

ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΤΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΕΙΣΑΓΓΕΛΕΑ  
PHILIPPE LÉGER

της 12ης Οκτωβρίου 2000<sup>1</sup>

1. Ο J. Verdonck, ο R. Everaert και η E. de Baedts<sup>2</sup> είναι και οι τρεις μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας NV Ter Beke<sup>3</sup>, η οποία αποφάσισε να αποκτήσει την εταιρία Chilled Food Business, ένα τμήμα της NV Unilever<sup>4</sup>. Διώκονται ενώπιον της βελγικής δικαιοσύνης για το ποινικό αδίκημα της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές. Τους προσάπτεται ότι εκμεταλλεύτηκαν την εμπιστευτική αυτή πληροφορία για να δώσουν χρηματιστηριακές εντολές για την αγορά μετοχών της Ter Beke.

2. Οι κατηγορούμενοι της κύριας δίκης υποστηρίζουν ότι η βελγική νομοθεσία περί χρηματιστηριακών συναλλαγών, βάσει της οποίας ασκήθηκε ποινική δίωξη εναντίον τους, δεν είναι σύμφωνη με την οδηγία 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13ης Νοεμβρίου 1989, για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών<sup>5</sup>.

3. Επικαλούνται το άρθρο 6 της οδηγίας, κατά το οποίο τα κράτη μέλη μπορούν να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις από

εκείνες της οδηγίας, υπό την προϋπόθεση όμως ότι οι αυστηρότερες αυτές διατάξεις έχουν γενική εφαρμογή.

4. Κατ' αυτούς, ο βελγικός νόμος είναι αυστηρότερος από την οδηγία κατά το μέρος που ο νόμος αυτός δεν επιβάλλει να αποδεικνύεται η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ, αφενός, της λόγω της θέσεως ενός προσώπου κατοχής εμπιστευτικών πληροφοριών και, αφετέρου, της διενέργειας από το πρόσωπο αυτό χρηματιστηριακής πράξεως. Όμως, από την άλλη πλευρά, ο νόμος εισάγει εξαίρεση υπέρ των εταιριών χαρτοφυλακίου<sup>6</sup>. Κατά τους κατηγορούμενους της κύριας δίκης, με το να περιγράφει με αυστηρότερο τρόπο το αδίκημα που τους προσάπτεται ενώ εξαιρεί τις εταιρίες χαρτοφυλακίου, ο βελγικός νόμος παραβιάζει την κοινοτική ρύθμιση.

5. Έτσι, το Δικαστήριο καλείται να ερμηνεύσει το άρθρο 6 της οδηγίας για να καθοριστεί το περιθώριο ελιγμών που έχει ένα κράτος μέλος όταν αποφασίζει να μεταφέρει την οδηγία με αυστηρότερους κανόνες από εκείνους της οδηγίας, ενώ περιορίζει τους αυστηρότερους κανόνες κατά τρόπον που ευνοεί τις εταιρίες χαρτοφυλακίου.

1 – Γλώσσα του πρωτοτύπου: η γαλλική.

2 – Στο εξής: κατηγορούμενοι της κύριας δίκης.

3 – Στο εξής: Ter Beke.

4 – Στο εξής: Unilever.

5 – ΕΕ L 334, σ. 30, στο εξής: οδηγία.

6 – Η έννοια αυτή ορίζεται στο σημείο 14 των προτάσεών μου.

**I — Το νομικό πλαίσιο****8. Βάσει του άρθρου 2 της οδηγίας:****A — Το κοινοτικό δίκαιο**

6. Κατά την οδηγία, ο σε κοινοτικό επίπεδο συντονισμός των ρυθμίσεων σχετικά με τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές δικαιολογείται από την ανάγκη να εξασφαλιστεί η καλή λειτουργία της δευτερογενούς αγοράς κινητών αξιών<sup>7</sup>. Η αγορά πρέπει να εμπνέει εμπιστοσύνη στους επενδυτές<sup>8</sup>, καθόσον διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για τη χρηματοδότηση των οικονομικών μονάδων<sup>9</sup>. Η εμπιστοσύνη «εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την εγγύηση που παρέχεται στους επενδυτές ότι απολαύουν ίσης μεταχείρισης διότι θα προστατευθούν από την παράνομη χρήση εμπιστευτικών πληροφοριών»<sup>10</sup>.

7. Κατά το άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας, ως «εμπιστευτική πληροφορία» νοείται: «μια πληροφορία η οποία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει χαρακτηριστικά συγκεκριμένο και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες, και η οποία, αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών».

«1. Όλα τα κράτη μέλη απαγορεύουν στα πρόσωπα τα οποία:

— λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών και εποπτικών οργάνων του εκδότη,

— λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη

ή

— επειδή έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές λόγω της άσκησης της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους,

είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, να αποκτούν ή να εκχωρούν, για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα, τις κινητές αξίες του ή των εκδοτών τους οποίους αφορούν οι πληροφορίες αυτές, εκμεταλλευόμενα εν γνώσει τους αυτές τις εμπιστευτικές πληροφορίες.

7 — Τρίτη αιτιολογική σκέψη.

8 — Τέταρτη αιτιολογική σκέψη.

9 — Δεύτερη αιτιολογική σκέψη.

10 — Πέμπτη αιτιολογική σκέψη.

2. Όταν τα πρόσωπα που αναφέρονται στην παράγραφο 1 είναι εταιρίες ή άλλα νομικά πρόσωπα, η απαγόρευση που προβλέπεται σ' αυτή την παράγραφο ισχύει για τα φυσικά πρόσωπα που συμμετέχουν στην απόφαση για τη συναλλαγή για λογαριασμό του εν λόγω νομικού προσώπου.»

11. Το άρθρο 181 του νόμου του 1990 ορίζει την έννοια της «εμπιστευτικής πληροφορίας» ως εξής:

9. Η πρώτη περίοδος του άρθρου 6 της οδηγίας έχει ως εξής:

«Όλα τα κράτη μέλη μπορούν να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις από τις προβλεπόμενες στην παρούσα οδηγία ή και συμπληρωματικές διατάξεις, υπό τον όρο ότι οι διατάξεις αυτές θα είναι γενικής εφαρμογής.»

«Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου ως εμπιστευτική πληροφορία νοείται: η πληροφορία η οποία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει αρκετά συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες ή άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους, και η οποία, αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών ή αυτού ή αυτών των άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων.»

