difficoltà sotto il profilo fattuale.

86. La prova di una violazione del divieto di comunicazione incombe, in base alle regole generali, agli enti statali competenti, i quali devono altresì dimostrare che la comunicazione non sia avvenuta ai fini dell'attività giornalistica. A tal proposito, occorre provare le circostanze oggettive del fatto, in base alle quali il giudice adito è tenuto ad accertare se da esse possa evincersi una relazione con l'attività giornalistica dell'interessato/a oppure se si riscontrino quantomeno concreti elementi in tal senso.

87. Al riguardo, è evidente che un giudice potrà ravvisare più agevolmente la sussistenza di finalità giornalistiche qualora il o la giornalista interessato/a illustri il modo in cui l'atto contestato rientra nella sua attività giornalistica. Ciò non deve però comportare che la dimostrazione della sussistenza di tali finalità venga addossata, in sostanza, al soggetto interessato. Al contrario, anche nell'ambito di un procedimento vertente su una sanzione amministrativa, spetta a ciascun interessato un diritto al silenzio [50], il cui esercizio non deve costituire un pregiudizio a suo sfavore. Del pari trova applicazione la presunzione di innocenza (articolo 4, paragrafo 1, della Carta) anche nei procedimenti penali contro i reati di insider trading [51]. Non può dunque esigersi che un/una giornalista chiarisca le finalità della comunicazione dell'informazione di cui trattasi. Ciò è in linea, in ultima analisi, con le esigenze di tutela della fonte giornalistica.

88. In caso di dubbio, per quanto riguarda i giornalisti professionisti, potrà pertanto essere esclusa una comunicazione «ai fini dell'attività giornalistica» ai sensi dell'articolo 21 del MAR nella sola ipotesi in cui le circostanze oggettive del fatto non abbiano alcuna intrinseca relazione con la loro attività professionale. Oppure, in alternativa, dovrebbe riuscirsi a dimostrare – in applicazione dei metodi previsti al riguardo dalla normativa nazionale – che la comunicazione sia avvenuta soggettivamente per finalità personali o estranee alla professione.

47 Al riguardo subito infra, paragrafi 89 e seguenti delle presenti conclusioni.

48 V., al riguardo, paragrafo 79 delle presenti conclusioni.

49 V., in particolare, paragrafo 80 delle presenti conclusioni.

50 V. sentenza del 2 febbraio 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punto 42).

51 V. il considerando 11 della direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato).

b) Sull'accertamento del «normale esercizio (…) [della] professione» del giornalista ai sensi dell'articolo 21 in combinato disposto con l'articolo 10, paragrafo 1, del MAR

89. Ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, del MAR, la comunicazione di un'informazione privilegiata non è illecita quando avviene «durante il normale esercizio (…) [della] professione». A tal proposito, si pone la questione se ricada nel campo di applicazione dell'articolo 21 del MAR esclusivamente una comunicazione strettamente necessaria ai fini dell'esercizio della professione di giornalista nel rispetto del principio di proporzionalità, conformemente alla sentenza *Grøngaard und Bang*[52].

90. La giurisprudenza *Grøngaard e Bang* sviluppata con riguardo all'articolo 3, lettera a), della direttiva 89/592[53] è senz'altro applicabile all'articolo 10, paragrafo 1, del MAR. Infatti, le norme sono in gran parte identiche nel testo e restano del pari pertinenti le considerazioni che hanno spinto la Corte a fornire detta interpretazione del criterio del «normale esercizio». In particolare, la comunicazione di informazioni privilegiate continua ad essere considerata una grave insidia per il funzionamento dei mercati dei capitali e per la fiducia degli investitori[54], per cui le deroghe al divieto di comunicazione devono rimanere limitate. L'importanza assegnata dal legislatore alla tutela dell'integrità del mercato viene addirittura rafforzata dal fatto che la disciplina, a seguito dell'adozione del MAR, ha assunto la forma del regolamento[55].

91. In ogni caso, il giudice remittente si pone la questione se detta giurisprudenza trovi applicazione anche nell'ambito dell'articolo 21 del MAR (in combinato disposto con il suo articolo 10, paragrafo 1). Infatti, dato che la funzione principale della stampa consiste proprio nel divulgare idee e informazioni su questioni di interesse pubblico[56], l'esercizio della professione di giornalista è limitato in maniera particolare per effetto di una rigida applicazione del divieto di comunicazione.

