

ATTUALITÀ

# Informazione privilegiata senza informazione completa

Il ruolo dell'inferenza nella causa C-363/24

11 Maggio 2026

**Edoardo Guffanti**, Partner, Fivers



**Edoardo Guffanti**, Partner, Fivers

**> Edoardo Guffanti**

Edoardo Guffanti è socio fondatore e Partner di Fivers. È attivo in ambito stragiudiziale dove ha maturato una consolidata competenza nell'assistenza a banche, SIM, SGR e imprese di assicurazione. Negli anni ha curato progetti connessi alla costituzione di intermediari bancari e finanziari, a operazioni di fusione e acquisizione, alla strutturazione di prodotti con alto contenuto regolamentare, a operazioni di sollecitazione all'investimento in prodotti finanziari complessi, nonché all'operatività transfrontaliera di intermediari italiani ed esteri.

**1. Premessa**

Con la sentenza del 19 marzo 2026, resa nella causa C-363/24, *Finansinspektionen c. Carnegie Investment Bank AB*, la Corte di giustizia è tornata a pronunciarsi sulla nozione di "informazione privilegiata" ai sensi dell'art. 7 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito "MAR"), offrendo un contributo di rilievo in ordine al requisito del "carattere preciso".

La questione sottoposta alla Corte presenta un profilo di indubbio interesse sistematico, poiché riguarda la possibilità di qualificare come informazione privilegiata una comunicazione che non esplicita un fatto economicamente rilevante, ma si limita a fornire elementi dai quali tale fatto può essere dedotto. In altri termini, è stato chiesto alla Corte di stabilire se per integrare il requisito della "precisione" dell'informazione sia necessaria la conoscenza diretta dell'evento price sensitive, ovvero se possa ritenersi soddisfatto anche quando l'informazione consenta soltanto di ricostruirlo in via indiziaria.

*"La pronuncia si colloca nel solco delle precedenti decisioni della Corte, e in particolare della sentenza 15 marzo 2022, causa C-302/20<sup>1</sup>, nella quale si è affermato che, al fine di verificare se un'informazione possa essere considerata 'sufficientemente specifica', è sufficiente che essa sia sufficientemente concreta o specifica da costituire una base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento cui si riferisce sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari interessati".*

Muovendo da questo assunto, la Corte sviluppa ulteriormente le implicazioni, contribuendo a delineare una nozione "funzionale" di informazione privilegiata.

**2. Il fatto e la questione giuridica**

La vicenda trae origine da un'operazione di finanziamento assistita da pegno su azioni di una società quotata. Più in dettaglio, la società Varvtre AB, interamente controllata da BAK – amministratore delegato e principale azionista della società quotata (Starbreeze AB) – aveva ottenuto da una banca (Carnegie Investment Bank AB) un finanziamento garantito da azioni della stessa Starbreeze. A seguito del calo del valore dei titoli, la garanzia risultava insufficiente, legittimando contrattualmente la banca ad

<sup>1</sup> Corte di giustizia UE, 15 marzo 2022, C-302/20, Autorité des marchés financiers, ECLI:EU:C:2022:190.

avviare la liquidazione delle azioni date in pegno.

Il giorno dopo aver avviato la procedura di vendita, la banca riceveva un messaggio di posta elettronica, proveniente dal responsabile della comunicazione dell'emittente, nel quale si segnalava che l'amministratore delegato era stato inserito nel registro delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate e che non era autorizzato a vendere azioni.

La comunicazione non conteneva, però, alcuna indicazione circa le ragioni di tale iscrizione, che, secondo quanto emerso successivamente, erano riconducibili alle dimissioni del direttore finanziario della società.

A seguito della ricezione del messaggio, la banca sospendeva temporaneamente la vendita dei titoli, per poi riprenderla nelle ore successive.

L'autorità di vigilanza svedese contestava quindi alla banca una violazione della disciplina sugli abusi di mercato, ritenendo che l'informazione ricevuta integrasse un'informazione privilegiata.