## B — Το εθνικό δίκαιο

10. Η οδηγία μεταφέρθηκε στο βελγικό δίκαιο με τα άρθρα 181 έως 189 του νόμου της 4ης Δεκεμβρίου 1990 περί χρηματοπιστωτικών πράξεων και χρηματογορών<sup>11</sup>.

Δεν αποτελούν εμπιστευτικές πληροφορίες οι πληροφορίες που οι εταιρίες χαρτοφυλακίου διαθέτουν λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση των εταιριών στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν, αρκεί οι πληροφορίες αυτές να μην αποτελούν πληροφορίες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών.»

11 — *Moniteur belge* της 22ας Δεκεμβρίου 1990, σ. 23800, στο εξής: νόμος του 1990.

12. Κατά το άρθρο 182, παράγραφος 1, του νόμου του 1990:

«Στα πρόσωπα που:

1<sup>ο</sup> λόγω της ιδιότητάς τους ως μελών των διοικητικών, διευθυντικών ή εποπτικών οργάνων του εκδότη,

2<sup>ο</sup> λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη,

3<sup>ο</sup> ή επειδή έχουν πρόσβαση στις πληροφορίες αυτές λόγω της ασκήσεως της εργασίας, του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους,

είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών για τις οποίες γνωρίζουν ή εύλογα δεν μπορούν να αγνοούν ότι είναι εμπιστευτικές,

απαγορεύεται να αποκτούν ή να εκχωρούν, για δικό τους λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων, είτε άμεσα είτε έμμεσα, κινητές αξίες ή άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους που αφορούν οι πληροφορίες αυτές.»

13. Ο ορισμός των εταιριών χαρτοφυλακίου βρίσκεται στο άρθρο 1 του βασιλικού διατάγματος 64, της 10ης Νοεμβρίου 1967, περί του καθεστώτος των εταιριών χαρτοφυλακίου<sup>12</sup>, η τελευταία τροποποίηση του οποίου έγινε με νόμο της 22ας Μαρτίου 1993.

14. Κατά το άρθρο αυτό, χαρακτηρίζονται ως εταιρίες χαρτοφυλακίου:

«1<sup>ο</sup> Οι εταιρίες βελγικού δικαίου οι οποίες έχουν σε μία ή περισσότερες βελγικές ή ξένες θυγατρικές συμμετοχή που τους παρέχει, κατά νόμον ή εν τοις πράγμασι, τη δυνατότητα να διευθύνουν τη δραστηριότητά τους, αρκεί:

a) οι εταιρίες αυτές ή όλες ή μερικές από τις θυγατρικές τους ή από τις θυγατρικές των θυγατρικών τους να έχουν απευθυνθεί στο κοινό στο Βέλγιο για την έκδοση ή τοποθέτηση των μετοχών ή εταιρικών μεριδίων τους:

b) η συνολική αξία των συμμετοχών τους να ανέρχεται τουλάχιστον σε πεντακόσια εκατομμύρια φράγκα ή να αντιπροσωπεύει τουλάχιστον το ήμισυ των ιδίων κεφαλαίων τους.

12 — *Moniteur belge* της 14ης Νοεμβρίου 1967, σ. 11821.

2° Οι εταιρίες βελγικού δικαίου που οι ίδιες ή οι θυγατρικές τους ή οι θυγατρικές των θυγατρικών τους έχουν απευθυνθεί στο κοινό στο Βέλγιο για την έκδοση ή τοποθέτηση των μετοχών ή εταιρικών μεριδίων τους και που είναι θυγατρικές, ή θυγατρικές θυγατρικών, ξένων εταιριών ή φορέων εχόντων, άμεσα ή έμμεσα, σε εταιρίες βελγικού δικαίου, συμμετοχές των οποίων η συνολική αξία ανέρχεται τουλάχιστον σε πεντακόσια εκατομμύρια φράγκα ή αντιπροσωπεύουν τουλάχιστον το ήμισυ των ιδίων κεφαλαίων τους.»

17. Η σύμβαση αποκτήσεως της Chilled Food Business υπεγράφη στις 14 Μαΐου 1996 από την Ter Beke και την Unilever.

18. Μεταξύ της 6ης και της 8ης Φεβρουαρίου 1996, οι κατηγορούμενοι της κύριας δίκης έδωσαν χρηματιστηριακές εντολές οι οποίες κατέληξαν στην απόκτηση μετοχών της Ter Beke στην τιμή των 2 590 BEF.

## II — Τα πραγματικά περιστατικά της κύριας δίκης και η διαδικασία

15. Κατά τη διάρκεια συνεδριάσεών του της 22ας Αυγούστου και 10ης Οκτωβρίου 1995, το διοικητικό συμβούλιο της Ter Beke εξέτασε τη δυνατότητα αποκτήσεως της Chilled Food Business. Στις 19 Δεκεμβρίου 1995, το διοικητικό συμβούλιο ενέκρινε μια προσφορά εξαγοράς της εταιρίας αυτής.

19. Η Openbaar Ministerie (εισαγγελική αρχή) παρέπεμψε στο Rechtbank van eerste aanleg te Gent (Βέλγιο) τους κατηγορούμενους της κύριας δίκης για τον λόγο ότι, με την αγορά μετοχών της Ter Beke πριν δημοσιοποιηθεί η δήλωση προθέσεων της Ter Beke και της Unilever, χρησιμοποίησαν παράνομα εμπιστευτική πληροφορία, κατά παράβαση των άρθρων 181, 182, 183 και 189 του νόμου του 1990.

16. Στις 5 Μαρτίου 1996, οι Ter Beke και Unilever υπέγραψαν δήλωση προθέσεων, η οποία δημοσιοποιήθηκε αυθημερόν και με την οποία εξέφρασαν την επιθυμία να συνεχίσουν κατ' αποκλεισμόν τρίτων τις μεταξύ τους συζητήσεις. Μετά την αναγγελία αυτή, η τιμή της μετοχής της Ter Beke ανήλθε, στις 18 Μαρτίου 1996, από 2 800 βελγικά φράγκα (BEF) σε 3 230 BEF, δηλαδή αυξήθηκε κατά 15,3 %.

