Insider trading e direttiva Market Abuse: la nozione di «informazione precisa» torna al vaglio della Corte di giustizia

Giorgio Risso

1. Premessa.

Nell'ambito delle misure adottate dall'Unione europea in materia di mercati di capitali, quelle concernenti la regolamentazione dell'*insider trading* hanno avuto, senza alcun dubbio, una storia particolarmente travagliata. Ciò è dovuto, in massima parte, alla sostanziale indifferenza con cui la maggior parte degli Stati membri vedevano la possibilità che determinati soggetti effettuassero operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate, sconosciute al resto del mercato ma note ad essi in ragione della posizione ricoperta. In tal senso, basti pensare che quando, nel 1987, venne adottata la proposta della prima direttiva sull'*insider trading*, solamente Francia, Danimarca e Regno Unito avevano normative interne atte a sanzionare questa pratica. Per contro, l'azione dell'Unione è stata particolarmente incisiva giacché, a livello legislativo, essa ha progressivamente eroso la discrezionalità normativa dei Paesi membri. Sul fronte giurisprudenziale, poi, si sono adottate soluzioni interpretative tali da ridurre al minimo lo "spazio di manovra" delle autorità di vigilanza nazionali e, conseguentemente, degli operatori di mercato. La sentenza pronunciata dalla Corte di giustizia l'11 marzo 2015, nella causa C-628/13, si inserisce a pieno titolo in questo filone.

2. Cenni sull'evoluzione della normativa europea in materia di *insider trading*.

Il primo atto di diritto (ancora) comunitario teso a proibire e sanzionare l'*insider trading* è stato la direttiva 89/592/CEE, adottata in base all' art. 100 A del Trattato CEE (oggi art. 114 TFUE). La *ratio* di siffatta proibizione era duplice: da un lato, le pratiche di *insider trading* minano l'efficienza ed il buon funzionamento dei mercati secondari di capitali; dall'altro, pregiudicano la fiducia degli investitori in detti mercati, con conseguente riduzione del numero di transazioni. Per questi motivi, il legislatore dell'Unione ritenne opportuno ravvicinare le (allora) divergenti normative degli Stati membri, sancendo il generale divieto, in capo ai soggetti in possesso di informazioni privilegiate in virtù della loro particolare vicinanza ad un dato emittente, di negoziare, per conto proprio o di terzi, direttamente o indirettamente, i valori mobiliari dell'emittente interessato da dette informazioni. L'approccio adottato, peraltro, è stato di armonizzazione minima, sicché i singoli Paesi

membri sono rimasti liberi di ricorrere al c.d. *gold plating*, consistente nell'introduzione, a livello nazionale, di diposizioni più stringenti ovvero supplementari, purché aventi portata generale. Ciò si è riflesso, in misura più evidente, sul piano sanzionatorio, in riferimento al quale l'art. 13 della direttiva demandava *in toto* la predisposizione di sanzioni amministrative «sufficientemente dissuasive».

La prospettiva descritta è stata oggetto di un radicale ripensamento con la direttiva 2003/6/CE (c.d. *Market Abuse*), che – sostituendo la menzionata direttiva del 1989 – si caratterizza per un intervento dell'Unione dotato di maggiore ampiezza ed intensità. Sotto il primo profilo, infatti, le condotte censurate sono state estese anche alla manipolazione di mercato – consistente, in estrema sintesi, nella diffusione di informazioni ingannevoli tese ad influire sul prezzo degli strumenti finanziari – mentre sotto il secondo profilo si è invece ricorsi all'armonizzazione massima, impendendo così l'introduzione di regole più severe da parte degli Stati membri. La direttiva *Market Abuse* è stata adottata nell'ambito dell'approccio regolamentare Lamfalussy su quattro livelli che, oltre a Consiglio, Parlamento e Commissione, coinvolgeva due comitati con lo scopo di assistere quest'ultima: lo European Securities Committee(ESC) e il Committee of European Securities Regulators (nel prosieguo, CESR), di natura tecnica, in quanto formato da membri delle autorità di vigilanza di ciascuno Stato membro. In estrema sintesi, la procedura contemplava: *i*)un primo livello, teso all'elaborazione di direttive e/o regolamenti contenenti principi quadro; *ii*)un secondo livello, volto alla produzione di misure tecniche di implementazione dei suddetti principi; *iii*)un terzo livello, devoluto all'elaborazione di linee-guida comuni e standard non vincolanti da parte del CESR; *iv*)un quarto livello di controllo da parte della Commissione sull'uniforme applicazione della disciplina dell'Unione. Peraltro, mette conto sottolineare come la procedura appena descritta sia stata oggetto di importanti modificazioni, prima fra tutte la sostituzione del CESR con la neo-costituita Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFM).

