

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO

PAOLA MENGOZZIEGO

przedstawiona w dniu 26 października 2006 r.<sup>1</sup>

**I — Wstęp**

1. Niniejsza sprawa dotyczy pytania prejudycjalnego postawionego Trybunałowi przez Symvoulio tis Epikrateias (Radę Stanu) (Grecja) odnoszącego się do wykładni przepisów dyrektywy Rady 89/592/EWG z dnia 13 listopada 1989 r. koordynującej przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji<sup>2</sup>.

2. Dokładniej zwrócono się do Trybunału o dokonanie wykładni pojęć przechowywania i „wykorzystywania” poufnych informacji w rozumieniu dyrektywy 89/592.

1 — Język oryginału: francuski.

2 — Dz.U. L 334, str. 30.

**II — Ramy prawne**

*A — Uregulowanie wspólnotowe*

3. Z uwagi na znaczącą rolę rynku wtórnego papierów wartościowych w finansowaniu podmiotów gospodarczych motyw czwarty dyrektywy 89/592 stanowi, iż prawidłowe funkcjonowanie tego rynku zależy, w dużym stopniu, od zaufania, jakie pokładają w nim inwestorzy.

4. Piąty motyw dyrektywy 89/592 precyzuje, że zaufanie to opiera się między innymi na ochronie oczekiwań inwestorów, że będą oni traktowani jednakowo i że będą chronieni przed bezprawnym wykorzystaniem poufnych informacji.

5. Zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 89/592, „informacja wewnętrzna” oznacza „informację niepodaną do wiadomości publicznej, która ma ściśle określony charakter i dotyczy jednego lub kilku emitentów zbywalnych papierów wartościowych lub jednego lub kilku zbywalnych papierów wartościowych, która to informacja, gdyby została podana do wiadomości publicznej, miałaby prawdopodobnie znaczny wpływ na kurs danego papieru wartościowego lub papierów wartościowych”.

— z tytułu posiadanego udziału w kapitale emitenta, lub

— dzięki posiadaniu dostępu do takich informacji z tytułu wykonywania swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych,

6. Zgodnie z ust. 2 tego artykułu, „zbywalne papiery wartościowe” są zdefiniowane jako „akcje i obligacje oraz papiery wartościowe podobne do akcji lub obligacji [...] jeżeli są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym i nadzorowanym przez organy uznane przez organy publiczne, funkcjonującym stale i dostępnym publicznie bezpośrednio lub pośrednio”.

posiada informacje wewnętrzne, wykorzystywania wiedzy dotyczącej tych informacji poprzez nabywanie lub zbywanie na rachunek własny lub osoby trzeciej, w sposób bezpośredni lub pośredni, zbywalnych papierów wartościowych emitenta lub emitentów, których informacje te dotyczą.

7. Artykuł 2 dyrektywy 89/592 stanowi:

„1. Państwa członkowskie zabraniają każdej osobie, która:

— z tytułu swojego członkostwa w organach administracyjnych, zarządzających lub nadzorczych emitenta,

2. W przypadku gdy wymienione w ust. 1 osoby są spółkami lub innymi osobami prawnymi, zakaz ustanowiony w tym ustępie stosuje się również do osób fizycznych, które biorą udział w podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu transakcji na rachunek osoby prawnej.

3. Zakaz ustanowiony w ust. 1 ma zastosowanie do wszystkich transakcji nabycia lub zbycia papierów wartościowych dokonanych przy udziale zawodowego pośrednika.

Państwa członkowskie mogą przewidzieć, iż zakaz ten nie będzie miał zastosowania do transakcji nabycia lub zbycia papierów wartościowych, które nie są dokonane bez udziału zawodowego pośrednika poza rynkiem zdefiniowanym w art. 1 pkt 2 in fine.

artykule, posiadającej pełną znajomość informacji poufnych, których bezpośrednim lub pośrednim źródłem może być jedynie osoba wymieniona w art. 2.

[...]”.

8. Artykuł 3 dyrektywy 89/592 nakłada na państwa członkowskie obowiązek wprowadzenia, wobec osób podlegających zakazowi ustanowionemu w art. 2, które posiadają informacje wewnętrzne, zakazu:

„a) ujawniania informacji wewnętrznej osobie trzeciej, jeżeli ujawnienie jej nie należy do normalnego trybu wykonywania przez te osoby czynności w ramach swojego zatrudnienia, zawodu lub obowiązków służbowych;

b) zalecania innej osobie lub nakłaniania jej na podstawie tej informacji wewnętrznej do nabycia zbywalnych papierów wartościowych określonych w art. 1 ust. 2 in fine”.

9. Artykuł 4 dyrektywy 89/592 wymaga, aby państwa członkowskie zastosowały zakaz ustanowiony w art. 2 również wobec każdej osoby innej niż osoby określone w tym

10. Artykuł 6 dyrektywy 89/592 daje państwom członkowskim możliwość ustanowienia przepisów bardziej rygorystycznych niż określone w niniejszej dyrektywie lub przepisów dodatkowych, pod warunkiem że przepisy takie będą przepisami powszechnie obowiązującymi.