## III — Τα προδικαστικά ερωτήματα

20. Εκτιμώντας ότι η έκβαση της κύριας δίκης εξαρτάται από την ερμηνεία της οδηγίας, το Rechtbank van eerste aanleg te Gent,

αποφάσισε, με απόφαση της 27ης Ιανουαρίου 1999, να αναστείλει τη διαδικασία και να υποβάλει στο Δικαστήριο τα ακόλουθα ερωτήματα:

«1) Επιτρέπει το άρθρο 6 της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ, της 13ης Νοεμβρίου 1989, για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, το οποίο έχει ως εξής: “Όλα τα κράτη μέλη μπορούν να θεσπίσουν αυστηρότερες διατάξεις από τις προβλεπόμενες στην παρούσα οδηγία ή και συμπληρωματικές διατάξεις, υπό τον όρο ότι οι διατάξεις αυτές θα είναι γενικής εφαρμογής (...)”, να περιληφθεί στη νομοθεσία κράτους μέλους αυστηρότερος ορισμός, ενώ για συγκεκριμένη κατηγορία, δηλαδή τις εταιρίες χαρτοφυλακίου, η νομοθεσία αυτή προβλέπει ειδική εξαίρεση από τον αυστηρότερο αυτό ορισμό;

2) Συνάδει με το άρθρο 6 της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ η μεταφορά της στο εσωτερικό δίκαιο του Βελγίου με το άρθρο 181 του νόμου της 4ης Δεκεμβρίου 1990 το οποίο έχει ως εξής:

“Για την εφαρμογή του παρόντος νόμου ως εμπιστευτική πληροφορία νοείται: η πληροφορία η οποία δεν έχει γίνει γνωστή στο κοινό, έχει αρκετά συγκεκριμένο χαρακτήρα και αφορά έναν ή περισσότερους εκδότες κινητών αξιών ή άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων ή μία ή περισσότερες κινητές αξίες ή άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους, και η οποία, αν γινόταν γνωστή στο κοινό, θα

μπορούσε να επηρεάσει αισθητά την τιμή αυτής ή αυτών των κινητών αξιών ή αυτού ή αυτών των άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων.

Δεν αποτελούν εμπιστευτικές πληροφορίες οι πληροφορίες που οι εταιρίες χαρτοφυλακίου διαθέτουν λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση των εταιριών στο κεφάλαιο των οποίων μετέχουν, αρκεί οι πληροφορίες αυτές να μην αποτελούν πληροφορίες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών.

Οι διατάξεις του νόμου αυτού έχουν εφαρμογή επί των κινητών αξιών και των άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων υπό την έννοια του άρθρου 1”;

3) Αν κράτος μέλος μετέφερε στο εσωτερικό δίκαιο την οδηγία 89/592/ΕΟΚ όπως τη μετέφερε ο Βέλγος νομοθέτης με το άρθρο 181 του νόμου της 4ης Δεκεμβρίου 1990 και αν αποδειχθεί ότι η μεταφορά αυτή απάδει προς την οδηγία, πρέπει τότε η αυστηρότερη διάταξη να θεωρηθεί μη περιεχόμενη στην εθνική

νομοθεσία ή πρέπει να συνεχίσει να έχει πλήρη εφαρμογή, και μάλιστα για τις εταιρίες χαρτοφυλακίου;»

23. Το πρώτο ερώτημα αφορά το αν μπορεί να γίνει δεκτή η εξαίρεση βάσει της οποίας οι εταιρίες χαρτοφυλακίου απαλλάσσονται, σε ορισμένες περιπτώσεις, από την απαγόρευση της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, όπως η απαγόρευση αυτή εφαρμόζεται αυστηρότερα από το εθνικό δίκαιο.

#### IV — Προκαταρκτικές παρατηρήσεις

21. Το πρώτο και το δεύτερο ερώτημα αφορούν τη νομιμότητα, σε σχέση με την οδηγία, μιας εθνικής ρυθμίσεως όπως ο νόμος του 1990, ο οποίος εν μέρει απαλλάσσει τις εταιρίες χαρτοφυλακίου από την προβλεπόμενη στην οδηγία απαγόρευση των συναλλαγών των προσώπων που λόγω της θέσεώς τους κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες, με το να επιτρέπει στις εταιρίες αυτές να χρησιμοποιούν ορισμένες από τις πληροφορίες που διαθέτουν λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση άλλων εταιριών.

22. Και τα δύο ερωτήματα αφορούν την ερμηνεία του άρθρου 6 της οδηγίας, κατά το οποίο το δικαίωμα θεσπίσεως, για τη μεταφορά της οδηγίας, κανόνων αυστηρότερων από τους κανόνες της οδηγίας αυτής εξαρτάται από την προϋπόθεση ότι οι αυστηρότεροι αυτοί κανόνες έχουν γενική εφαρμογή. Ο εθνικός νομοθέτης επέλεξε αυστηρότερο κανόνα, κατά το μέρος που το άρθρο 182 του νόμου του 1990 δεν επιβάλλει να αποδεικνύεται η ύπαρξη αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της κατοχής εμπιστευτικών πληροφοριών και της παρεμβάσεως του προσώπου, που λόγω της θέσεώς του κατέχει τέτοιες πληροφορίες, στην αγορά των κινητών αξιών τις οποίες αφορούν οι πληροφορίες αυτές. Έτσι, μπορεί πιο εύκολα να αποδειχτεί το σχετικό αδίκημα.

24. Με το δεύτερο ερώτημα, ο αιτούν δικαστήρις, μολονότι παραθέτει το άρθρο 6 της οδηγίας, δεν αναφέρεται πιο άμεσα στον αυστηρότερο ορισμό της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, κατά το μέρος που με τον ορισμό αυτόν το στοιχείο της αιτιότητας παραλείπεται από το βελγικό δίκαιο. Το αιτούν δικαστήριο ερωτά επί του ορισμού, κατά το εθνικό δίκαιο, των «εμπιστευτικών πληροφοριών», κατηγορίας από την οποία αποκλείονται ορισμένες πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου, πράγμα που παρέχει στις εταιρίες αυτές τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν για δικό τους όφελος τις πληροφορίες αυτές χωρίς να διατρέχουν τον κίνδυνο να τους επιβληθούν οι κυρώσεις που προβλέπονται μόνο για τους παραβάτες της νομοθεσίας περί χρηματοπιστωτικών πράξεων και χρηματαγορών.

25. Μπορεί να ξενίζει το γεγονός ότι η ερμηνεία του άρθρου 6 της οδηγίας κρίθηκε αναγκαία για να δοθεί απάντηση στο δεύτερο ερώτημα. Είναι φανερό ότι το άρθρο 181 του νόμου του 1990 δεν θέτει κανένα κανόνα που να είναι «αυστηρότερος», υπό την έννοια της εν λόγω διατάξεως της οδηγίας.