La banca proponeva ricorso contro la sanzione e il tribunale competente rigettava il ricorso, poiché a suo giudizio l'informazione ricevuta dalla banca via e-mail poteva essere interpretata unicamente come indicativa del fatto che erano presenti informazioni di natura negativa concernenti l'emittente. Tale informazione consentiva di trarre delle conclusioni in merito al potenziale effetto sul prezzo delle azioni della Starbreeze, indipendentemente dall'evento che aveva portato all'iscrizione dell'amministratore delegato nel registro degli insider.

Nel successivo giudizio di appello, invece, la corte decideva in senso opposto, ritenendo che l'informazione ricevuta via e-mail dalla banca non costituisse un' "informazione privilegiata" ai sensi dell'art. 7 MAR, e ciò in quanto il contenuto di tale e-mail non era tale da consentire al ricevente di comprendere la ragione per la quale BAK era stato iscritto nel registro degli insider ed era impossibilitato a vendere le proprie azioni. Secondo la Corte di appello, dunque, il contenuto della e-mail avrebbe dovuto essere qualificato come vago o generico.

Successivamente, la Corte suprema svedese sottoponeva alla Corte di giustizia la questione se una co-

municazione che si limiti a indicare l'inserimento di un soggetto in un' *insider list* e il divieto di negoziazione, senza però esplicitare il fatto sottostante, possa essere qualificata come informazione avente carattere preciso ai sensi dell'art. 7 MAR.

### 3. Il requisito del "carattere preciso" nella giurisprudenza eurounitaria

La nozione di informazione privilegiata, già delineata dalla direttiva 2003/6/CE e oggi trasfusa nell'art. 7 MAR, si articola, com'è noto, in una pluralità di elementi costitutivi, tra i quali il carattere preciso dell'informazione.

Il requisito della *precisione* è stato oggetto di un progressivo affinamento interpretativo da parte della Corte di giustizia, volto a chiarirne il significato e i limiti. In particolare, la Corte ha più volte affermato che un'informazione può considerarsi *precisa* quando è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari cui si riferisce, con l'esclusione delle sole informazioni vaghe o generiche.

In questo solco interpretativo si collocano, tra le altre, la sentenza 28 giugno 2012, causa C-19/11 *Geltl* <sup>2</sup>, che ha riconosciuto la rilevanza delle fasi intermedie di un processo decisionale, e la sentenza 11 marzo 2015, causa C-628/13 *Lafonta* <sup>3</sup>, che ha chiarito come la precisione non richieda la certezza dell'evento, ma soltanto la possibilità di trarre inferenze attendibili circa il suo impatto sui prezzi <sup>4</sup>.

Più recentemente, nella causa C-302/20, la Corte ha ulteriormente precisato che anche informazioni relative all'imminente pubblicazione di articoli di stampa contenenti "voci di mercato" possono essere qualificate quali informazioni privilegiate, purché siano sufficientemente specifiche da consentire una valutazione del loro possibile impatto sui prezzi (come richiesto dall'art. 7, par. 2, MAR). La Corte ha infatti chiarito che il "carattere preciso" deve essere valutato non tanto in relazione al grado di dettaglio

<sup>2</sup> Corte di giustizia UE, 28 giugno 2012, C-19/11, *Geltl*, ECLI:EU:C:2012:397.

<sup>3</sup> Corte di giustizia UE, 11 marzo 2015, C-628/13, *Lafonta*, ECLI:EU:C:2015:162.

<sup>4</sup> Il Regolamento (UE) n. 596/2014 ha abrogato e sostituito, con effetto dal 3 luglio 2016, la direttiva 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato. Tuttavia, l'articolo 7, paragrafo 1, del Regolamento corrisponde all'articolo 1, punto 1, della direttiva abrogata, cosicché la giurisprudenza relativa a quest'ultima disposizione resta pertinente ai fini dell'interpretazione del MAR.

dell'informazione in sé, quanto piuttosto alla sua idoneità a consentire di trarre conclusioni circa l'effetto sui prezzi che l'evento o la circostanza cui essa si riferisce è suscettibile di produrre.