11. Motyw jedenasty dyrektywy 89/592 stanowi, że „ponieważ nabycie lub zbycie papierów wartościowych zakłada podjęcie uprzedniej decyzji o nabyciu lub zbyciu przez osobę, która dokonuje takiej transakcji, sam fakt dokonania tego nabycia lub zbycia nie stanowi wykorzystania informacji wewnętrznej”.

12. Dwunasty motyw dyrektywy 89/592 przypomina, iż „wykorzystanie informacji poufnej wymaga wykorzystania informacji wewnętrznej” oraz że w związku z tym „należy [...] uznać, że fakt przeprowadzenia transakcji w celu uregulowania kursu nowo wyemitowanych papierów wartościowych w ramach ponownej oferty nie stanowi sam w sobie wykorzystania informacji wewnętrznej”.

B — *Uregulowanie krajowe*

13. Grecki dekret prezydencki nr 53/1992 w sprawie czynności osób, które są w posiadaniu informacji wewnętrznych, transponujący dyrektywę 89/592 (dalej zwany „dekretem 53/1992”), obowiązujący w czasie, w którym nastąpiły okoliczności faktyczne będące przedmiotem sprawy przed sądem krajowym, stanowi w swym art. 1, iż jego celem jest dostosowanie przepisów prawa dotyczących giełdy papierów wartościowych do tej dyrektywy.

14. Artykuły 2, 3, 4 i 5 dekretu 53/1992 stanowią powtórzenie odpowiednio art. 1, 2, 3 i 4 dyrektywy 89/592.

15. Dekret 53/1991 nie zawiera przepisów rozszerzających zakres pojęć i zakazów ustanowionych w dyrektywie 89/592. Republika Grecka nie skorzystała zatem z możliwości przewidzianej w art. 6 dyrektywy 89/592.

16. Artykuł 11 dekretu nr 53/1992 stanowi, że w przypadku naruszenia przepisów art. 3 ust. 1 i 2 oraz art. 4 i 5 dekretu, poza sankcjami przewidzianymi w art. 30 ust. 1 i 3 ustawy 1806/1988, komisja rynku kapitałowego nakłada grzywnę w wysokości od 10 milionów GRD do miliarda GRD lub

w wysokości równej pięciokrotności zysku osiągniętego przez osobę, która wykorzystwała informację wewnętrzną.

17. Artykuł 30 tej samej ustawy ustanawia również sankcje karne wobec posiadaczy informacji poufnych, którzy wykorzystali je w sposób niezgodny z prawem.

18. Ponadto art. 34 ustawy nr 3632/1928 nakłada karę pozbawienia wolności i grzywny w wysokości do 50 000 GRD lub tylko jedną z tych dwóch kar na osobę, która w sposób zamierzony posługuje się szczególnymi środkami mogącymi wprowadzić w błąd publiczność z zamiarem wywarcia wpływu na notowania giełdowe w celu osiągnięcia bezprawnej korzyści.

19. Ponadto art. 72 ust. 1 ustawy nr 1969/1991 stanowi, iż kto umyślnie rozpowszechnia poprzez prasę lub w inny sposób fałszywe lub nieścisłe informacje mogące mieć wpływ na notowania jednego lub kilku zbywalnych papierów wartościowych na giełdzie, podlega karze pozbawienia wolności i grzywny w maksymalnej wysokości do 100 milionów GRD.

20. Wreszcie art. 76 ust. 10 tejże ustawy stanowi, że z zastrzeżeniem ogólnych przepisów prawa karnego, komisja rynku

kapitałowego może nałożyć na przedsiębiorstwa naruszające przepisy prawa dotyczące rynku kapitałowego lub postanowienia decyzji tej komisji grzywnę do 100 milionów GDR.

### III — Postępowanie przed sądem krajowym i pytanie prejudycjalne

21. Na początku 1996 r. C. Georgakis oraz członkowie jego rodziny, określani przez sąd krajowy mianem „grupy Georgakis”, byli głównymi akcjonariuszami spółki Parnassos. Parnassos i jej spółka zależna Syrios AVEE posiadały większość akcji spółki ATEMKE, przy czym wszystkie te akcje były akcjami imiennymi. Większość członków grupy Georgakis zasiadała w zarządzie spółek Parnassos i ATEMKE, w których pełnili funkcje kierownicze.

22. Członkowie grupy Georgakis podjęli wówczas decyzję o wzmocnieniu kursu akcji Parnassos, idąc za zaleceniem doradców finansowych. W celu osiągnięcia większości wymaganej przez prawo greckie do podjęcia tego rodzaju decyzji na walnym zgromadzeniu postanowili nabyć akcje tej spółki, tak aby uzyskać 75% w jej kapitale zakładowym i móc dzięki temu narzucić swą decyzję pozostałym akcjonariuszom.

23. Od maja do grudnia 1996 r. członkowie grupy Georgakis przeprowadzili szereg transakcji dotyczących akcji spółek Parnassos i ATEMKE. Sprzedali akcje spółki ATEMKE spółce Parnassos i nabyli za pozostałe z tej sprzedaży środki akcje spółki Parnassos. Z kolei spółka Parnassos sprzedała w październiku 1996 r. 835 000 akcji spółki ATEMKE spółce Meryll Lynch Capital Markets plc, zastrzegając w umowie klauzulę odkupu, która nie została podana do publicznej wiadomości. Powyższa transakcja pozwoliła spółce Parnassos na krótkoterminowe sfinansowanie zakupu własnych akcji, przy czym akcje jej spółki zależnej ATEMKE stanowiły gwarancję wykonania transakcji.

