

**SENTENZA DELLA CORTE (Seconda Sezione)**

**28 giugno 2012**

«Direttive 2003/6/CE e 2003/124/CE – Informazione privilegiata – Nozione di “informazione che ha un carattere preciso” – Fasi intermedie di una fattispecie a formazione progressiva – Menzione di un complesso di circostanze o di un evento di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o che si verificherà – Interpretazione dell’espressione “si possa ragionevolmente ritenere” – Divulgazione al pubblico di informazioni relative al cambio di un dirigente di una società»

Nella causa C-19/11,

avente ad oggetto la domanda di pronuncia pregiudiziale proposta alla Corte, ai sensi dell’articolo 267 TFUE, dal Bundesgerichtshof (Germania), con decisione del 22 novembre 2010, pervenuta in cancelleria il 14 gennaio 2011, nel procedimento

Markus Geltl

contro

Daimler AG,

con l’intervento di:

Lothar Meier e a.,

LA CORTE (Seconda Sezione),

composta dal sig. J.N. Cunha Rodrigues, presidente di sezione, dai sigg. U. Løhmus (relatore), A. Rosas, A. Ó Caoimh e C.G. Fernlund, giudici,

avvocato generale: sig. P. Mengozzi

cancelliere: sig.ra A. Impellizzeri, amministratore

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all’udienza del 2 febbraio 2012,

considerate le osservazioni presentate:

- per M. Geltl, da R. Lindner, Rechtsanwalt;
- per la Daimler AG, da M. Sustmann e R. Schmidt-Bendum, Rechtsanwälte;
- per L. Meier, da H. Schmidt, Rechtsanwalt;
- per E. Endruweit e a., da R. Lindner, avvocato;

- per il governo belga, da M. Jacobs e J.-C. Halleux, in qualità di agenti;
- per il governo ceco, da M. Smolek e D. Hadroušek, in qualità di agenti;
- per il governo estone, da M. Linntam, in qualità di agente;
- per il governo italiano, da G. Palmieri, in qualità di agente, assistita da M. Russo, avvocato dello Stato;
- per il governo portoghese, da L. Inez Fernandes e F. Matias Santos, in qualità di agenti;
- per il governo del Regno Unito, da S. Hathaway, in qualità di agente, assistito da A. Henshaw, barrister;
- per la Commissione europea, da G. Braun e da R. Vasileva, in qualità di agenti;

sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 21 marzo 2012,

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 L 96, pag. 16) nonché dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6 per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato (GU L 339, pag. 70).

2) Tale domanda è stata presentata nell'ambito di una controversia che contrappone il sig. Geltl alla Daimler AG (in prosieguo: la «Daimler») in merito al danno che il sig. Geltl sostiene di avere sofferto a seguito della pubblicazione asseritamente tardiva da parte di tale società di informazioni attinenti alle dimissioni anticipate del presidente del suo consiglio di amministrazione.

#### **Contesto normativo**

##### *La normativa dell'Unione*

La direttiva 2003/6

3) I considerando 2, 12, 16 e 24 della direttiva 2003/6 sono così formulati:

«(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 comunitari e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. (...)

(...)

(16) Informazione privilegiata è qualsiasi 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. Un'informazione che potrebbe influire in modo sensibile sull'evoluzione e la formazione dei prezzi di un mercato regolamentato in quanto tale potrebbe essere considerata un'informazione che concerne indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari derivati connessi.

(...)

(24) Una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato; al contrario, la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari (...).

4) L'articolo 1, punto 1, primo comma, di tale direttiva definisce la nozione di «informazione privilegiata» come «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 di detta direttiva recita:

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

Il primo comma si applica a chiunque possieda tali informazioni:

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

d) in virtù delle proprie attività criminali.

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

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

6) L'articolo 6, paragrafi 1 e 2, della stessa direttiva dispone quanto segue:

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

(...)

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

La direttiva 2003/124

7) Ai sensi dei considerando 1 e 3 della direttiva 2003/124:

«(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.

(...)

(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», recita:

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

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

9) L'articolo 3, paragrafo 1, di detta direttiva contiene un elenco non tassativo di situazioni che possono riguardare gli interessi legittimi di un emittente ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/6, vale a dire negoziazioni in corso, o elementi connessi, nel caso in cui la comunicazione al pubblico possa comprometterne l'esito o il normale andamento, nonché decisioni adottate o contratti conclusi dall'organo direttivo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente, qualora la struttura dell'emittente preveda la separazione tra i due organi.