#### **4. La decisione nella causa C-363/24: la rilevanza dei segnali indiretti**

La sentenza in commento si colloca in linea di continuità con il ricordato orientamento, ma ne estende la portata. La Corte afferma, infatti, che un'informazione può essere considerata come avente carattere preciso anche quando non rivela il fatto economico sottostante, purché consenta di inferirne l'esistenza in modo sufficientemente determinato.

Più nel dettaglio, la Corte muove dall'assunto secondo il quale una comunicazione che si limiti a indicare che una persona è stata iscritta nell'elenco delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate non può, in quanto tale, avere un effetto sul prezzo degli strumenti finanziari interessati e, pertanto, soddisfare il requisito secondo cui un'informazione deve poter avere un effetto significativo su tale prezzo.

Tuttavia, la Corte precisa che, quando tale informazione sia accompagnata dall'indicazione del divieto di negoziazione, essa può assumere un concreto significato economico, in quanto segnala l'esistenza di circostanze rilevanti per il mercato.

Dunque, la Corte valorizza la capacità dell'informazione di orientare le decisioni di un investitore ragionevole, il quale, posto di fronte a un simile segnale, potrebbe essere indotto ad adottare (o a modificare) delle scelte di investimento.

L'elemento valorizzato dalla Corte consente di mettere a fuoco un profilo tanto importante quanto non immediato: il requisito del "carattere preciso" non va inteso in senso meramente grammaticale, bensì in chiave *funzionale*, ossia in relazione all'uso che dell'informazione può essere fatto nel processo decisionale.

Ne consegue che la *precisione*, nell'ambito della disciplina sugli abusi di mercato, non coincide con l'"esattezza" dell'informazione in senso lessicale, bensì con la sua idoneità a generare deduzioni economicamente rilevanti.

Se si guarda alla definizione normativa, l'art. 7 MAR richiede che l'informazione sia "sufficientemente

specifico da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto sui prezzi". Il fulcro della disposizione non è dunque la completezza o il dettaglio dell'informazione in sé, bensì la sua capacità di permettere deduzioni idonee a fondare una valutazione sull'andamento del prezzo.

Tale lettura è coerente con la giurisprudenza della Corte di giustizia <sup>5</sup>, che – come già accennato – ha escluso dalla nozione di informazione privilegiata soltanto le informazioni "vaghe o generiche", ossia quelle che non consentono alcuna elaborazione predittiva, e non invece quelle che, pur incomplete o indirette, permettono comunque di formulare un giudizio prognostico.

La sentenza in esame si colloca in questo filone, compiendo un ulteriore passo: essa riconosce che anche un'informazione indiziaria può essere "precisa", quando il contesto in cui si inserisce ne consente una lettura economicamente significativa.

L'elemento decisivo diventa, allora, la possibilità per un investitore ragionevole di colmare le lacune informative attraverso deduzioni plausibili, e non la presenza di un contenuto autosufficiente e completo.

Questa impostazione appare coerente con la struttura dei mercati finanziari e con la logica del divieto di abuso di informazioni privilegiate. L'*insider*, infatti, non opera tipicamente sulla base di un'informazione "precisa" nel senso grammaticale del termine, ma sfrutta anche informazioni incomplete, purché idonee a orientare una scelta di investimento. In altri termini, ciò che rileva per l'*insider* non è la conoscenza piena dell'evento, bensì la disponibilità di un elemento informativo che consenta di anticipare, anche solo probabilisticamente, la reazione del mercato. Tipicamente, gli è sufficiente disporre di un segnale affidabile circa la direzione attesa del prezzo.

In questa prospettiva, la distinzione tra informazione completa e incompleta perde rilevanza: anche un'informazione parziale può essere precisa, se è sufficiente a fondare una decisione di investimento che anticipi i movimenti del mercato. Al contrario, un'informazione dettagliata ma priva di implicazioni economiche immediate potrebbe non soddisfare il requisito in esame.