24. Grecka komisja rynku kapitałowego nałożyła na C. Georgakisa grzywnę w wysokości 70 milionów GRD za udział w opisanych w poprzednim punkcie opinii transakcjach przy wykorzystaniu informacji wewnętrznych, które uzyskał w sposób bezpośredni, jako akcjonariusz i członek zarządu wymienionych spółek, lub w sposób pośredni, za pośrednictwem innych osób zajmujących stanowiska kierownicze w wymienionych spółkach, naruszając tym samym art. 3 ust. 1 oraz art. 4 i 5 dekretu 53/1992. C. Georgakis zaskarżył decyzję o nałożeniu grzywny.

25. Sąd pierwszej instancji — Trimeles Dioikitiko Protodikeio (sąd administracyjny) w Liwadii uznał, że C. Georgakis wykorzystał informację wewnętrzną dotyczącą transakcji

przeprowadzonych pomiędzy członkami grupy Georgakis, które miały na celu sztuczne zwiększenie wielkości sprzedaży akcji Parnassos w celu stworzenia mylącego obrazu ich wartości, która nie pozostawała w żadnym związku z wartością, która zostałaby osiągnięta, jeśli te sztuczne transakcje nie zostałyby przeprowadzone. W związku z tym sąd pierwszej instancji utrzymał grzywnę, która została wymierzona przez komisję rynku kapitałowego.

uprzednio między dwiema osobami nie może być uznane per se za skutek wykorzystania informacji wewnętrznej, transakcje, które przeprowadziła strona powodowa w postępowaniu apelacyjnym wraz z innymi członkami grupy Georgakis, nie są objęte zakresem zastosowania wspomnianej dyrektywy i dekretu 53/1992.

26. Sąd apelacyjny, do którego odwołał się C. Georgakis, Dioikitiko Efeteio Peiraios (apelacyjny sąd administracyjny) uwzględnił jego apelację i uchylił wyrok sądu pierwszej instancji oraz wezwanie do zapłaty.

27. Sąd ten orzekł, że nałożenie grzywny było niezgodne z prawem z tego względu, iż przepisy dyrektywy 89/592 transponowane do krajowego porządku prawnego przepisami dekretu nr 53/1992 mają zastosowanie do czynności dokonanych między posiadaczami informacji wewnętrznych i niezależnymi inwestorami oraz zakładają wykorzystanie informacji wewnętrznej, natomiast w przypadku transakcji nabycia lub zbycia dużej liczby akcji, która została uprzednio uzgodniona między dwiema osobami, istnienie takich informacji jest niemożliwe, ponieważ obie strony znają cel i okoliczności towarzyszące transakcji. Dioikitiko Efeteio Peiraios uznał zatem, że ponieważ nabycie i zbycie dużej liczby akcji uzgodnione

28. Organ skarbowy wniósł kasację od tego wyroku do Symvoulio tis Epikrateias.

29. Z informacji dostarczonych wraz z postanowieniem odsyłającym wydanym przez Symvoulio tis Epikrateias wynika, że transakcje, które członkowie grupy Georgakis przeprowadzili między sobą, zostały uzgodnione wcześniej i że członkowie ci wiedzieli, iż kurs akcji spółki Parnassos zmienił się pod wpływem wywołanego przez nich sztucznego popytu, a który opierał się na zakrojonej na szeroką skalę akcji przy wykorzystaniu różnych metod i operacji finansowania.

30. Sąd krajowy uznał w odniesieniu do kwalifikacji czynności będących przedmiotem sporu jako wiążących się z wykorzystaniem informacji wewnętrznej, że wykładnia przepisów dyrektywy 89/592, której wymagało rozstrzygnięcie sprawy, budziła uzasadnione wątpliwości, w szczególności w odniesieniu do pojęć takich jak informacja wewnętrzna oraz osoba posiadająca

informację wewnętrzną, jak również w odniesieniu do zakresu zastosowania zakazu wykonywania pewnych czynności ustanowionego względem takiej osoby. W związku z powyższym Symvoulio tis Epikrateias postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującym pytaniem prejudycjalnym:

„Czy w przypadku przeprowadzenia pomiędzy osobami lub grupami osób posiadających jedną z cech przewidzianych w art. 2 ust. 1 dyrektywy 89/592 [...] wcześniej uzgodnionych transakcji giełdowych, które powodują sztuczne podniesienie ceny sprzedawanych papierów wartościowych, strony takich transakcji należy uznać za osoby posiadające informację wewnętrzną w rozumieniu art. 1 i 2 tej dyrektywy, co oznaczałoby, iż podlegają one zakazowi wykorzystywania informacji wewnętrznej ustanowionemu w art. 2, 3 i 4 tej dyrektywy?”.