#### *La normativa tedesca*

10) L'articolo 13, paragrafo 1, della legge sulla negoziazione dei valori mobiliari (Gesetz über den Wertpapierhandel), nella sua versione del 9 settembre 1998 (BGBl. 1998 I, pag. 2708), come modificata dalla legge sul miglioramento della tutela degli investitori (Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes), del 28 ottobre 2004 (BGBl. 2004 I, pag. 2630, in prosieguo: il «WpHG»), dispone quanto segue:

«Un'informazione privilegiata è un'informazione specifica su circostanze non note al pubblico che si riferiscono ad uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero agli stessi valori mobiliari e sono idonee, nel caso che vengano rese pubbliche, ad influire in modo sensibile sulle quotazioni di borsa o di mercato dei valori mobiliari. Si ravvisa una siffatta idoneità nel caso in cui un investitore ragionevole prenderebbe in considerazione l'informazione nella sua decisione di investimento. Sono considerate circostanze ai sensi della prima frase le circostanze di cui si possa con sufficiente probabilità ritenere che si verificheranno (...)».

11) L'articolo 6, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2003/6 è stato trasposto nell'ordinamento tedesco con l'articolo 15, paragrafi 1 e 3, del WpHG. Conformemente al paragrafo 6 di tale ultimo articolo, un emittente che viola i suoi obblighi derivanti dai paragrafi 1-4 dello stesso articolo è tenuto a risarcire il danno subito da altri per tale fatto nelle condizioni stabilite, segnatamente, all'articolo 37 b del WpHG.

#### **Causa principale e questioni pregiudiziali**

12) Risulta dalla decisione di rinvio che, dopo l'assemblea generale della Daimler del 6 aprile 2005, il sig. Schrempp, presidente del direttorio di quest'ultima, ha maturato la convinzione di dimettersi dalla sua

carica prima della scadenza del mandato, prevista nel 2008. Il 17 maggio 2005 ha manifestato tale sua intenzione al presidente del consiglio di sorveglianza della società, sig. Kopper. Tra il 1° giugno ed il 27 luglio 2005, anche altri membri del consiglio di sorveglianza e del direttorio sono stati informati del progetto di dimissioni del sig. Schrempp.

13) A partire dal 10 luglio 2005, la Daimler ha preparato un comunicato stampa, una dichiarazione esterna nonché una lettera destinata ai dipendenti.

14) Il 13 luglio 2005 il comitato di presidenza del consiglio di sorveglianza della Daimler (in prosieguo: il «comitato di presidenza») nonché il consiglio di sorveglianza sono stati convocati, rispettivamente per il 27 e per il 28 luglio 2005; tali convocazioni non contenevano indicazioni relative ad un eventuale cambiamento del presidente del direttorio.

15) Il 18 luglio 2005 i sigg. Schrempp e Kopper si sono accordati per proporre, durante la riunione del consiglio di sorveglianza del 28 luglio 2005, le dimissioni anticipate del sig. Schrempp nonché la nomina del suo successore nella persona del sig. Zetsche.

16) Durante la riunione, iniziata il 27 luglio 2005 alle 17, il comitato di presidenza ha deciso di proporre al consiglio di sorveglianza, che doveva riunirsi l'indomani, di approvare tali dimissioni e tale nomina.

17) Il 28 luglio 2005 verso le 9.50, il consiglio di sorveglianza della Daimler ha deciso che il sig. Schrempp avrebbe lasciato la sua carica alla fine dell'anno e che sarebbe stato sostituito dal sig. Zetsche.

18) Tale decisione è stata comunicata alle rispettive direzioni delle borse e della Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (ufficio federale di controllo dei servizi finanziari) ed è stata pubblicata nella banca dati della Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (società tedesca di pubblicazione ad hoc).

19) In seguito a tale pubblicazione, il corso dell'azione della Daimler, che già si era apprezzato dopo la pubblicazione, lo stesso giorno, dei risultati del secondo trimestre del 2005, è notevolmente aumentato.

20) Il sig. Geltl e molti altri investitori avevano venduto azioni della Daimler prima della pubblicazione di detta decisione. Essi hanno agito contro tale società dinanzi al Landgericht Stuttgart e hanno richiesto un risarcimento danni, facendo valere il carattere tardivo di tale pubblicazione. Detto giudice ha chiesto all'Oberlandesgericht Stuttgart di pronunciarsi su diverse questioni attinenti a tali controversie nell'ambito di una causa pilota («Musterverfahren»).