<sup>5</sup> Si veda C-628/13 Lafonta, (cit.), punto 31; con maggiore chiarezza in C-302/20 Autorité des marchés financiers (cit), punto 38.

## 5. Precisione e funzione informativa: il ruolo dell'investitore ragionevole

Il passaggio centrale della sentenza consente di chiarire che il requisito del "carattere preciso" non va inteso in senso meramente descrittivo, bensì in chiave *funzionale*, ossia in relazione alla capacità dell'informazione di orientare le decisioni di investimento.

La sentenza contribuisce così a spostare l'asse dell'analisi dal contenuto formale dell'informazione alla sua funzione economica, confermando che la disciplina degli abusi di mercato è, prima di tutto, volta a impedire lo sfruttamento di asimmetrie informative economicamente rilevanti.

Tale impostazione è del tutto coerente con il parametro dell'investitore ragionevole – già presente nella disciplina di esecuzione della direttiva MAD e oggi riflesso nell'art. 7, par. 4, MAR – secondo il quale rileva l'informazione che un investitore utilizzerebbe come base per le proprie decisioni <sup>6</sup>.

Ne deriva che non è la completezza del contenuto informativo a rilevare, bensì la sua idoneità inferenziale. Un'informazione è, pertanto, "precisa" quando è utilizzabile nel processo decisionale, anche se non descrive integralmente l'evento sottostante. In mercati caratterizzati da logiche speculative di breve periodo, è sufficiente un segnale credibile circa la direzione del prezzo per fondare una scelta di investimento.

## 6. Informazioni incomplete, inesatte e valutazione ex ante

Un ulteriore profilo di rilievo della pronuncia riguarda il trattamento delle informazioni incomplete o inesatte, sul quale la Corte ribadisce un principio ormai consolidato ma di particolare importanza sistematica: la qualificazione di un'informazione come privilegiata deve essere effettuata ex ante, alla luce delle circostanze conosciute al momento della sua diffusione o del suo utilizzo.

Ne deriva che anche un'informazione successivamente rivelatasi inesatta, incompleta o non confermata può integrare un'informazione privilegiata, qualora, nel contesto in cui è stata ricevuta, essa fosse idonea a orientare le decisioni di un investitore ragionevole. Ciò che rileva, dunque, non è la corrisponden-

<sup>6</sup> Sul punto, si veda M. Ventoruzzo, S. Mock, "Market Abuse Regulation; Commentary and Annotated Guide, Oxford, P.275 e ss..

za dell'informazione alla realtà fattuale, bensì la sua credibilità e utilizzabilità al momento dell'impiego.

La Corte si colloca in linea con un orientamento già espresso nella propria giurisprudenza, secondo cui l'art. 7 MAR richiede una valutazione fondata su un giudizio prognostico circa l'impatto dell'informazione sui prezzi, e non su una verifica ex post della sua veridicità. Tale impostazione rispecchia la struttura dei mercati finanziari, nei quali le decisioni di investimento si basano necessariamente su informazioni disponibili in un dato momento, spesso incomplete e suscettibili di evoluzione.

Le conclusioni dell'Avvocato generale chiariscono ulteriormente questo aspetto, distinguendo tra *verità* e *credibilità* dell'informazione: mentre la prima non costituisce un requisito espresso della nozione di informazione privilegiata, la seconda rappresenta un elemento essenziale, in quanto solo un'informazione dotata di un sufficiente grado di attendibilità è in grado di incidere sulle aspettative del mercato.

Del resto, anche un'informazione successivamente rivelatasi errata può aver conferito, al momento del suo utilizzo, un vantaggio informativo a chi ne era in possesso, collocandolo in una posizione privilegiata rispetto agli altri investitori.