92. Non ne consegue tuttavia – diversamente da quanto considerato dal giudice remittente nell'ambito della quarta questione pregiudiziale – che le rigorose condizioni stabilite dalla Corte non si applichino a priori ad una deroga al divieto di comunicazione in ambito giornalistico. Al contrario, l'articolo 21 del MAR indica esclusivamente che detta giurisprudenza deve essere applicata in modo tale che non comporti una violazione della libertà di stampa e di espressione nei mezzi di informazione.

93. A tal riguardo, nel settore del giornalismo finanziario, deve operarsi una distinzione a seconda che l'attività giornalistica si svolga esclusivamente all'interno della cerchia di interessi del pubblico di investitori oppure affronti questioni di interesse generale politico o sociale. Infatti, secondo la

52 V, al riguardo, già supra, paragrafo 62 delle presenti conclusioni.

53 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).

54 In tal senso l'argomentazione della sentenza del 22 novembre 2005, Grøngaard e Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punto 33). V., al riguardo, i considerando 2 e 5 della direttiva 89/592, da un lato, e i considerando 1, 2 e 23 del MAR, dall'altro.

55 Analogamente anche il considerando 4 del MAR. Inoltre, ciò viene corroborato dall'obbligo stabilito dalla direttiva 2014/57/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (direttiva abusi di mercato) (GU 2014, L 173, pag. 179), in particolare dal suo articolo 4, di prevedere nell'ordinamento degli Stati membri sanzioni penali per determinate ipotesi di reati di insider trading.

56 V., al riguardo, supra, paragrafo 76 e nota 41 delle presenti conclusioni.

giurisprudenza della Corte EDU, nell'ambito di discussioni rilevanti sul piano sociale o politico la libertà di stampa non può essere facilmente limitata [57], mentre non viene accordata la medesima rilevanza alle notizie con un interesse pubblico circoscritto [58].

94. In base a detti criteri, sussiste un marcato bisogno di informazioni e pertanto un elevato interesse pubblico alla scoperta di condotte scorrette delle imprese, il che si accompagna, di frequente, ad un dibattito pubblico riguardante la regolamentazione dell'economia oppure eventuali omissioni da parte di enti statali [59]. Ciò vale in particolare anche perché le imprese sono generalmente poco disposte a pubblicare informazioni che possano avere un'incidenza negativa su di esse, sebbene ciò possa essere in contrasto con l'obbligo di pubblicità ad hoc discendente dall'articolo 17, paragrafo 1, del MAR. La stampa funge pertanto da «cane da guardia pubblico» [60]. Per poter adempiere a detto compito in maniera efficace, deve esserle però consentito, in misura tendenzialmente ampia, di trattare anche informazioni privilegiate e di pubblicarle ove necessario.

95. Per contro, le restrizioni alla comunicazione di informazioni privilegiate, nel caso di notizie interessanti per la sola cerchia di investitori, possono invece necessitare di una giustificazione. Dette notizie soddisfano soltanto l'interesse generale del mercato ad essere informato, che deve essere considerato, alla luce degli obiettivi dell'efficienza delle informazioni e della trasparenza nel mercato dei capitali, un interesse pubblico indipendente [61]. Tuttavia, tale interesse viene già perseguito tramite i meccanismi di pubblicità disciplinati dalla normativa in materia di mercati dei capitali [62]. Nel caso di acquisizioni di imprese, come nella fattispecie in esame, è prevista, ad esempio, ai sensi della direttiva 2004/25, oltre alla summenzionata pubblicazione ad hoc, anche la pubblicazione dell'offerta di acquisto da parte dell'offerente [63].

96. Ai fini dell'applicazione dell'articolo 21 in combinato disposto con l'articolo 10, paragrafo 1, del MAR e dell'esame del criterio della necessità della pubblicazione, le precedenti osservazioni comportano quanto segue: secondo la giurisprudenza della Corte EDU anche in presenza di un significativo interesse pubblico all'informazione deve essere accertato in ogni caso se fossero manifestamente disponibili mezzi alternativi per realizzare le finalità giornalistiche [64].

[57] Sentenze della Corte EDU, 7 giugno 2007, Dupuis e a. c Francia (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40); 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 117 e segg.); e 29 marzo 2016, Bédat c. Svizzera (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

[58] V., in tal senso, sentenza della Corte EDU, 23 giugno 2016, Brambilla/Italia, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

[59] Come esempio più eclatante va menzionato l'articolo «Is Enron Overpriced?» di Bethany McLean (*Fortune* del 5 marzo 2001) che condusse alla scoperta di uno dei più grandi scandali societari negli Stati Uniti d'America. Un ulteriore esempio è rappresentato dalle ricerche di Renate Daum, che ha scoperto in Germania lo scandalo contabile nel caso ComRoad («Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen», 2003). Inoltre, i giornalisti del *Financial Times*, già nel 2015, sollevavano dubbi in ordine all'integrità del rendiconto finanziario della Wirecard AG (Dan McCrum, «The House of Wirecard», *Financial Times* del 27 aprile 2015).