26. Εφόσον κατ'εφαρμογήν του άρθρου 181 του νόμου του 1990 ορισμένες πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου δεν θεωρούνται εμπιστευτικές πληροφορίες, οι εταιρίες αυτές όταν χρησιμοποιούν τέτοιες

πληροφορίες αποκλείονται από το πεδίο εφαρμογής της διατάξεως που απαγορεύει τη χρησιμοποίηση εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές. Έτσι, ο νόμος του 1990 εμφανίζεται λιγότερο αυστηρός από την οδηγία, καθόσον ο νόμος αυτός απαλλάσσει από την εν λόγω απαγόρευση ορισμένες χρηματιστηριακές συναλλαγές που γίνονται από τις εταιρίες χαρτοφυλακίου βάσει πληροφοριών οι οποίες δεν προορίζονται να δημοσιοποιηθούν.

βιβαστού εθνικής νομοθεσίας με το κοινοτικό δίκαιο, πλην όμως το Δικαστήριο έχει την αρμοδιότητα να παράσχει στο εθνικό δικαστήριο όλα τα αναγόμενα στο κοινοτικό δίκαιο ερμηνευτικά στοιχεία που μπορούν να του δώσουν τη δυνατότητα να εκτιμήσει, για την εκδίκαση της υποθέσεως της οποίας έχει επιληφθεί, αν η νομοθεσία αυτή συμβιβάζεται με το κοινοτικό δίκαιο<sup>13</sup>.

27. Στην πραγματικότητα, από τον συνδυασμό των δύο ερωτημάτων προκύπτει ότι το αιτούν δικαστήριο θέλει να διευκρινιστεί κάτι που τελικά αποτελεί μόνον ένα ερώτημα: είναι σύμφωνη με το άρθρο 6 της οδηγίας η με τον συγκεκριμένο ορισμό της έννοιας της «εμπιστευτικής πληροφορίας» εξαίρεση από την κατά το εθνικό δίκαιο αυστηρότερη περιγραφή του αδικήματος της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές;

30. Επί πλέον, τα προδικαστικά ερωτήματα καθιστούν αναγκαίες πρόσθετες διευκρινίσεις, για να μπορέσει να δοθεί απάντηση σ' αυτά. Το άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990 διακρίνει, μεταξύ των πληροφοριών που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου, τις πληροφορίες που δεν είναι εμπιστευτικές από εκείνες που αξίζουν να λάβουν τον χαρακτηρισμό αυτόν λόγω του ότι «πρέπει να δημοσιοποιηθούν βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών».

28. Κατά συνέπεια, τα δύο πρώτα ερωτήματα πρέπει να εξεταστούν μαζί.

## V — Επί των δύο πρώτων ερωτημάτων

29. Εκ προοιμίου, πρέπει να παρατηρηθεί ότι, κατά πάγια νομολογία, να μεν δεν απόκειται στο Δικαστήριο, κατ' εφαρμογήν του άρθρου 177 της Συνθήκης ΕΚ (νυν άρθρο 234 ΕΚ), να αποφανθεί επί του συμ-

31. Με τη διάκριση αυτή, η πιο πάνω διάταξη δίνει ορισμό των μη εμπιστευτικών πληροφοριών ο οποίος είναι φανερό ότι δεν καλύπτει το σύνολο των πληροφοριών που μπορούν να διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου. Δεν λέγεται ότι όλες οι πληροφορίες

13 — Βλ., ιδίως, τις αποφάσεις της 23ης Νοεμβρίου 1977, 38/77, Enka (Συλλογή τόμος 1977, σ. 713, σκέψεις 20 και 21) της 12ης Δεκεμβρίου 1990, C-241/89, SARPP (Συλλογή 1990, σ. I-4695, σκέψη 8), και της 23ης Μαρτίου 2000, C-373/97, Διαμαντής (Συλλογή 2000, I-1705, σκέψη 35).



σχετικά με τις εταιρίες στις οποίες μετέχουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου διαφεύγουν, απλώς και μόνο για τον λόγο αυτόν, του χαρακτήρισμού αυτού. Κατά συνέπεια, θα ήταν βιαστικό το συμπέρασμα, που συνάγουν οι κατηγορούμενοι της κύριας δίχης<sup>14</sup>, ότι απλώς και μόνον η ιδιότητα της εταιρίας χαρτοφυλακίου είναι αρκετή για να καθοριστεί το νομικό καθεστώς που ισχύει για τις πληροφορίες αυτές.

32. Για να είναι χρήσιμη για το βελγικό δικαστήριο η απάντηση στα προδικαστικά ερωτήματα, πρέπει να γίνει γνωστή η ακριβής φύση των πληροφοριών που κατά το άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990 παραμένουν «εμπιστευτικές πληροφορίες». Όμως, η απόφαση περί παραπομπής δεν περιείχε στοιχεία σχετικά με το ζήτημα αυτό. Αντιθέτως, η Βελγική Κυβέρνηση μας αναφέρει ότι, «όταν τελέστηκαν οι πράξεις που προσάπτονται στους κατηγορούμενους, οι εταιρίες των οποίων οι τίτλοι είχαν εισαχθεί σε χρηματιστήριο αξιών είχαν την υποχρέωση “να δημοσιοποιούν αμελλητί κάθε πραγματικό περιστατικό ή κάθε απόφαση που γνωρίζουν και που, αν είχε δημοσιοποιηθεί, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών”»<sup>15</sup>.

33. Επομένως, πρέπει να ληφθεί ως προϋπόθεση ότι οι πληροφορίες που το άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990 χαρακτηρίζει ως πληροφορίες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών είναι εκείνες των οποίων η κοινολόγηση θα μπορούσε να έχει αισθητές συνέπειες επί της τιμής των περιών πρόκειται κινητών αξιών. Κατά το εθνικό δίκαιο, οι πληροφορίες αυτές παραμένουν «εμπιστευτικές πληροφορίες».

34. Κατά συνέπεια, τα ερωτήματα είναι δυνατόν να διατυπωθούν με ακριβέστερο τρόπο. Πρέπει να θεωρηθεί ότι αφορούν το ζήτημα αν το άρθρο 6 της οδηγίας απαγορεύει εθνική ρύθμιση, όπως η επίμαχη στην κύρια δίχη, η οποία θέτει αυστηρότερες προϋποθέσεις απ' αυτές της οδηγίας ενώ αποκλείει από το πεδίο εφαρμογής της τις πληροφορίες που οι εταιρίες χαρτοφυλακίου διαθέτουν λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση των θυγατρικών τους, όταν οι πληροφορίες αυτές δεν μπορούν να επηρεάσουν την τιμή των κινητών αξιών.