Ciò posto, con riferimento alla disciplina dell'*insider trading*, il summenzionato approccio Lamfalussy ha condotto, per quanto concerne il secondo livello normativo, all'adozione di numerosi atti di attuazione (tra cui merita di essere citata la direttiva 2003/124/CE) e, con

riferimento al terzo livello normativo, all'elaborazione di diverse linee-guida da parte del CESR.

Il lungo *iter* dell'*insider trading* si è poi, recentemente, arricchito di un ulteriore tassello con l'approvazione del regolamento (UE) n. 596/2014. Come la maggior parte delle misure adottate a seguito della crisi economico-finanziaria, anche tale regolamento si caratterizza per la presenza di regole più dettagliate e più stringenti nei confronti degli operatori economici, e per il tentativo di portare ad un livello successivo il processo di armonizzazione, esteso, nel caso di specie, anche alle sanzioni penali da parte della direttiva 2014/57/UE. A questo proposito, è possibile osservare che l'ambito di applicazione di tali sanzioni viene puntualmente circoscritto dagli artt. 3 e 4 della direttiva, restando le rimanenti condotte soggette, in linea di principio, alle sole sanzioni amministrative, come previsto dall'art. 30 del regolamento n. 596/2014. Peraltro, è proprio il predetto art. 30 a stabilire che qualora uno Stato membro disponga sanzioni penali per i comportamenti in esso elencati, venga meno l'obbligo di prevedere un impianto sanzionatorio anche di tipo amministrativo. Ciò potrebbe, a ben vedere, ridurre il rischio di normative nazionali incompatibili con il divieto di *ne bis in idem* – sancito dall'art. 4 del Protocollo 7 della CEDU – incompatibilità che, giova ricordarlo, è stata ravvisata nelle disposizioni italiane di recepimento della direttiva *Market Abuse*, se pur con riferimento alla diversa fattispecie della manipolazione di mercato (Corte EDU, *Grande Stevens*, ric. n. 18640, 18647, 18633, 18668 e 18698/2010). La dottrina, peraltro, non ha mancato di evidenziare come la contrarietà della normativa italiana con il principio in parola, tutelato anche dall'art. 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, potrebbe fondare l'applicazione diretta di quest'ultima da parte dei giudici nazionali (F. Viganò, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in Dir. pen. contemporaneo, 2014, p. 219 ss.).

3. La progressiva definizione dei concetti di «informazione privilegiata» e di «uso di informazione privilegiata» da parte della Corte di giustizia.

Nell'ambito della disciplina sull'*insider trading*, le nozioni di «informazione privilegiata» e di

«uso di informazione privilegiata» giocano un ruolo chiave. L'art. 1, punto 1, della direttiva 2003/6/CE dispone che un'informazione privilegiata, per potersi qualificare come tale, debba essere: *i*)precisa; *ii*)non pubblica; *iii*) riferita, direttamente o indirettamente, ad emittenti ovvero strumenti finanziari; *iv*)potenzialmente influente sui prezzi di tali strumenti finanziari qualora fosse resa pubblica. A sua volta, l'art. 1 della direttiva 2003/124/CE di secondo livello chiarisce i requisiti *sub i*)e *iv*). Il concetto di precisione, viene riferito ad un evento ovvero ad un complesso di circostanze, esistenti o che si possa ragionevolmente presumere che vengano ad esistenza, da cui sia possibile inferire l'effetto probabile sull'andamento del prezzo degli strumenti finanziari interessati. Per integrare il requisito *sub iv*), invece, è necessario che ci si trovi in presenza di un'informazione «che presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento».

Le nozioni di cui sopra sono state poi oggetto di importanti interventi chiarificatori da parte della Corte di giustizia, la quale ha sempre fornito interpretazioni tali da ampliare il più possibile il raggio di azione della normativa europea.