[60] In tal senso, da ultimo, sentenza della Corte EDU, 20 maggio 2021, Amaghlobeli e a. c. Georgia (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

[61] V., al riguardo, supra, paragrafo 1 delle presenti conclusioni.

[62] La stampa può però assumere anche in tale ambito una funzione più rilevante, qualora detti meccanismi rischino di fallire rispetto a determinate informazioni, v., a tal proposito, supra, paragrafo 94 delle presenti conclusioni.

[63] V. articolo 6 della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU 2004, L 142, pag. 12).

[64] Ad esempio, la Corte EDU esamina se le informazioni richieste possano essere ottenute anche legalmente, v., in particolare, sentenze della Corte EDU, 20 maggio 2021, Amaghlobeli e a. c. Georgia (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39); e 25 aprile 2006, Dammann c. Svizzera (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 e 56). V. anche sentenza del 20 ottobre 2015, Pentikäinen c. Finlandia (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), in cui la Corte EDU ha esaminato se il ricorrente avrebbe potuto proseguire altrettanto bene la propria cronaca nel caso in cui avesse rispettato l'ordine della polizia.

97. In un caso come quello di cui trattasi, inoltre, può essere accertato, in applicazione di un rigoroso criterio di esame, se l'informazione fosse già sufficientemente verificata, il che, in linea di principio, incombe alla valutazione del o della giornalista. In ogni caso, può valutarsi se la verifica sarebbe stata possibile anche senza il riferimento all'imminente pubblicazione dell'articolo. Ove il giudice remittente rilevasse che la comunicazione riguardante la pubblicazione dell'articolo non sia avvenuta in connessione con la verifica [65], occorrerebbe acclarare se la comunicazione fosse peraltro effettivamente necessaria ai fini dell'esercizio delle funzioni di giornalista, in particolare, se il flusso di informazioni per futuri articoli potesse essere assicurato solo in tal modo.

98. In tale contesto, non sembra potersi escludere, nella fattispecie in esame, che il giudice remittente giunga alla conclusione che la notizia riguardante l'imminente pubblicazione non fosse strettamente necessaria.

99. In caso contrario, nel contemperare la libertà di stampa e l'integrità del mercato, occorrerebbe quindi prendere in considerazione, nell'esame della proporzionalità in senso proprio, da un lato, la realizzazione di un abuso di informazioni privilegiate, a seguito della loro comunicazione [66].

100. Da ciò derivano anzitutto concreti danni economici. Infatti, nella misura in cui le informazioni di cui trattasi non siano note agli investitori facenti affidamento, questi ultimi – in base al contenuto dell'informazione – venderanno o compreranno i titoli rispettivamente al di sotto o al di sopra del loro valore. Il pregiudizio verrà subìto soprattutto dagli investitori molto attenti in quanto essi reagiranno in maniera particolarmente rapida alle oscillazioni del prezzo provocate dall'insider trading e non altrimenti spiegabili. Nel medio periodo sussiste inoltre il rischio che tali investitori perdano totalmente la fiducia nel mercato e lo abbandonino. In tal modo si allontanerebbero proprio quegli investitori (attenti) che contribuiscono a formare il prezzo sul mercato in maniera rapida e corretta. Sussiste inoltre l'ulteriore rischio che il pubblico in generale perda la fiducia nel funzionamento dei mercati [67], che, ad avviso del legislatore, è difficilmente recuperabile [68].

101. Dall'altro lato, occorre tener conto del fatto che la stampa non può essere scoraggiata, in forza della pertinente normativa o della sua applicazione – nello specifico, dunque, per effetto del divieto di comunicazione – dallo svolgere ricerche o fare pubblicazioni in merito a determinate questioni [69]. A tal riguardo è decisivo il ruolo della gravità della sanzione irrogabile [70].

65 V., sulle diverse ipotesi di fatto, paragrafi 76 e 80 delle presenti conclusioni.

66 V., sulla rilevanza di una violazione avvenuta a danno di un terzo oppure con riguardo al bene giuridico tutelato, sentenza della Corte EDU, 1º luglio 2014, A.B. c. Svizzera (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), con riferimento alla sentenza del 7 giugno 2007, Dupuis e a. c. Francia (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). V. pure sentenza del 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

67 V., al riguardo, il considerando 2 nonché l'articolo 13, paragrafo 2, lettera a), del MAR. V. pure paragrafo 1 delle presenti conclusioni.