14 – Συγκεκριμένα υποστηρίζουν ότι: «Αντί να ενεργήσει όσον αφορά τον ορισμό της απαγορεύσεως [της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές] και αντί να αποζητήσει από την απαγόρευση αυτή ορισμένες συνδράσεις των εταιριών χαρτοφυλακίου, ο νομοθέτης (σχεδόν) απαλλάσσει πλήρως τις εταιρίες αυτές από την απαγόρευση εμπιστευτικότητας των εμπιστευτικών πληροφοριών» (σ. 11 και 12 της γαλλικής μεταφράσεως των γραπτών παρατηρήσεών τους).

15 – Σημείο 6.2.3 των γραπτών παρατηρήσεων της Βελγικής Κυβερνήσεως. Το νομοθετικό κείμενο που παραθέτει η κυβέρνηση αυτή είναι το άρθρο 4, παράγραφος 1, 1°, του βασιλικού διατάγματος της 18ης Σεπτεμβρίου 1990, περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών στην κύρια αγορά βελγικού χρηματιστηρίου αξιών (*Moniteur belge* της 22ας Σεπτεμβρίου 1990, σ. 18138), η πλέον πρόσφατη τροποποίηση του οποίου έγινε με το βασιλικό διάταγμα της 30ής Ιουλίου 1994. Η Βελγική Κυβέρνηση διευκρινίζει ότι, ακολούθως, το νομοθέτημα αυτό αντικαταστάθηκε από το τροποποιημένο βασιλικό διάταγμα της 3ης Ιουλίου 1996, περί των υποχρεώσεων όσον αφορά την κατά περίπτωση πληροφόρηση των εκδοτών των οποίων οι χρηματοοικονομικοί τίτλοι έχουν εισαχθεί στην κύρια αγορά και στη νέα αγορά χρηματιστηρίου αξιών (*Moniteur belge* της 6ης Ιουλίου 1996, σ. 18700). Κατά τη Βελγική Κυβέρνηση, με τη μεταρρύθμιση αυτή δεν μεταβλήθηκε το περιεχόμενο της υποχρεώσεως πληροφόρησης που έχουν οι εταιρίες που έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο αξιών.

35. Από την ανάγνωση του άρθρου 181 του νόμου του 1990 καθίσταται φανερό ότι η εξαίρεση υπέρ των εταιριών χαρτοφυλακίου δεν απαλλάσσει ειδικά τις εταιρίες αυτές από την αυστηρότερη απαγόρευση του νόμου του 1990 αλλά γενικότερα τις απαλλάσσει από την ίδια την απαγόρευση, που επιβάλλει η οδηγία, να εκμεταλλεύεται κάποιος εν γνώσει του εμπιστευτική πληροφορία. Ο νόμος του 1990 δεν αρκείται να καθιερώσει υπέρ των εταιριών αυτών ένα καθεστώς που χαρακτηρίζεται από λιγότερο αυστηρή οριοθέτηση του πεδίου της απαγορεύσεως. Απο-

κλείει ξεκάθαρα ορισμένες πληροφορίες των εταιριών χαρτοφυλακίου από τον δικό του ορισμό των «εμπιστευτικών πληροφοριών», των οποίων την εκμετάλλευση απαγορεύει η οδηγία. Έτσι, ο νόμος του 1990 εισάγει εξαίρεση από την ίδια την αρχή της απαγορεύσεως της χρησιμοποίησης των πληροφοριών αυτών, ανεξάρτητα από τον τρόπο που ο εθνικός νομοθέτης επέλεξε να το πράξει στην εσωτερική έννομη τάξη. Κατά συνέπεια, ο νόμος του 1990 δεν διακρίνει μεταξύ ενός αυστηρότερου βασικού κανόνα ο οποίος χαρακτηρίζεται από κυρώσεις που δεν εξαρτώνται από την απόδειξη αιτιώδους συνδέσμου και μιας εξαιρέσεως που προβλέπεται μόνον υπέρ των εταιριών χαρτοφυλακίου με την οποία οι εταιρίες αυτές υπόκεινται στις ίδιες κυρώσεις υπό την προϋπόθεση ότι αποδεικνύεται αιτιώδης σύνδεσμος.

36. Επομένως, αν θελήσουμε να βεβαιωθούμε ότι, σύμφωνα με άρθρο 6 της οδηγίας, δεν υφίστανται δυσμενείς διακρίσεις μεταξύ των διαφόρων οικονομικών μονάδων, θα πρέπει πρώτα να εξακριβώσουμε αν η οδηγία αυτή επιτρέπει να αποκλειστεί από το πεδίο εφαρμογής της μια κατηγορία οικονομικών μονάδων όπως οι εταιρίες χαρτοφυλακίου.

37. Σε μια τέτοια περίπτωση, τα κράτη μέλη που θεσπίζουν αυστηρότερες διατάξεις δεν θα παραβαίνουν την προϋπόθεση σχετικά με την γενική εφαρμογή του κανόνα μεταφοράς, καθόσον εξ αρχής η κοινοτική ρύθμιση θα επιτρέπει να εξαιρεθούν ορισμένες εταιρίες από το πεδίο εφαρμογής της. Οι αυστη-

ρότερες διατάξεις του εθνικού νόμου θα πρέπει να θεωρούνται γενικής εφαρμογής, υπό την έννοια του άρθρου 6 της οδηγίας.

38. Αντιθέτως, αν δεν πρόκειται περί αυτού, θα αίρεται η νομιμότητα της εξαιρέσεως από τον αυστηρότερο ορισμό τον οποίο δίνει η εθνική νομοθεσία περί της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές. Το άρθρο 6 της οδηγίας θα απαγορεύει μια αυστηρότερη νομοθεσία η οποία δεν εντάσσει στο πεδίο εφαρμογής της τις συναλλαγές που οι ίδιες εμπιπτουν στην οδηγία, αποκάλυπτοντας έτσι τον γενεσιουργό δυσμενών διακρίσεων χαρακτηριστικά του ισχύοντος καθεστώτος.

*Επί του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας: το δικαίωμα των εταιριών χαρτοφυλακίου να χρησιμοποιούν ορισμένες πληροφορίες σε αγορά κινητών αξιών*

39. Θα υπενθυμίσω ότι κατά το άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας, η έννοια των «εμπιστευτικών πληροφοριών» έχει τρία στοιχεία. Για να είναι εμπιστευτική, μια πληροφορία πρέπει να είναι συγκεκριμένη, να μην έχει γίνει γνωστή στο κοινό και να μπορεί να επηρεάσει αισθητά την τιμή των κινητών αξιών τις οποίες αφορά<sup>16</sup>.