In questa prospettiva, la nozione di informazione privilegiata si configura come una categoria funzionale alla prevenzione delle asimmetrie informative rilevanti: l'informazione rileva non in quanto vera o falsa, ma in quanto idonea a incidere, in concreto, sul processo decisionale del mercato.

## 7. L'anomalia della comunicazione e la distinzione tra qualificazione e condotta

Da ultimo, si segnala un'anomalia che, nella disamina della Corte di giustizia, resta sullo sfondo, ma che viene evidenziata dall'Avvocato generale: vale a dire il fatto che la banca è stata destinataria della comunicazione relativa all'inserimento di BAK nell'insider list.

Tale circostanza appare difficilmente conciliabile con la disciplina europea, che impone che l'accesso alle insider list sia rigorosamente limitato ai soggetti che, per funzione o posizione, abbiano necessità di conoscerne il contenuto, garantendone la riservatezza (art. 18 MAR; art. 2, par. 4, lett. a), del regolamento di esecuzione (UE) 2016/347).

L'Avvocato generale sottolinea come non risulti chiaro per quale ragione tale informazione sia stata

trasmessa a un soggetto terzo quale la banca, ipotizzando che la comunicazione possa aver avuto finalità diverse (ad esempio, suggerire o ritardare la vendita dei titoli) e richiamando il rischio di una violazione delle regole sulla riservatezza delle insider list.

Ci si potrebbe allora chiedere se l'eventuale illiceità della comunicazione incida sulla qualificazione dell'informazione come "privilegiata". A tale quesito occorre rispondere in senso negativo. Il MAR, infatti, distingue chiaramente tra: (i) la qualificazione oggettiva dell'informazione (art. 7 MAR) e (ii) le condotte vietate relative al suo utilizzo o alla sua comunicazione (artt. 8, 10 e 14 MAR).

In particolare, l'art. 10 MAR vieta la comunicazione illecita di informazioni privilegiate, salvo che essa avvenga nel normale esercizio di un lavoro, professione o funzione. Tuttavia, la violazione di tale disposizione attiene al piano della condotta del soggetto che divulga l'informazione, non alla natura dell'informazione stessa.

Ne deriva che un'informazione mantiene la propria qualificazione di informazione privilegiata anche se è stata trasmessa in violazione delle regole sulla riservatezza. Simmetricamente, il fatto che un soggetto venga in possesso di un'informazione in modo non richiesto o persino irregolare non esclude, di per sé, l'applicabilità del divieto di utilizzo di cui all'art. 8 MAR, qualora tale informazione presenti i requisiti di cui all'art. 7.

Ne consegue che l'anomalia segnalata dall'Avvocato generale assume rilievo soprattutto ai fini dell'eventuale responsabilità per *unlawful disclosure*, ma non appare idonea a incidere sulla valutazione della precisione dell'informazione.

### **8. Considerazioni conclusive**

La sentenza C-363/24 conferma e rafforza un orientamento ormai consolidato nella giurisprudenza eurounitaria, volto a privilegiare una lettura sostanziale della nozione di informazione privilegiata. Il requisito del carattere preciso viene interpretato in termini *funzionali*, come idoneità dell'informazione a costituire una base per decisioni di investimento consapevoli, anche quando essa non contenga una descrizione completa dell'evento rilevante.

Ne deriva un ampliamento dell'ambito applicativo della disciplina sugli abusi di mercato, che impone ai diversi operatori una particolare attenzione. Da un lato, gli emittenti sono chiamati a valutare il requisito della precisione delle informazioni che generano alla luce dell'interpretazione *funzionale* accolta dalla Corte, al fine di individuare se, e quando, un'informazione diventi privilegiata. Parimenti, gli operatori di mercato devono prestare maggiore attenzione nella valutazione delle informazioni di cui possano venire a conoscenza, in quanto la lettura della Corte, per quanto condivisibile, richiede un apprezzamento che può risultare non immediato, se non addirittura controintuitivo, per il broker destinatario dell'informazione.

**DB** non solo  
diritto  
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

---