Già con la celebre pronuncia *Spector Photo*(causa C-45/08) la Corte di giustizia non ha esitato ad affermare che, ai fini dell'applicazione delle sanzioni amministrative, è irrilevante l'accertamento dell'elemento psicologico volto a dimostrare una consapevolezza dell'*insider* circa l'illiceità delle operazioni poste in essere. Segnando, quindi, una cesura rispetto al sistema posto dalla direttiva 89/592/CEE, la quale richiedeva uno sfruttamento consapevole delle informazioni privilegiate (art. 2, par. 1), la Corte ha concluso che la sussistenza di transazioni finanziari effettuate da soggetti qualificabili come *insider* sulla base di informazioni aventi le caratteristiche menzionate, consente di «presumere l'intenzione dell'autore di tale informazione» (punto 38). Nondimeno, viene affermato che la compatibilità di siffatta presunzione con il rispetto dei diritti fondamentali – e, segnatamente, con il principio di cui all'art. 6, n. 2, della CEDU – impone di garantire la possibilità di fornire con ogni mezzo la prova contraria (punto 54).

Successivamente, nell'ambito del caso *Geltl* (causa C-19/11), la Corte di giustizia si è

concentrata sul requisito della precisione, puntualizzando come perfino le fattispecie c.d. a formazione progressiva, quali lo svolgimento di trattative contrattuali, possano integrare informazioni precise ai fini dell'applicazione della normativa sull'*insider trading*.

4. Il caso *Lafonta*.

Il caso in commento origina dalla conclusione da parte della società di diritto francese Wendel di alcuni contratti *total return swaps* (nel prosieguo, TRS), con cui questa si impegnava, verso quattro istituti di credito, a coprire il rischio derivante dal titolo sottostante rappresentato da azioni della Saint-Gobain, in cambio di alcuni finanziamenti. Avendo successivamente deciso di liquidare le proprie posizioni di copertura con riferimento ai TRS, la Wendel effettuava massici acquisti di azioni della Saint-Gobain, notificando all'Autorité des marchés financiers (nel prosieguo, AMF) il superamento delle relative soglie. Ciononostante, l'AMF avviava un'indagine, al termine della quale stabiliva che l'intera operazione finanziaria, inizialmente consistente nella sola conclusione dei TRS, era invero preordinata all'acquisizione di una partecipazione significativa nel capitale della Saint-Gobain. Essa rilevava, dunque, una violazione della normativa sull'*insider trading* in capo alla Wendel ed al presidente del consiglio direttivo di quest'ultima, signor Lafonta.

Il tema che la Corte di giustizia è stata chiamata a risolvere riveste una notevole importanza pratica, sostanziandosi nella possibilità di qualificare una data informazione come privilegiata anche qualora non sia possibile prevedere *ex ante* in quale senso il prezzo degli strumenti finanziari varierà allorché tale informazione sarà resa pubblica. Siffatta questione – come espressamente riconosciuto anche dall'AG Wathelet, nelle sue conclusioni nel caso in esame – concerne l'interpretazione del già menzionato requisito della "precisione", intesa (anche) come possibilità di inferire il probabile effetto di un dato complesso di circostanze sull'andamento del prezzo degli strumenti finanziari (art. 1, par. 1, direttiva 2003/124/CE).

La tesi restrittiva, secondo cui un'informazione ha carattere preciso solo se consente al suo detentore di prevedere il senso di variazione del prezzo, è stata sostenuta dal signor Lafonta sulla base delle linee-guida elaborate dal CESR nell'ambito del terzo livello normativo. L'art. 1.8 di tali linee-guida, infatti, prevede che la precisione di un'informazione possa desumersi,

tra l'altro, dal fatto che questa consenta di assumere decisioni di investimento prive (od aventi un livello molto basso) di rischio, ovvero dalla sua immediata spendibilità sul mercato. Nonostante la plausibilità di tali argomentazioni, la Corte non ha ritenuto di prendere esplicitamente posizione sul documento del CESR, limitandosi ad affermare che, per essere considerata sufficientemente specifica, un'informazione deve «poter fungere quale base che consenta di valutare se il complesso di circostanze o l'evento costituente l'oggetto dell'informazione stessa sia suscettibile di avere un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari ai quali quest'ultima si riferisce» (punto 31). Tale impostazione, invero, evidenzia una certa confusione di fondo tra il requisito della precisione e quello della materialità (intesa come potenziale influenza sui prezzi), rilievo che parrebbe confermato anche dal successivo rinvio della Corte all'art. 1, par. 2, della direttiva 2003/124/CE (punto 34). Ciò posto, la tesi estensiva viene infine fatta prevalere sostenendo che «l'accresciuta complessità dei mercati finanziari rende particolarmente difficile valutare in modo esatto il senso nel quale possono variare i prezzi degli strumenti finanziari», di talché un approccio restrittivo pregiudicherebbe gli obiettivi della direttiva (punto 36).