16 — Gaillard, E., και Pingel, I., «Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne», *Revue trimestrielle de droit européen*, 26 (2), Απρίλιος-Ιούνιος 1990, σ. 329, I-A. Calvet, H., «La directive du Conseil des Communautés européennes relative aux opérations d'initiés», *Semaine juridique*, Ed. E., n° 49, σ. 760, I-B, και Lambrecht, P., «La directive européenne relative aux opérations d'initiés», *Revue de la Banque*, 8-9/1990, σ. 455, II-3-a.

40. Μια απλή εικασία, με τον αόριστο και αβέβαιο χαρακτήρα της, δεν αρκεί για να θεωρηθεί εμπιστευτική πληροφορία. Ομοίως, αν η πληροφορία είναι ήδη γνωστή στους επενδυτές, η απαγόρευση της εκμεταλλεύσεώς της στην αγορά δεν είναι πλέον χρήσιμη, καθόσον η δημοσιότητα την οποία έλαβε η πληροφορία τής αφαιρέσει κάθε εμπιστευτικό χαρακτήρα. Η ισότητα μεταξύ των επενδυτών, η οποία είναι ακριβώς αυτό που η οδηγία θέλει να υπάρχει για να διατηρηθεί η καλή λειτουργία της αγοράς, εξασφαλίζεται όταν όλοι είναι σε θέση να αποκτήσουν ή μεταβιβάσουν κινητές αξίες βάσει των ίδιων πληροφοριών.

41. Τέλος, αν υποθεθεί ότι ένας συναλλασσόμενος διαθέτει μια πληροφορία που είναι και συγκεκριμένη και ευαίσθητη, για να μπορέσει η πληροφορία αυτή να χαρακτηριστεί ως «εμπιστευτική» πρέπει η εκμετάλλευσή της να μπορεί να του δώσει ένα οποιοδήποτε πλεονέκτημα. Και εδώ, η καλή λειτουργία της αγοράς δεν μπορεί να επηρεαστεί από τη χρησιμοποίηση μιας πληροφορίας της οποίας η διάδοση δεν μπορεί να έχει αισθητά αποτελέσματα όσον αφορά τις τιμές των κινητών αξιών. Το απόρρητο με το οποίο καλύπτεται ένα συγκεκριμένο δεδομένο που αφορά τη ζωή μιας εταιρίας δεν είναι αρκετό για να γίνει όπλο υπέρ του επενδυτή που γνωρίζει το δεδομένο αυτό. Παραδείγματος χάριν, οι επιλογές οικονομικής στρατηγικής που γίνονται από επιχείρηση που έχει εισαχθεί σε χρηματιστήριο δεν είναι υποχρεωτικό να συνοδεύονται όλες από κινήσεις στην αγορά κινητών αξιών.

42. Έτσι, η οδηγία χαράσσει μια διαχωριστική γραμμή μεταξύ των πληροφοριών που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως ουδέ-

τερες και εκείνων που είναι λογικό να θεωρηθεί ότι έχουν ιδιαίτερη σημασία για την αξιολόγηση μιας επιχειρήσεως από τους επενδυτές και επομένως για την τιμή των κινητών της αξιών<sup>17</sup>. Μόνον οι δεύτερες πληροφορίες αποτελούν «εμπιστευτικές πληροφορίες» υπό την έννοια του άρθρου 1, σημείο 1, της οδηγίας, των οποίων η εκμετάλλευση απαγορεύεται από το άρθρο 2 της οδηγίας αυτής.

43. Η σύγκριση του άρθρου 1, σημείο 1, της οδηγίας και του άρθρου 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990, ερμηνευόμενου σε συνδυασμό με το άρθρο 4, παράγραφος 1, 1<sup>ο</sup>, του βασιλικού διατάγματος της 18ης Σεπτεμβρίου 1990, δείχνει ότι υπάρχει μεγάλη ομοιότητα μεταξύ των κανόνων της μιας και της άλλης διατάξεως.

44. Όπως εξέθεσα πιο πάνω, οι πληροφορίες που κατά το άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990 παραμένουν εμπιστευτικές μολονότι κατέχονται από εταιρία χαρτοφυλακίου είναι εκείνες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν βάσει των νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων περί των υποχρεώσεων που απορρέουν από την εισαγωγή κινητών αξιών σε χρηματιστήριο αξιών. Κατά το άρθρο 4, παράγραφος 1, 1<sup>ο</sup>, του βασιλικού διατάγματος της 18ης Σεπτεμβρίου 1990, οι

17 – Κατά το αμερικανικό δίκαιο, όπου γίνεται ανάλογη προσέγγιση, «Η μη κοινολογηθείσα εμπιστευτική πληροφορία μπορεί να θεωρηθεί "σημαντική" ("material") όταν "υπάρχει σοβαρή πιθανότητα να θεωρηθεί ένας λογικός επενδυτής ότι η κοινολόγηση του γεγονότος που δεν αποκαλύφθηκε θα μετέβαλλε σημαντικά το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών" και επομένως θα άλλαζε την τιμή του τίτλου, η οποία σε μια ανταγωνιστική αγορά αντικατοπτρίζει κάθε διαθέσιμη πληροφορία και επηρεάζει τα μέγιστα την απόφαση του επενδυτή». Bergmans, B., «La responsabilité pour les opérations d'initiés en droit fédéral américain», *Revue internationale de droit économique*, 92 (2), σ. 149.

πληροφορίες αυτές είναι εκείνες οι οποίες αφορούν τα πραγματικά περιστατικά ή τις αποφάσεις που οι εταιρίες που έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο γνωρίζουν και που αν είχαν δημοσιοποιηθεί θα μπορούσαν να επηρεάσουν αισθητά τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών<sup>18</sup>.

45. Η προϋπόθεση σχετικά με τα αποτελέσματα των πληροφοριών στην αγορά δεν διατυπώνεται στο άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας διαφορετικά απ' ό,τι στο άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του νόμου του 1990. Και στις δύο διατάξεις, η προϋπόθεση αυτή καθορίζει τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των πληροφοριών, ακόμη και αν κατέχονται από εταιρία χαρτοφυλακίου.