68 V., ad esempio, la proposta di direttiva della Commissione per la MAD del 19 novembre 2002, COM(2002) 625 def., GU 2003, C 71 E, pag. 62.

69 Sentenze della Corte EDU, 25 aprile 2006, Dammann c. Svizzera (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57); e 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

70 La Corte EDU ha considerato, ad esempio, un'ammenda di CHF 800 relativamente bassa, v. sentenza della Corte EDU, 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

102. In ogni caso, la meritevolezza di tutela del rispettivo rappresentante della stampa dipende caso per caso dalla sua condotta adempiente e responsabile [71]. La liceità della sua condotta assume pertanto un rilievo importante, anche se non decisivo [72]. In una situazione come quella di cui trattasi, può essere dunque rilevante quanto un oppure una giornalista – al di là della propria condotta potenzialmente illecita – abbia partecipato (consapevolmente) ad un reato altrui, ad esempio ad un abuso di informazioni privilegiate commesso da altri.

103. In considerazione del possibile effetto deterrente [73] della normativa in materia di insider trading nei confronti del giornalismo finanziario, il ricorrente nel procedimento principale sottolinea invero di non aver violato alcuna norma professionale che vieti la comunicazione riguardante l'imminente pubblicazione di un articolo nelle circostanze date [74]. A tal proposito spetta però, da un lato, al giudice remittente esaminare se il comportamento del ricorrente sia dunque effettivamente conforme alla prassi dell'attività giornalistica. Dall'altro lato, il rispetto delle regole della professione giornalistica non consente, di per sé, almeno nella fattispecie in esame, di trarre ipso facto la conclusione della liceità della comunicazione di un'informazione privilegiata. Infatti, le regole professionali vigenti negli Stati membri disciplinano il conflitto tra la libertà di stampa e la normativa in materia di insider trading in parte solo in maniera vaga [75], cosicché non potrebbe realizzarsi il bilanciamento tra libertà di stampa e integrità del mercato auspicato dall'articolo 21 del MAR tramite la mera applicazione delle regole professionali per l'attività giornalistica. Pertanto, la garanzia a livello di diritti fondamentali della libertà di stampa e di espressione resta il criterio decisivo, il cui contenuto non può essere individuato liberamente dal solo legislatore o da organizzazioni professionali.

104. Qualora dovesse nondimeno ravvisarsi una violazione del divieto di comunicazione in un comportamento che un oppure una giornalista poteva considerare lecito tenendo conto unicamente delle regole professionali, può essere valutata detta circostanza nel senso che non venga comminata alcuna sanzione [76]. Anche così può essere garantita una maggiore certezza del contesto normativo con riguardo all'attività dei giornalisti nel settore rilevante per i mercati dei capitali [77].

[71] V., sul modello argomentativo del «giornalismo responsabile», sentenze della Corte EDU, 25 aprile 2006, Dammann c. Svizzera (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55); 7 giugno 2007, Dupuis e a. c. Francia (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43); e 20 ottobre 2015, Pentikäinen c. Finlandia (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

[72] Sentenze della Corte EDU, 20 ottobre 2015, Pentikäinen c. Finlandia (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90); e 5 gennaio 2016, Erdtmann c. Germania (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

[73] V., al riguardo, ad esempio, sentenze della Corte EDU, 22 novembre 2007, Voskuil c. Paesi Bassi (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65); e 14 settembre 2010, Sanoma Uitgevers B.V. c. Paesi Bassi (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59); e 25 ottobre 2011, Altuğ Taner Akçam c. Turchia (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

[74] Sul ruolo delle regole professionali in tale contesto, v. sentenza della Corte EDU, 10 dicembre 2007, Stoll c. Svizzera (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 e segg.).

[75] In tal senso la Clause 13 des IPSO Editors' Code of Practice riguardante il giornalismo finanziario comprende, ad esempio, il solo caso di un interesse economico proprio del giornalista in ordine all'informazione privilegiata. Le pertinenti regole di condotta del consiglio per la stampa relativi ai resoconti economici e dei mercati finanziari si limitano a prevedere, al punto II.1.a), che le informazioni privilegiate, «in linea di principio», non possono essere divulgate.