#### IV — Postępowanie przed Trybunałem

31. Pozwany w postępowaniu przed sądem krajowym, rząd grecki, rząd włoski oraz Komisja Wspólnot Europejskich przedstawiły uwagi na piśmie zgodnie z art. 23 Statutu Trybunału Sprawiedliwości. Strony te zostały również wysłuchane na rozprawie, która miała miejsce 13 lipca 2006 r., z wyjątkiem rządu włoskiego, który nie był reprezentowany przez pełnomocnika.

#### V — Analiza pytania prejudycjalnego

32. Na wstępie należy podkreślić kilka okoliczności, które po zapoznaniu się z pytaniem prejudycjalnym i postanowieniem odsyłającym wydają się bezsporne.

33. Po pierwsze, okoliczności faktyczne leżące u podstaw sporu, które zaistniały w 1996 r., podlegają jedynie dyrektywie 89/592 i uregulowaniom greckim, które stanowiły jej transpozycję. Do Trybunału nie zwrócono się bezpośrednio o wykładnię przepisów dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku)<sup>3</sup>, która zgodnie z jej art. 20 i 21, weszła w życie w dniu 12 kwietnia 2003 r. i uchyliła dyrektywę 89/592 ze skutkiem od tego samego dnia.

34. Następnie wiadomo, że członkowie grupy Georgakis należą do podmiotowego zakresu zastosowania dyrektywy 89/592 oraz przepisów krajowych mających na celu jej transpozycję albo ze względu na pełnienie funkcji członków organów zarządzających

3 — Dz.U. L 96, str. 16.

lub innych funkcji kierowniczych w spółkach Parnassos i ATEMKE, albo ze względu na ich udział w kapitale zakładowym tych spółek.

35. Ponadto akcje będące przedmiotem spornych transakcji w postępowaniu przed sądem krajowym stanowią bez wątpienia papiery wartościowe w rozumieniu definicji podanej w art. 1 ust. 2 dyrektywy 89/592.

36. Wreszcie z informacji dotyczących stanu faktycznego przedstawionych przez sąd krajowy wynika, że uprzednio uzgodnione transakcje przeprowadzone przez zainteresowane osoby pociągnęły za sobą sztuczne podniesienie ceny zbywalnych papierów wartościowych.

37. Poczyniwszy te wstępne ustalenia, należy zauważyć, że pytanie postawione przez sąd odsyłający zmierza w swojej istocie do ustalenia przez Trybunał tego, czy osoby, które mogą zostać uznane za posiadające dostęp do informacji poufnych w rozumieniu dyrektywy 89/592, posiadają i wykorzystują informacje wewnętrzne, w rozumieniu tejże dyrektywy, poprzez to, że przeprowadzają ustalone wcześniej transakcje giełdowe, które pociągają za sobą sztuczne podniesienie ceny zbywalnych papierów wartościowych.

38. Należy przypomnieć przede wszystkim, że to nie samo posiadanie informacji wewnętrznej przez osoby wymienione

w art. 2 ust. 1 dyrektywy 89/592 jest zabronione przez dyrektywę, ale wykorzystanie, z pełną tego świadomością, tejże informacji wewnętrznej<sup>4</sup>. Trybunał przypomniał o tym zresztą w wyroku w sprawie Verdonck i in.<sup>5</sup>

39. Z art. 2 ust. 1 dyrektywy 89/592 wynika w szczególności, że wykorzystanie informacji wewnętrznej opiera się z samej natury rzeczy na materialnym istnieniu tejże informacji. Informacja wewnętrzna musi więc istnieć, zanim zostanie wykorzystana. Informację wewnętrzną może zatem wykorzystać jedynie taka osoba, która uprzednio taką informację posiada, bez względu na to, czy osoba taka jest „pierwotnym” posiadaczem informacji poufnych, to jest posiadającym jedną z cech wymienionych w art. 2 ust. 1 dyrektywy 89/592, czy też „wtórnym” posiadaczem informacji poufnych, o którym mowa w art. 4 tejże dyrektywy.

40. Strony, które przedstawiły swoje uwagi Trybunałowi, pozostają w sporze co do kwestii, czy osoby, które przeprowadziły transakcje takie jak w sprawie przed sądem krajowym, w istocie posiadają informację wewnętrzną, w rozumieniu dyrektywy 89/592, której wykorzystanie jest zabronione przez tę dyrektywę.

4 — Artykuł 2 ust. 1 dyrektywy 89/592.

5 — Wyrok z dnia 3 maja 2001 r. w sprawie C-28/99 Verdonck i in., Rec. str. I-3399, pkt 29.



41. Zarówno zdaniem C. Goergakisa, pozwanego w postępowaniu przed sądem krajowym, jak i zdaniem Komisji sytuacja taka jak będąca przedmiotem sporu przed sądem krajowym nie jest objęta zakresem zastosowania dyrektywy 89/592.

42. Zdaniem C. Georgakisa dyrektywa 89/592 ma na celu wyłączenie możliwości wykorzystania przez osoby, które znajdują się ze względu na pełnione przez nie funkcje w posiadaniu informacji wewnętrznej, teź informacji w swoim własnym interesie i ze szkodą dla osób trzecich, z którymi zawierają umowy. W związku z tym warunkiem zastosowania tych przepisów jest, aby posiadacz informacji wewnętrznej zawierał transakcję z osobą, która tej informacji nie zna. Tak nie jest w sprawie przed sądem krajowym. W sprawie tej bowiem wszyscy kontrahenci uczestniczący w transakcji są współposiadaczami, ale również i współtwórcami, wspólnej informacji dotyczącej papieru wartościowego notowanego na giełdzie. W związku z tym z jednej strony informacja ta traci charakter informacji wewnętrznej wobec nich samych, z drugiej zaś strony nie może być wykorzystana przez jednego z nich na szkodę innych.