Maggiormente articolata è la posizione espressa dall'AG Wathelet il quale, da un lato, richiama l'attenzione sul carattere giuridicamente non vincolante delle linee-guida del CESR, dall'altro, evidenzia che i criteri da queste indicati per condurre il test sulle informazioni ai sensi della direttiva *Market Abuse* sono solo esemplificativi, come indicato nel punto 8 del *Feedback Statement*pubblicato insieme alle linee-guida. Il risultato, ad ogni modo, non cambia, giacché anche secondo l'AG la possibilità di stabilire *ex ante* l'andamento dei prezzi non costituisce un elemento integrante della nozione di informazione precisa.

5. Considerazioni conclusive.

Dal caso *Lafonta* si possono trarre alcune brevi considerazioni. In prima battuta, con riferimento alla nozione di "precisione" da utilizzare per il test volto ad accertare la natura privilegiata di un'informazione, le conclusioni raggiunte dalla Corte di giustizia, anche se in parte condivisibili, paiono eccessivamente rigide. Se è vero, infatti, che l'accresciuta

complessità dei mercati ha notevolmente aumentato l'incertezza circa l'esito delle operazioni finanziarie, nondimeno proprio il margine di questa incertezza dovrebbe giocare un ruolo di primaria importanza, di talché quelle circostanze da cui risulti impossibile, od estremamente difficile, ricavare indicazioni sull'andamento dei prezzi non dovrebbero qualificarsi come informazioni precise. L'approccio interpretativo adottato dalla Corte – peraltro pienamente coerente nella sua impostazione con le pronunce *Spector Photo* e *Geltl* – risulta certamente influenzato, nella sua "severità", dalla natura stessa della disciplina sull'*insider trading* nell'ambito del diritto dell'Unione. In questo senso, mentre la normativa statunitense sull'*insider trading* si giustifica in base a ragioni di tipo soggettivo, consistenti nella volontà di sanzionare condotte che violino un dovere fiduciario (*fiduciary duty*), la normativa europea ha radici oggettive, giacché mira a proteggere gli investitori e l'efficienza dei mercati (considerando nn. 2 e 12 della direttiva 2003/6/CE). Del resto, questa maggiore severità può comprendersi anche alla luce del fatto che la direttiva *Market Abuse* non contiene disposizioni armonizzate relative alla responsabilità civile degli *insider*. La mancanza, quindi, di spinte deterrenti provenienti da possibili misure di *private enforcement* pare giustificare una sorveglianza e misure di *public enforcement* più rigide (e recentemente estese, come visto, anche alle sanzioni penali). Tuttavia, nel caso di specie, il tentativo di adottare l'approccio anzidetto ha costretto la Corte, come già l'Avvocato generale, a servirsi di argomentazioni assai poco convincenti.

In secondo luogo, difficilmente giustificabili appaiono sia le affermazioni dell' Avvocato generale tese a screditare la rilevanza (punto 41 delle conclusioni) e finanche la pertinenza (*ibidem*, punto 42) delle linee-guida del CERS sulla base della loro non vincolatività, sia la scelta della Corte di non tenerle nemmeno in considerazione. Non pare infatti che dall'assenza di vincolatività di siffatte linee-guida possa trarsi che esse siano prive di qualsivoglia effetto giuridico (*Grimaldi*, causa C-322/88; nonché, recentemente, *Regno Unito c. BCE*, causa T-496/11 e conclusioni dell'AG Cruz Villalòn nella causa C-62/14). In particolare, qualora, come nell'ipotesi in esame, le norme di *soft law* svolgano una funzione interpretativa nei confronti di disposizioni di *hard law*, tesa a garantirne la consistente ed uniforme applicazione all'interno degli Stati membri, non sembra possibile limitarsi ad un giudizio così superficiale. Tale funzione, difatti, riveste un'importanza fondamentale in

settori caratterizzati da un elevato tecnicismo e che necessitano di rapidi adattamenti normativi quali, tradizionalmente, la concorrenza e, più di recente, i mercati finanziari; specialmente laddove i relativi poteri di supervisione e sanzionatori permangano in capo alle competenti autorità nazionali. In una simile situazione, quindi, si ritiene che i principi di uniforme applicazione del diritto dell'Unione e di effettività avrebbero dovuto indurre ad una più attenta riflessione sulle linee-guida del CESR le quali, peraltro, diversamente da quanto affermato dall'Avvocato generale (punto 41 delle conclusioni), non presentavano profili di incompatibilità con la normativa di primo e di secondo livello, in ragione della formulazione particolarmente ampia ed inclusiva di quest'ultima.