46. Από τη συνδυασμένη ανάγνωση του νόμου του 1990 και του βασιλικού διατάγματος του 1990 προκύπτει ότι οι εμπιστευτικές πληροφορίες ορίζονται είτε ως πληροφορίες που κατέχουν οι εταιρίες που οι ίδιες έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο είτε ως πληροφορίες που αφορούν τις τελευταίες

εταιρίες και που κατέχουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση των τελευταίων εταιριών. Η Βελγική Κυβέρνηση διευκρινίζει ότι οι πληροφορίες που μια εταιρία χαρτοφυλακίου, λόγω του ρόλου της στη διαχείριση εταιριών που έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο, κατέχει σχετικά με τις εταιρίες αυτές πρέπει να θεωρούνται εμπιστευτικές μόνον από τη στιγμή που οι πληροφορίες αυτές καθίστανται εμπιστευτικές για την εταιρία που έχει εισαχθεί σε χρηματιστήριο<sup>19</sup>.

Το άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας δεν αντιτίθεται στην ερμηνεία αυτή, εφόσον ο ορισμός που δίνει στις εμπιστευτικές πληροφορίες δεν εξαρτάται από την ιδιότητα του κατόχου τους. Αντιθέτως, το άρθρο 2 της οδηγίας αναφέρει ρητά τα φυσικά<sup>20</sup> ή νομικά πρόσωπα<sup>21</sup> που λόγω της συμμετοχής τους στο κεφάλαιο του εκδότη διαθέτουν εμπιστευτικές πληροφορίες. Όμως, δεν χωρεί αμφιβολία ότι οι εταιρίες χαρτοφυλακίου εμπíπτουν στον ορισμό αυτόν και ότι η απαγόρευση της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές δεν περιορίζεται στην ίδια την εκδότρια εταιρία ή στο προσωπικό της.

18 — Οφείλω να ομολογήσω ότι η ανάγνωση του άρθρου 181 του νόμου του 1990 και του άρθρου 4, παράγραφος 1, σημείο 1, του βασιλικού διατάγματος του 1990 κάπως με ξένισε. Το πρώτο εδάφιο ορίζει ως «εμπιστευτικές πληροφορίες» τις πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν αισθητά τις τιμές στο χρηματιστήριο. Το δεύτερο εδάφιο προβλέπει μια εξαίρεση υπέρ των εταιριών χαρτοφυλακίου, αλλά από την εξαίρεση αυτή εισάγει μια άλλη εξαίρεση, η οποία ορίζεται ακριβώς όπως η αρχή από την οποία παρεκκλίνει η πρώτη εξαίρεση. Με άλλα λόγια, φαίνεται, αν γίνει δεκτή η ερμηνεία που προτείνει η Βελγική Κυβέρνηση (σημείο 7.1 των γραπτών παρατηρήσεών της), η οποία στο σημείο αυτό δεν αμφισβητήθηκε από τους άλλους που υπέβαλαν παρατηρήσεις και επιβεβαιώνεται από το περιεχόμενο των εν λόγω νομοθετικών κειμένων, ότι οι πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου δεν είναι «εμπιστευτικές πληροφορίες», εκτός αν μπορούν να επηρεάσουν αισθητά τις τιμές στο χρηματιστήριο, πράγμα που καταλήγει στο να εφαρμοστεί στις εταιρίες χαρτοφυλακίου ο κατά το κοινό δίκαιο ορισμός των «εμπιστευτικών πληροφοριών», όπως παρατίθεται τόσο στην οδηγία όσο και στην εθνική νομοθεσία. Βλ., επί της δυσκολίας να καθορισθεί το ακριβές περιεχόμενο του κειμένου αυτού, Lambrecht, P, όπ.π., σ. 459. Ελλείψει άλλων ερμηνευτικών στοιχείων, θα δεχτώ αυτή την ερμηνεία του εθνικού δικαίου.

47. Αντιθέτως, είναι δυνατόν να υπάρξει διασταγμός σχετικά με τον τρόπο που το άρθρο 1 της οδηγίας ερμηνεύθηκε και μεταφέρθηκε στην εθνική νομοθεσία. Από τα στοιχεία που περιεγράφηκε η Βελγική Κυβέρνηση φαίνεται ότι το εθνικό δίκαιο περιορίζει μόνο στις μετοχές τις κινητές αξίες που πρέπει να αφορούν οι εμπιστευτικές πληροφο-

19 — Σημείο 6.23, τρίτο εδάφιο, των γραπτών παρατηρήσεών της.

20 — Άρθρο 2, παράγραφος 1.

21 — Άρθρο 2, παράγραφος 2.

ρίες για να λάβουν τον χαρακτηρισμό αυτόν. Ο περιορισμός δεν φαίνεται να μπορεί να βρει δικαιολογία στην οδηγία, η οποία αναφέρει γενικά τις κινητές αξίες, που στο κάτω-κάτω ορίζονται ευρύτερα<sup>22</sup>.

νόμου του 1990 πρέπει να δημοσιοποιηθούν, περιλαμβάνονται οι πληροφορίες που μπορούν να επηρεάσουν αισθητά τη χρηματιστηριακή τιμή του συνόλου των κινητών αξιών, όπως περιγράφονται στο άρθρο 1, σημείο 2, της οδηγίας.

48. Όμως, πληρέστερη ερμηνεία του εθνικού δικαίου δείχνει ότι το βασιλικό διάταγμα του 1990 έχει, για τις ομολογίες, διάταξη ανάλογη με το άρθρο 4, παράγραφος 1, 1<sup>ο</sup>, δηλαδή το άρθρο 12, 1<sup>ο</sup><sup>23</sup>.

50. Τα πιο πάνω στοιχεία με οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η έννοια των «εμπιστευτικών πληροφοριών», κατά το άρθρο 1, σημείο 1, της οδηγίας, δεν έχει εφαρμογή επί των πληροφοριών όπως περιγράφονται από το άρθρο 181 του νόμου του 1990. Έτσι, μπορούν να μη θεωρηθούν ως «εμπιστευτικές πληροφορίες» οι πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση εταιριών στις οποίες μετέχουν, όταν οι πληροφορίες αυτές δεν συγκαταλέγονται σε εκείνες που πρέπει να δημοσιοποιηθούν επειδή μπορούν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των κινητών αξιών.

49. Εν πάση περιπτώσει, στο εθνικό δικαστήριο, το οποίο είναι το μόνο αρμόδιο να ερμηνεύσει το δικαιο της ημεδαπής<sup>24</sup>, απόκειται να πει αν, βάσει της εθνικής νομοθεσίας όπως είχε εφαρμογή κατά τον χρόνο των πραγματικών περιστατικών της κύριας δίκης, στην κατηγορία των πληροφοριών που οι εταιρίες χαρτοφυλακίου διαθέτουν και που κατά το άρθρο 181, δεύτερο εδάφιο, του

*Επί του άρθρου 6 της οδηγίας: η γενική εφαρμογή των αυστηρότερων διατάξεων*

22 - Άρθρο 1, σημείο 2.