43. Komisja jest natomiast zdania, iż z okoliczności faktycznych przedstawionych przez sąd krajowy nie wynika, iż informacja wewnętrzna skłoniła członków grupy Georgakis do przeprowadzenia przedmiotowych transakcji. Podnosi ona za to, że transakcje zostały przeprowadzone na podstawie decyzji grupy Georgakis o wzmocnieniu notowań akcji spółki Parnassos, którą grupa podjęła, kierując się wskazówkami swoich doradców finansowych. W konsekwencji tego rodzaju

transakcje nie stanowią same w sobie wykorzystania informacji wewnętrznej. Komisja dodaje, że transakcje opierające się na decyzji niektórych członków zarządu emitenta o wzmocnieniu notowań akcji na giełdzie podlegałyby niemającej zastosowania w niniejszej sprawie dyrektywie 2003/6 w zakresie, w jakim dotyczy ona manipulacji na rynku.

44. Rządy grecki i włoski są natomiast zdania, że stan faktyczny występujący w sprawie toczącej się przed sądem krajowym jest objęty zakresem zastosowania dyrektywy 89/592.

45. Rząd grecki podkreśla fakt, że zsynchronizowane wymiany akcji tej samej spółki lub fikcyjne nabycia i zbycia między tymi samymi osobami w celu zwiększenia wielkości obrotu oraz ceny akcji stanowią informację o decydującym charakterze, których wykorzystanie może mieć poważny wpływ na przejrzystość rynku. Decydującym elementem informacji wewnętrznej, którą posiadają członkowie grupy działającej w porozumieniu, jest fakt, iż wiedzą oni, że aktualna cena akcji jest wynikiem sztucznego napędzania popytu przez samych członków grupy, nie zaś wynikiem rozwoju lub perspektywy pozytywnego rozwoju parametrów finansowych danej spółki i że, rzecz jasna, nie jest rezultatem zwiększenia się obrotu akcjami wprowadzonymi na giełdę. Zdaniem tego rządu pojęcie posiadania informacji wewnętrznej obejmuje nie tylko nabycie tej informacji, ale również jej wytworzenie. Zastosowanie ustawodawstwa odnoszącego się do wykorzystania

poufnych informacji nie jest wykluczone, jeżeli osoby wykorzystujące informacje wewnętrzzną są jednocześnie źródłem tej informacji. Na rozprawie rząd grecki dodał, że stan faktyczny taki jak ten będący przedmiotem postępowania przed sądem krajowym mógłby być traktowany zarówno jako wykorzystanie informacji wewnętrznej, jak i manipulacja na rynku.

46. Rząd włoski zasadniczo jest zdania, że w świetle celu dyrektywy 89/592, jakim jest zapewnienie jak największej przejrzystości w funkcjonowaniu rynków kapitałowych oraz tego, aby inwestorzy byli traktowani jednakowo, osoby, które podejmują decyzję o przeprowadzeniu pewnej operacji mającej na celu wzmocnienie kursu danych papierów wartościowych notowanych na giełdzie, powinny również być zaliczane do grona posiadaczy informacji jej dotyczących, a mianowicie uzgodnionego uprzednio programu sprzedaży i zakupu papierów wartościowych, zmierzającego do sztucznego wzmocnienia kursu danych papierów wartościowych notowanych na giełdzie, bez informowania o tym publiczności.

47. Należy również zauważyć, że strony uczestniczące w rozprawie są zgodne co do tego, iż transakcje przeprowadzone przez grupę Georgakis to praktyka zwana potocznie „painting the tape”.

48. W świecie rynków kapitałowych i giełdy praktykę tę definiuje się z reguły jako praktykę niektórych inwestorów, którzy przeprowadzają między sobą szereg transakcji dotyczących określonych papierów wartościowych, stwarzając przez to złudzenie, iż liczba transakcji dotyczących tych papierów wartościowych rośnie i że inwestorzy są szczególnie zainteresowani tymi właśnie papierami, przez co mogą zachęcić inwestorów zewnętrznych do nabywania tychże papierów i doprowadzić tym samym do wzrostu ich kursu<sup>6</sup>.

49. Z powodów przedstawionych w dalszej części niniejszej opinii, mając na uwadze znane nam okoliczności faktyczne, jestem skłonny uznać, że stan faktyczny taki jak opisany przez sąd krajowy pozostaje poza zakresem zastosowania dyrektywy 89/592.