[76] Il MAR non obbliga a comminare sanzioni penali o amministrative, bensì prevede anche la possibilità, ad esempio, di un'ingiunzione per il futuro, v. articolo 30, paragrafo 2, lettera a), del MAR.

[77] V. sentenza della Corte EDU, 24 febbraio 2015, Haldimann e a. c. Svizzera (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), secondo la quale occorre prendere in considerazione il fatto che i giornalisti e le giornaliste abbiano agito in buona fede con riguardo alle regole professionali.

c) Conclusione intermedia

105. In base a quanto precede occorre rispondere alle questioni pregiudiziali dalla seconda alla quarta nel senso che si ravvisa una comunicazione «ai fini dell'attività giornalistica» ai sensi dell'articolo 21 del MAR allorché essa avvenga nella qualità di giornalista del suo autore. Anche in tal caso, la liceità della comunicazione dipende dal fatto che essa avviene durante il normale esercizio dell'occupazione o della professione di giornalista ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, del MAR. Ciò presuppone che la comunicazione sia strettamente necessaria a tali fini e avvenga nel rispetto del principio di proporzionalità. Nel valutare la necessità e la proporzionalità della comunicazione ai fini dell'attività giornalistica occorre raffrontare le esigenze della libertà di stampa e di espressione e i pericoli derivanti da detta comunicazione per l'integrità dei mercati di capitali. Nell'esame della proporzionalità è necessario prendere in considerazione, da un lato, in particolare, l'interesse pubblico alla questione trattata dal rispettivo lavoro giornalistico, la meritevolezza di tutela del giornalista, nonché la gravità della sanzione. Dall'altro lato, è rilevante, inter alia, che il rischio di insider trading fosse evidente e si sia realizzato nel caso specifico.

VI. Conclusione

106. In considerazione delle precedenti osservazioni, propongo alla Corte di rispondere alle questioni pregiudiziali sottoposte dalla Cour d'appel de Paris (Corte d'appello di Parigi) come segue:

1. L'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6 (direttiva abusi di mercato) in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124/CE dev'essere interpretato nel senso che l'informazione proveniente dall'autore di un articolo di stampa e vertente sull'imminente pubblicazione di detto articolo, nel quale è riportata una voce di mercato riguardante l'acquisizione di un'impresa, soddisfa il requisito della precisione di cui all'articolo 1, punto 1, della MAD in combinato disposto con l'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, della direttiva 2003/124, allorché l'oggetto dell'articolo, nella forma in cui viene pubblicato, sia così specifico da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi di uno o più strumenti finanziari. Tale è il caso quando dalla pubblicazione dell'articolo emergono elementi sulla base dei quali sia possibile valutare l'attendibilità delle informazioni ivi contenute e ne discendano potenziali effetti economici per un emittente. Possono essere significativi la fama e la reputazione del oppure della giornalista che ha firmato l'articolo, il prestigio dell'organo di stampa che lo pubblica e il fatto che l'articolo indichi un determinato prezzo per la relativa offerta di acquisto.

   Un'eventuale oscillazione di prezzo dovuta alla pubblicazione dell'informazione di cui trattasi può essere utilizzata, ai sensi del considerando 2 della direttiva 2003/124, al fine di verificare la presunzione che l'informazione *ex ante* fosse specifica ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 1, seconda alternativa, di detta direttiva.

2. L'articolo 21 in combinato disposto con l'articolo 10, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014 dev'essere interpretato nel senso che si ravvisa una comunicazione di informazioni privilegiate «ai fini dell'attività giornalistica», allorché essa avvenga nella qualità di giornalista del suo autore. Anche in tal caso, la liceità della comunicazione dipende dal fatto che essa avviene durante il normale esercizio dell'occupazione o della professione di giornalista ai sensi dell'articolo 10, paragrafo 1, del MAR. Ciò presuppone che la pubblicazione sia strettamente necessaria a tali fini e avvenga nel rispetto del principio di proporzionalità. Nel valutare la necessità e la proporzionalità della comunicazione ai fini dell'attività giornalistica

occorre raffrontare le esigenze della libertà di stampa e di espressione e i pericoli derivanti da detta comunicazione per l'integrità dei mercati di capitali. Nell'esame della proporzionalità è necessario prendere in considerazione, da un lato, in particolare, l'interesse pubblico alla questione trattata dal rispettivo lavoro giornalistico, la meritevolezza di tutela del giornalista, nonché la gravità della sanzione. Dall'altro lato, è rilevante, inter alia, che il rischio di insider trading fosse evidente e si sia realizzato nel caso specifico.