21) Nella sua decisione pilota del 22 aprile 2009, l'Oberlandesgericht Stuttgart ha considerato che non si poteva dimostrare che, al 17 maggio 2005 o ad una data successiva, esisteva un'informazione privilegiata secondo cui il sig. Schrempp avrebbe lasciato unilateralmente la sua carica indipendentemente dall'approvazione del consiglio di sorveglianza della Daimler. Secondo tale giudice, il fatto determinante idoneo ad incidere sul prezzo dell'azione di tale società è la decisione del consiglio di sorveglianza del 28 luglio 2005. Tale decisione era divenuta sufficientemente probabile dopo che il comitato di presidenza aveva deciso, il 27 luglio 2005 dopo le 17, di proporre al consiglio di sorveglianza di adottare la decisione

stessa. Di conseguenza, solo a partire da tale ultima data è esistita un'informazione privilegiata. L'Oberlandesgericht Stuttgart ha ammesso che le condizioni per ritardare la pubblicazione di tale informazione, come previste all'articolo 15, paragrafo 3, del WpHG, non erano interamente soddisfatte, ma ha dichiarato che il danno fatto valere dagli attori si sarebbe verificato anche se tali condizioni fossero state soddisfatte.

22) Adito con un ricorso, il giudice del rinvio rileva che l'Oberlandesgericht Stuttgart non ha esaminato se le specifiche tappe del procedimento che ha portato alla decisione del 28 luglio 2005 fossero tali da incidere sul prezzo delle azioni della Daimler. Invece, nell'ambito di una causa relativa a un'ammenda nelle stesse circostanze della causa principale, l'Oberlandesgericht Frankfurt am Main ha considerato che riunire diverse circostanze autonome in un'unica decisione globale è contrario al tenore letterale dell'articolo 13, paragrafo 1, del WpHG nonché delle direttive 2003/6 e 2003/124 e che, pertanto, l'obbligo di pubblicazione esisteva sin dal momento in cui il procedimento interno è sfociato in una decisione e quest'ultima è stata rivelata ad un responsabile dell'impresa in questione.

23) Tutto ciò considerato, il Bundesgerichtshof ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte le seguenti questioni pregiudiziali:

«1) Se, qualora venga in questione una fattispecie che si realizza in più fasi intermedie nel corso del tempo e che è finalizzata a fare venire in essere una determinata circostanza od a provocare la realizzazione di un certo evento, sia necessario, per applicare l'articolo 1, comma 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e l'articolo 1, n. 1, della direttiva 2003/124, basarsi solamente sul fatto che questa circostanza o l'evento futuri debbano essere qualificati come un'informazione a carattere preciso ai sensi delle disposizioni summenzionate, con la conseguenza di dovere esaminare se si possa ragionevolmente pensare che la circostanza o l'evento futuri si produrranno, oppure, poiché appunto viene in esame un processo che si svolge nel tempo, i momenti intermedi che già sussistono o si sono verificati e che sono legati alla realizzazione della circostanza o dell'evento futuri possano egualmente costituire delle informazioni a carattere preciso secondo le dette disposizioni delle direttive.

2) Se l'espressione "si possa ragionevolmente ritenere" di cui all'articolo 1, n. 1, della direttiva 2003/124, richieda che la probabilità sia giudicata preponderante od elevata, oppure se, per circostanze che si possa ragionevolmente pensare che verranno ad esistere o per eventi che ragionevolmente si verificheranno, debba intendersi che il grado di probabilità dipenda dall'ampiezza delle conseguenze per l'emittente e che, nell'eventualità in cui la loro attitudine ad influire sulla quotazione dei titoli sia elevata, sia sufficiente che la verifica della circostanza o dell'evento futuri sia incerta ma non improbabile».

### **Sulle questioni pregiudiziali**

24) In via preliminare, occorre rammentare che, al fine di assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione europea e accrescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi, la direttiva 2003/6 vieta l'abuso di informazioni privilegiate alle condizioni fissate al suo articolo 2 e, conformemente al suo articolo 6, paragrafo 1, impone agli emittenti di strumenti finanziari di comunicare al pubblico, al più presto

possibile, le informazioni privilegiate che li riguardano direttamente. In forza del paragrafo 2 di tale ultimo articolo, la divulgazione al pubblico di tali informazioni può essere ritardata, a determinate condizioni, al fine di non pregiudicare i legittimi interessi dell'emittente.