50. Należy przypomnieć, iż art. 2 ust. 1 dyrektywy 89/592 zabrania świadomego wykorzystywania informacji wewnętrznych. Moim zdaniem, „świadome wykorzystanie” informacji wewnętrznej charakteryzuje się jednoczesnym wystąpieniem dwóch odmiennych czynników: po pierwsze, czynnika psychologicznego i po drugie, czynnika materialnego. Czynniki psychologiczny polega na zamiarze lub decyzji wykorzystania świadomie informacji, o której wie się, że ma

<sup>6</sup> — Zobacz np. definicje, które podane są na stronach internetowych [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) i [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

ona charakter wewnętrzny. Czynniki materialny to rzeczywiste wykonanie tego zamiaru lub tej decyzji poprzez przeprowadzenie transakcji dotyczących papierów wartościowych bezpośrednio lub za pomocą pośrednika finansowego<sup>7</sup>.

wewnętrznej w rozumieniu dyrektywy 89/592. Z postanowienia odsyłającego nie wynika również, żeby propozycja doradców finansowych grupy Georgakis była oparta na informacji wewnętrznej w rozumieniu teże dyrektywy.

51. W tym kontekście, ponieważ, co podkreśliłem w pkt 39 niniejszej opinii, zaistnienie informacji wewnętrznej jest z natury rzeczy etapem poprzedzającym jej wykorzystanie, informacja wewnętrzna musi istnieć przed wystąpieniem zarówno czynnika psychologicznego wykorzystania teże informacji, to jest zamiaru lub decyzji wykorzystania informacji, jak i przed wystąpieniem czynnika materialnego, czyli wykonania tego zamiaru lub decyzji.

53. W konsekwencji w sytuacji takiej jak sytuacja przed sądem krajowym osoby, które przeprowadziły przedmiotowe transakcje, nie mogły co do zasady wykorzystać informacji wewnętrznej, ponieważ okoliczności faktyczne przedstawione przez sąd krajowy nie pozwalają na stwierdzenie istnienia informacji wewnętrznej, która skłoniłaby ich do przeprowadzenia tych transakcji.

52. Z okoliczności faktycznych przedstawionych w postanowieniu odsyłającym wynika natomiast, że podjęta na początku 1996 r. decyzja członków grupy Georgakis o przeprowadzeniu transakcji mających na celu „wzmocnienie” kursu akcji spółki Parnassos została przyjęta w następstwie propozycji złożonej przez ich doradców finansowych. Mając na uwadze brak innych informacji faktycznych, należy przyznać, że decyzja członków grupy Georgakis nie wydaje się powzięta na podstawie informacji

54. Ponadto nie są przekonujące twierdzenia wysuwane przez interweniujące rządy, które uważają co do istoty, że decyzje członków grupy Georgakis o przeprowadzeniu transakcji mających na celu sztuczne wzmocnienie kursu akcji bez informowania o tym publiczności stanowią same w sobie informację wewnętrzną, której wykorzystanie jest zabronione.

7 — Obojętne jest w tym względzie to, że oba wymienione czynniki występują w niewielkim odstepie czasu, a nawet jednocześnie. Element intencjonalny wykorzystania informacji, o której wiadomo, że jest wewnętrzna, nie musi się koniecznie wiązać z chęcią uzyskania korzyści.

55. Wydaje mi się bowiem, że uznaniu samej decyzji grupy Georgakis o przeprowadzeniu transakcji będących przedmiotem

postępowania przed sądem krajowym jako takiej za informację wewnętrzną stoją na przeszkodzie założenia będące podstawą jedenastego i dwunastego motywu dyrektywy 89/592.

56. Przypominam, że zgodnie z motywem jedenastym dyrektywy 89/592, „ponieważ nabycie lub zbycie papierów wartościowych zakłada podjęcie uprzedniej decyzji o nabyciu lub zbyciu przez osobę, która dokonuje takiej transakcji, sam fakt dokonania tego nabycia lub zbycia nie stanowi wykorzystania informacji wewnętrznej”.

57. Jeśli chodzi o motyw dwunasty dyrektywy 89/592, podkreśla on, że „wykorzystanie informacji poufnej wymaga wykorzystania informacji wewnętrznej” oraz że w związku z tym „należy [...] uznać, że fakt przeprowadzenia transakcji w celu uregulowania kursu nowo wyemitowanych papierów wartościowych w ramach ponownej oferty nie stanowi sam w sobie wykorzystania informacji wewnętrznej”.

58. Moim zdaniem motywy te należy interpretować w ten sposób, że w obu sytuacjach, które są w nich opisane, uprzednia decyzja

o przeprowadzeniu przedmiotowych transakcji nie może sama w sobie być traktowana jako informacja wewnętrzna.

59. Przyjęcie przeciwnego punktu widzenia prowadziłyby do utrudnienia inwestorom, spółkom-emitentom papierów wartościowych lub ich organom wykonania ich decyzji o przeprowadzeniu rzeczonych transakcji, obciążając je z założenia podejrzeniem, iż wykorzystują oni informacje wewnętrzne, jeśli tylko zdecydują się na przeprowadzenie tych transakcji. Taka interpretacja byłaby bez wątpienia szkodliwa dla prawidłowego funkcjonowania rynku papierów wartościowych. Tymczasem cel dyrektywy 89/592 jest zgoła odmienny.

60. Co prawda sytuacja, z jaką mamy do czynienia w postępowaniu przed sądem krajowym, nie jest całkowicie porównywalna z tymi, o których mowa w motywach jedenastym i dwunastym dyrektywy 89/592.