23 - Το άρθρο 12, 1<sup>ο</sup>, ορίζει ότι: «Η επιχείρηση γνωστοποιεί αμελλητί κάθε πραγματικό περιστατικό ή κάθε απόφαση που γνωρίζει και που, αν είχε δημοσιοποιηθεί, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά τη χρηματιστηριακή αξία των ομολογιών». Θα αναφέρω χάριν πληρότητας ότι, όπως υπενθύμισε η Βελγική Κυβέρνηση, το βασιλικό διάταγμα του 1990 αντικαταστάθηκε με το προαναφερθέν βασιλικό διάταγμα της 3ης Ιουλίου 1996. Το άρθρο 5, παράγραφος 1, 1<sup>ο</sup>, του νομοθετήματος αυτού επιβάλλει στις εταιρίες να «δημοσιοποιούν αμελλητί κάθε πραγματικό περιστατικό ή κάθε απόφαση που γνωρίζει και που, αν είχε δημοσιοποιηθεί, θα μπορούσε να επηρεάσει αισθητά τη χρηματιστηριακή αξία των χρηματοοικονομικών τίτλων». Η ευρύτερη ένφραση «χρηματοοικονομικοί τίτλοι» φαίνεται να είναι πιο κοντά στον ορισμό που ο κοινοτικός νομοθέτης χρησιμοποιεί στην οδηγία.

24 - Βλ., π.χ. τις αποφάσεις της 12ης Οκτωβρίου 1993, C-37/92, Vanacker και Lesage (Συλλογή 1993, σ. I-4947), και της 17ης Ιουνίου 1999, C-295/97, Pingglio (Συλλογή 1999, σ. I-3735).

51. Οι λόγοι για τους οποίους η οδηγία δεν αντιτίθεται σε μια τέτοια νομοθεσία μπορούν εύκολα να συναχθούν από τα πιο πάνω στοιχεία. Πια στοιχεία αυτά κατέστησαν

δυνατό να διευκρινιστεί το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας. Έτσι, μπορεί να αποκλειστεί από το καθεστώς της απαγορεύσεως της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές η χρησιμοποίηση από εταιρίες χαρτοφυλακίου πληροφοριών που δεν έχουν συνέπειες επί της τιμής των κινητών αξιών.

52. Εφόσον οι συναλλαγές που έχουν σχέση με αυτό το είδος των πληροφοριών δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας, όχι μόνον δεν υπόκεινται στο νομικό καθεστώς που τα κράτη μέλη οφείλουν να δημιουργήσουν, αλλ' ούτε έχουν σχέση με την αυστηρότερη μεταφορά που η οδηγία επιτρέπει στα κράτη μέλη.

53. Εν προκειμένω, οι εταιρίες χαρτοφυλακίου υπόκεινται όπως οι άλλες εταιρίες στο νομικό καθεστώς της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, όπως το εθνικό δίκαιο έχει καταστήσει αυστηρότερο το καθεστώς αυτό: από τη στιγμή που χαρακτηρίζονται ως «εμπιστευτικές πληροφορίες» υπό την έννοια του εθνικού δικαίου, οι πληροφορίες που κατέχουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου υπόκεινται στο καθεστώς της απαγορεύσεως κατά το άρθρο 182, παράγραφος 1, του νόμου του 1990. Κατά συνέπεια, ουδεμία δυσμενής διάκριση απορρέει απλώς και μόνον από το γεγονός ότι μια πληροφορία γίνεται αντικείμενο εκμεταλλεύσεως από εταιρίες αυτού του είδους.

54. Όσον αφορά τις πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες αυτές και που ο νόμος του 1990 δεν θεωρεί «εμπιστευτικές πληροφορίες», η εξαίρεση που αποτελούν από το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας τις κάνει να μην υπόκεινται τόσο στο νομικό καθεστώς της απαγορεύσεως της χρησιμοποίησης εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, όπως το καθεστώς αυτό έχει καθιερωθεί από την οδηγία, όσο και, κατά μείζονα λόγο, στις αυστηρότερες διατάξεις που τα κράτη μέλη θεσπίζουν βάσει του άρθρου 6 της οδηγίας.

55. Κατά συνέπεια, στα δύο πρώτα ερωτήματα πρέπει να δοθεί η απάντηση ότι το προβλεπόμενο από το άρθρο 6 της οδηγίας δικαίωμα θεσπίσεως αυστηρότερων διατάξεων, αρκεί οι διατάξεις αυτές να είναι γενικής εφαρμογής, επιτρέπει σε εθνική ρύθμιση να εξαίρει από το πεδίο εφαρμογής της τις πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου, όταν οι πληροφορίες αυτές δεν μπορούν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των κινητών αξιών.

56. Λαμβανομένου υπόψη του συνόλου των στοιχείων αυτών και με τις πληροφορίες που διαθέτουμε ως προς την εφαρμοστέα εθνική νομοθεσία, παρέλκει να δοθεί απάντηση στο τρίτο προδικαστικό ερώτημα.

## Συμπέρασμα

57. Ενόψει των ανωτέρω, προτείνω να δοθεί στα προδικαστικά ερωτήματα του Rechtbank van eerste aanleg te Gent η εξής απάντηση:

«Το άρθρο 6 της οδηγίας 89/592/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 13ης Νοεμβρίου 1989, για τον συντονισμό των ρυθμίσεων όσον αφορά τις πράξεις προσώπων τα οποία είναι κάτοχοι εμπιστευτικών πληροφοριών, δεν αντιτίθεται σε εθνική ρύθμιση, όπως η επίμαχη στην κύρια δίκη, η οποία όσον αφορά τον ορισμό της απαγορεύσεως της χρησιμοποίησε εμπιστευτικών πληροφοριών σε χρηματιστηριακές συναλλαγές, θέτει αυστηρότερες διατάξεις από αυτές της οδηγίας, ενώ αποκλείει από το πεδίο εφαρμογής της τις πληροφορίες που διαθέτουν οι εταιρίες χαρτοφυλακίου λόγω του ρόλου τους στη διαχείριση εταιριών στις οποίες μετέχουν, όταν οι πληροφορίες αυτές δεν μπορούν να επηρεάσουν αισθητά την τιμή των κινητών αξιών.»