25) La definizione della nozione di «informazione privilegiata» risultante dall'articolo 1, punto 1, primo comma, di detta direttiva comprende quattro elementi essenziali. In primo luogo, si tratta di un'informazione che ha un carattere preciso. In secondo luogo, tale informazione non è stata resa pubblica. In terzo luogo, essa concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari. In quarto luogo, se resa pubblica, essa potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi. Il primo ed il quarto elemento sono definiti in termini più precisi rispettivamente ai paragrafi 1 e 2 dell'articolo 1 della direttiva 2003/124.

26) Le questioni sottoposte dal giudice del rinvio sono dirette ad ottenere chiarimenti sul primo di tali elementi, vale a dire il carattere preciso di un'informazione.

#### *Sulla prima questione*

27) Con la prima questione il giudice del rinvio chiede sostanzialmente se gli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 debbano essere interpretati nel senso che, in una fattispecie a formazione progressiva, in cui deve realizzarsi una determinata circostanza ovvero deve prodursi un certo evento, possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie già esistenti o già verificatesi e che sono collegate al verificarsi di questi ultimi.

28) Risulta dal considerando 3 della direttiva 2003/124 che quest'ultima è diretta a fornire una definizione più precisa della nozione di «informazione avente carattere preciso» utilizzata nella direttiva 2003/6 al fine di rafforzare la certezza del diritto per i partecipanti al mercato in questione.

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

30) Poiché le nozioni di «complesso di circostanze» e di «evento» non sono definite in tale direttiva, occorre fare riferimento al loro significato comune.

31) Si deve constatare che una fase intermedia di una fattispecie a formazione progressiva può essa stessa costituire un complesso di circostanze o un evento secondo il significato comunemente attribuito a tali espressioni.

32) Tale constatazione è suffragata dall'articolo 3, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, che menziona, tra gli esempi di informazioni privilegiate la cui divulgazione al pubblico può essere ritardata conformemente all'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva 2003/6, talune situazioni che rappresentano casi tipici di fasi intermedie di fattispecie a formazione progressiva, vale a dire le negoziazioni in corso nonché le decisioni adottate o i contratti conclusi dall'organo direttivo di un emittente, la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dell'emittente.

33) Peraltro, la direttiva 2003/6 ha lo scopo, come in particolare ricordato nei suoi considerando 2 e 12, di assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e di accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati. Tale fiducia riposa, in particolare, sul fatto che essi saranno posti su un piano di parità e tutelati contro l'utilizzazione illecita delle informazioni privilegiate e le manipolazioni dei prezzi di mercato (v., in tal senso, sentenze del 23 dicembre 2009, Spector Photo Group e Van Raemdonck, C-45/08, Racc. pag. I-12073, punto 47, nonché del 7 luglio 2011, IMC Securities, C-445/09, non ancora pubblicata nella Raccolta, punto 27).

34) A tal riguardo, la prima frase del considerando 24 di detta direttiva precisa che una divulgazione tempestiva e corretta delle informazioni al pubblico rafforza l'integrità del mercato, mentre la divulgazione selettiva da parte degli emittenti può determinare il venir meno della fiducia degli investitori nell'integrità dei mercati finanziari.

35) Un'interpretazione delle espressioni «complesso di circostanze» e «evento» che non considerasse le fasi intermedie di una fattispecie a formazione progressiva rischierebbe di pregiudicare gli obiettivi ricordati ai due punti precedenti della presente sentenza. Infatti, escludere che un'informazione relativa a una siffatta fase di una fattispecie a formazione progressiva possa essere considerata un'informazione avente un carattere preciso, ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6, vanificherebbe l'obbligo, previsto all'articolo 6, paragrafo 1, primo comma, di quest'ultima di rendere pubblica tale informazione, anche qualora essa abbia un carattere del tutto specifico e pur in presenza anche degli altri elementi costitutivi di un'informazione privilegiata riportati al punto 25 della presente sentenza.

36) In una situazione del genere, taluni detentori di tale informazione potrebbero trovarsi in una posizione avvantaggiata rispetto agli altri investitori e potrebbero trarne profitto a scapito di coloro che la ignorano (v., in tal senso, sentenza Spector Photo Group e Van Raemdonck, cit., punto 48).

37) Il rischio che una situazione siffatta si produca sarebbe tanto più elevato qualora fosse possibile, in determinate circostanze, qualificare l'esito di una particolare fattispecie come una fase intermedia di un'altra, più ampia, fattispecie.