61. Niemniej jednak nie sądzę, aby ograniczając się do wymienienia dwóch sytuacji opisanych w jedenastym i dwunastym motywie dyrektywy 89/592, prawodawca wspólnotowy zamierzał uznać a contrario, że we wszystkich innych przypadkach, w tym w takim, który stanowi przedmiot postępowania przed sądem krajowym, uprzednia

decyzja o przeprowadzeniu transakcji dotyczących papierów wartościowych powinna być traktowana sama w sobie jako informacja wewnętrzna.

opisana właśnie w dwunastym motywie dyrektywy 89/592.

62. Tym samym nie jest przekonująca odnosząca się do tej kwestii argumentacja rządu włoskiego, zgodnie z którą wymieniając jedynie nabycie „lub” zbycie papierów wartościowych, jedenasty motyw dyrektywy 89/592 nie obejmuje swoim zakresem sytuacji, w których przeprowadzanych jest wiele transakcji giełdowych, i że w związku z tym należałoby uznać, że z tego właśnie względu transakcje przeprowadzone przez grupę Georgakis stanowią wykorzystanie informacji wewnętrznej. W istocie bowiem zastosowanie łącznika „lub” w treści jedenastego motywu ma, moim zdaniem, charakter przykładowy, nie zaś wyłączny, co zresztą potwierdza zastosowanie w dwunastym motywie teje dyrektywy liczby mnogiej w odniesieniu do terminu „transakcje”.

63. Co więcej, fakt, że przeprowadzenie przedmiotowych transakcji zostało wcześniej ustalone, nie wydaje się przesądzać o tym, że decyzja grupy Georgakis powinna być traktowana jako informacja wewnętrzna. Kryterium uprzedniego planowania transakcji giełdowych jest bowiem również stosowane w sytuacji, w której następuje (prawdziwa) regulacja kursu papierów wartościowych,

64. Wydaje mi się z kolei, że celem motywów jedenastego i dwunastego dyrektywy 89/592 jest zilustrowanie założenia, zgodnie z którym uprzednia decyzja o przeprowadzeniu transakcji dotyczących papierów wartościowych nie stanowi sama w sobie informacji wewnętrznej.

65. Taka decyzja może jednak być uznana za zamiar wykorzystania informacji wewnętrznej, jeżeli opiera się ona na takiej właśnie informacji. Ponadto w przypadku transakcji rozciągniętych w czasie pojawienie się informacji wewnętrznej mogącej wpłynąć na decyzję podjętą pierwotnie przez inwestorów mogłoby również prowadzić do tego, że transakcje przeprowadzone po zapoznaniu się z tą informacją i przy jej wykorzystaniu będą uznane za wykorzystanie tej informacji w rozumieniu dyrektywy 89/592.

66. Jednakże tak jak już zaznaczyłem powyżej, w świetle okoliczności faktycznych przedstawionych przez sąd krajowy

nie wydaje mi się, aby w sytuacji będącej przedmiotem postępowania przed sądem krajowym zaistniała informacja wewnętrzna.

jej wykorzystania, zarówno w wymiarze intencjonalnym, jak i materialnym.

67. Oceny tej nie może moim zdaniem podważyć argument rządów interweniujących, zgodnie z którym cele przejrzystości rynku oraz jednakowego traktowania inwestorów, które realizuje dyrektywa 89/592, powinny pozwolić na objęcie zakresem zastosowania dyrektywy 89/592 sytuacji takiej jak w postępowaniu przed sądem krajowym.

69. Ponadto zakres zastosowania aktu prawa wspólnotowego jest z reguły zdefiniowany przepisami tegoż aktu i nie może co do zasady obejmować sytuacji innych niż te, które są w nim wskazane<sup>8</sup>. Tymczasem w rozpatrywanej sprawie nie wydaje się, aby dyrektywa 89/592 wskazywała praktykę nazywaną „painting the tape” czy szerzej manipulacje na rynku jako objęte jej zakresem zastosowania.

68. O ile Trybunał często posługuje się metodą wykładni teleologicznej przepisów prawa wspólnotowego, tak w rozpatrywanym przypadku nie można, moim zdaniem, rozszerzyć materialnego zakresu zastosowania dyrektywy 89/592 w świetle bardzo ogólnych celów wyrażonych w motywach tej dyrektywy. Nawet jeśli sytuacja będąca przedmiotem postępowania przed sądem krajowym w istocie szkodzi sprawnemu funkcjonowaniu rynku, rozwiązanie zaproponowane przez interweniujące rządy prowadziłyby do podważenia przesłanek decydujących o możliwości zastosowania dyrektywy 89/592, w szczególności przesłanki odnoszącej się do zaistnienia informacji wewnętrznej, które jest warunkiem

70. Z tego względu chciałbym zauważyć, że przyjmując dyrektywę 2003/6, która realizuje te same założenia co dyrektywa 89/592<sup>9</sup>; prawodawca wspólnotowy miał na celu właśnie, poprzez zastąpienie starej dyrektywy i rozszerzenie zakresu zastosowania nowej, zwalczanie manipulacji na rynku, zapewnienie spójności ustawodawstw państw członkowskich w zakresie sankcjonowania zachowań, o których wiadomo z doświadczenia, że mogą podważyć zaufanie publiczne

8 — Zobacz w odniesieniu do rozporządzenia wyrok z dnia 12 grudnia 1985 r. w sprawie 165/84 Krohn, Rec. str. 3997, pkt 13 i powołane orzecznictwo.