38) Di conseguenza, un'informazione relativa ad una fase intermedia che si iscrive in una fattispecie a formazione progressiva può rappresentare un'informazione avente carattere preciso. Occorre precisare che tale interpretazione non vale soltanto per le fasi che esistono già o che si sono già prodotte, bensì riguarda anche, conformemente all'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, le fasi di cui si può ragionevolmente ritenere che esisteranno o che si verificheranno.

39) Come risulta dal punto 29 della presente sentenza, qualificare un'informazione nel senso che essa ha un carattere preciso è inoltre subordinato alla sussistenza del secondo requisito menzionato in tale disposizione, vale a dire che l'informazione deve essere sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari in questione.

40) Occorre quindi rispondere alla prima questione che gli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 devono essere interpretati nel senso che in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi.

#### *Sulla seconda questione*

41) Con la seconda questione, il giudice del rinvio chiede, in sostanza, se l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 debba essere interpretato nel senso che la nozione di «un complesso di circostanze (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o (...) un evento (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà» riguarda solo le circostanze o gli eventi la cui probabilità di sopravvenire può essere considerata preponderante o elevata, ovvero se tale nozione comporti che sia presa in considerazione l'ampiezza delle conseguenze di tale complesso di circostanze o di tale evento sul prezzo degli strumenti finanziari in questione.

42) Sussiste una certa divergenza tra le versioni linguistiche di detta disposizione. Infatti, talune versioni, segnatamente la francese, l'italiana e l'olandese, impiegano l'espressione «si possa ragionevolmente ritenere», mentre altre, segnatamente la danese, la greca, l'inglese e la svedese, impiegano l'espressione «ci si possa ragionevolmente attendere». Le versioni spagnola e portoghese fanno riferimento, rispettivamente, ad «un complesso di circostanze che possono ragionevolmente sussistere» e ad «un complesso di circostanze o un evento ragionevolmente prevedibili». Infine, la versione tedesca impiega l'espressione «con sufficiente probabilità» («mit hinreichender Wahrscheinlichkeit»).

43) Secondo una giurisprudenza consolidata, da una parte, la formulazione utilizzata in una delle versioni linguistiche di una disposizione di diritto dell'Unione non può essere l'unico elemento a sostegno dell'interpretazione di questa disposizione né si può attribuire ad essa, a tal riguardo, un carattere prioritario rispetto alle altre versioni linguistiche. D'altra parte, le varie versioni linguistiche di un testo di diritto dell'Unione devono essere interpretate in modo uniforme e, pertanto, in caso di divergenze tra loro,

la disposizione di cui trattasi dev'essere interpretata in funzione dell'economia generale e della finalità della normativa di cui essa fa parte (v. sentenza del 28 luglio 2011, Pacific World e FDD International, C-215/10, non ancora pubblicata nella Raccolta, punto 48 e giurisprudenza ivi citata).

44) Orbene, ad eccezione della versione tedesca, tutte le altre versioni linguistiche dell'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 esistenti al momento dell'adozione di quest'ultima ricorrono all'avverbio «ragionevolmente». Con l'uso di tale vocabolo, il legislatore dell'Unione ha introdotto un criterio fondato sulle regole derivanti dall'esperienza comune per determinare se circostanze ed eventi futuri rientrino o meno nel campo di applicazione di tale disposizione.

45) Al fine di determinare se sia ragionevole ritenere che un complesso di circostanze verrà ad esistere o che un evento si verificherà, occorre procedere caso per caso ad una valutazione globale degli elementi già disponibili.

46) Di conseguenza, l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, impiegando l'espressione «si possa ragionevolmente ritenere», non può essere interpretato nel senso che esige la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi in questione.

47) Restringere il campo di applicazione degli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, per quanto riguarda le circostanze e gli eventi futuri, ad un tale grado di probabilità pregiudicherebbe gli obiettivi ricordati al punto 33 della presente sentenza, vale a dire assicurare l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione e accrescere la fiducia degli investitori in tali mercati. Infatti, in un caso del genere, i detentori di informazioni privilegiate potrebbero trarre un indebito profitto da talune informazioni giudicate, a seguito di una siffatta interpretazione restrittiva, non aventi un carattere preciso, a scapito di terzi che non ne sono a conoscenza.