9 — Zobacz w szczególności motywy 2, 11, 12, 15, 27, 42 i 43 dyrektywy 89/592.

i z tego względu zaszkodzić sprawnemu funkcjonowaniu rynków<sup>10</sup>.

71. Z kolei zgodnie z art. 1 ust. 2 lit. a) dyrektywy 2003/6, „manipulacja na rynku” oznacza w szczególności zawieranie transakcji lub składanie zleceń przez osobę lub osoby działające w porozumieniu, które zapewniają cenę jednego lub kilkunastu instrumentów, chyba że osoba uczestnicząca w takich transakcjach lub składająca zlecenia wykaże, że przyczyny takiego działania są zgodne z prawem oraz że te transakcje lub zlecenia są zgodne z przyjętymi praktykami rynkowymi na danym rynku regulowanym. Definicja ta zdaje się zatem obejmować praktyki takie jak „painting the tape”<sup>11</sup>.

10 — Zobacz podobnie motyw trzynasty dyrektywy 2003/6. Zobacz również motyw jedenasty tejże dyrektywy, w którym zauważono, iż „[i]stniejące wspólnotowe ramy prawne mające na celu ochronę integralności rynku są niepełne”.

11 — W tym względzie należy zauważyć, że we wniosku odnoszącym się do tej dyrektywy Komisja zasugerowała dokładniejsze określenie definicji „manipulacji na rynku” poprzez podanie szczegółowych przykładów dołączonych w załączniku do tekstu wniosku, których celem było ułatwienie interpretacji tej definicji. W rubryce „transakcje zmierzające do stworzenia fałszywego przekonania o czynnościach” w rozdziale B załącznika widniała właśnie praktyka „painting the tape” [zob. wniosek z dnia 30 maja 2001 r. COM (2001) 281 wersja ostateczna, str. 25]. Wskutek sprzeciwu Parlamentu Europejskiego wobec wykorzystania metody „komitologii” zaproponowanej we wniosku w przypadku konieczności wprowadzenia zmian w załączniku (zob. w tym względzie sprawozdanie Komisji Gospodarczej i Pieniężnej Parlamentu, dokument A5/2002/69 z dnia 27 lutego 2002 r.) tekst ostatecznie przyjęty przez Parlament Europejski i Radę nie zawiera żadnego załącznika.

72. Mając na uwadze wspólnotowy proces legislacyjny w dziedzinie nadużyć na rynku<sup>12</sup>, nie uważam za możliwe uwzględnienie argumentów rządów interweniujących zmierzających do poszerzenia zakresu zastosowania dyrektywy 89/592 czy też, jak zasugerował rząd grecki podczas rozprawy, „zastosowania [wobec tego aktu] bardziej elastycznej wykładni”, tak aby dyrektywa zakazywała stosowania praktyk takich jak te, które stanowią przedmiot sporu przed sądem krajowym.

73. Przyjęcie stanowiska interweniujących rządów prowadziłyby bowiem do zignorowania niepełnego charakteru wspólnotowych ram prawnych, które istniały w czasie, gdy stosowana była dyrektywa 89/952, poprzez rozszerzenie jej zakresu stosowania w sposób, który mógłby naruszyć pozostawioną państwom członkowskim kompetencję w zakresie regulowania i sankcjonowania manipulacji na rynku.

74. Pragnę ponadto zauważyć, że w czasie, w którym wystąpiły okoliczności faktyczne będące przedmiotem postępowania przed sądem krajowym, Republika Grecka<sup>13</sup>, podobnie jak zdecydowana większość państw członkowskich, stosowała przepisy regulujące i sankcjonujące manipulacje na rynku<sup>14</sup>.

12 — Zgodnie z dyrektywą 2003/6 pojęcie nadużycia rynkowego obejmuje zarówno wykorzystywanie poufnych informacji, jak i manipulacje na rynku.

13 — Zobacz w szczególności art. 34 ustawy nr 3632/1928, powołanej w pkt 18 niniejszej opinii.

14 — Wydaje się, iż jedynie Republika Austriacka, Królestwo Szwecji oraz w mniejszym stopniu Królestwo Niderlandów nie stosują sankcji wobec manipulacji rynku.

## VI — Wnioski

75. W świetle powyższych rozważań proponuję Trybunałowi, aby odpowiedział w następujący sposób na pytanie prejudycjalne skierowane przez Symvoulio tis Epikrateias:

Osób lub grup osób posiadających jedną z cech przewidzianych w art. 2 ust. 1 dyrektywy Rady 89/592/EWG z dnia 13 listopada 1989 r. koordynującej przepisy dotyczące wykorzystywania poufnych informacji, które przeprowadzają wcześniej uzgodnione transakcje giełdowe powodujące sztuczne podniesienie ceny sprzedawanych papierów wartościowych, nie można uznać za osoby posiadające informację wewnętrzną w rozumieniu art. 2 te samej dyrektywy.