48) Tuttavia, al fine di garantire la certezza del diritto per i partecipanti al mercato, evocata al considerando 3 della direttiva 2003/124, tra i quali figurano gli emittenti, non si può ritenere che abbiano un carattere preciso le informazioni attinenti a circostanze e ad eventi il cui sopravvenire non è verosimile. Infatti, in caso contrario, gli emittenti potrebbero ritenere di essere tenuti a divulgare informazioni prive di carattere concreto o non idonee ad incidere sul prezzo dei loro strumenti finanziari.

49) Ne discende che, impiegando l'espressione «si possa ragionevolmente ritenere», l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 riguarda le circostanze e gli eventi futuri di cui appare, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno.

50) Per quanto riguarda il problema di sapere se la probabilità richiesta del sopravvenire di un complesso di circostanze o di un evento possa variare a seconda dell'ampiezza degli effetti di questi ultimi sul prezzo degli strumenti finanziari in questione, la risposta deve essere negativa.

51) In primo luogo, una siffatta interpretazione del significato dell'espressione «si possa ragionevolmente ritenere» non deriva da alcuna versione linguistica tra quelle citate al punto 42 della presente sentenza.

52) In secondo luogo, l'interpretazione secondo cui ad una maggiore ampiezza degli effetti possibili di un evento futuro sul prezzo degli strumenti finanziari in questione dovrebbe corrispondere un grado minore di probabilità che l'informazione che vi fa riferimento venga considerata come un'informazione che ha un carattere preciso presuppone che ciascuno dei due elementi costitutivi di un'informazione privilegiata previsti, rispettivamente, ai paragrafi 1 e 2 dell'articolo 1 della direttiva 2003/124, vale a dire il carattere preciso di un'informazione e la capacità di quest'ultima di incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari in questione, dipenda dall'altro elemento.

53) I criteri precisati in tali paragrafi costituiscono condizioni minime, ciascuna delle quali deve essere soddisfatta affinché un'informazione possa essere considerata «privilegiata» ai sensi dell'articolo 1, punto 1, della direttiva 2003/6.

54) Come ha rilevato il governo del Regno Unito nelle sue osservazioni presentate alla Corte, non si può escludere che un'informazione relativa ad un evento, il quale è poco probabile che si verifichi, incida sensibilmente sul prezzo dei titoli dell'emittente interessato qualora le conseguenze, per quest'ultimo, di tale evento fossero particolarmente importanti. Non per questo potrebbe ragionevolmente dedursene che detto evento si verifichi.

55) È vero che, come risulta dal considerando 1 della direttiva 2003/124, un investitore ragionevole basa le proprie decisioni di investimento su tutte le informazioni disponibili ex ante. Egli deve quindi prendere in considerazione non solo l'«impatto previsto» di un evento sull'emittente, bensì anche il grado di probabilità che tale evento si verifichi. Tuttavia, tali considerazioni sono dirette a determinare se un'informazione sia idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente.

56) Alla luce delle osservazioni che precedono, occorre rispondere alla seconda questione che l'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 deve essere interpretato nel senso che la nozione di «un complesso di circostanze (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o (...) un evento (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà» riguarda le circostanze o gli eventi futuri di cui appare, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno. Tuttavia, tale nozione non va interpretata nel senso che deve essere presa in considerazione l'ampiezza delle conseguenze di tale complesso di circostanze o di tale evento sul prezzo degli strumenti finanziari in questione.

### **Sulle spese**

57) Nei confronti delle parti nella causa principale il presente procedimento 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 (Seconda Sezione) dichiara:

1) Gli articoli 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), e 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, devono essere interpretati nel senso che in una fattispecie a formazione progressiva diretta a realizzare una determinata circostanza o a produrre un certo evento possono costituire informazioni aventi un carattere preciso ai sensi di tali disposizioni non solo la detta circostanza o il detto evento, bensì anche le fasi intermedie di tale fattispecie collegate al verificarsi di questi ultimi.

2) L'articolo 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124 deve essere interpretato nel senso che la nozione di «un complesso di circostanze (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che verrà ad esistere o (...) un evento (...) di cui si possa ragionevolmente ritenere che si verificherà» riguarda le circostanze o gli eventi futuri di cui appare, sulla base di una valutazione globale degli elementi già disponibili, che vi sia una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno. Tuttavia, tale nozione non va interpretata nel senso che deve essere presa in considerazione l'ampiezza delle conseguenze di tale complesso di circostanze o di tale evento sul prezzo degli strumenti finanziari in questione.