

## CONCLUZIILE AVOCATULUI GENERAL

PAOLO MENGOZZI

prezentate la 26 octombrie 2006 <sup>1</sup>

### I — Introducere

1. În prezenta cauză, Curtea este sesizată de Symvoulio tis Epikrateias (Consiliul de Stat) (Grecia) cu o întrebare preliminară care privește interpretarea dispozițiilor Directivei 89/592/CEE a Consiliului din 13 noiembrie 1989 de coordonare a reglementărilor referitoare la utilizările abuzive ale informațiilor privilegiate <sup>2</sup>.

2. Mai precis, se solicită Curții să interpreteze noțiunile de deținere și „exploatare” a unei informații privilegiate, în sensul Directivei 89/592.

1 — Limba originală: franceza.

2 — JO L 334, p. 30.

### II — Cadrul juridic

#### A — Reglementarea comunitară

3. Având în vedere rolul important pe care îl are piața secundară a valorilor mobiliare pentru finanțarea agenților economici, al patrulea considerent al Directivei 89/592 prevede că buna funcționare a acestei piețe depinde, în mare măsură, de încrederea pe care o inspiră investitorilor.

4. Al cincilea considerent al Directivei 89/592 precizează că această încredere se întemeiază, printre altele, pe garanția acordată investitorilor că se află pe poziții de egalitate și că vor fi protejați împotriva unei utilizări ilicite a informațiilor privilegiate.

5. Potrivit articolului 1 alineatul (1) din Directiva 89/592, prin „informație privilegiată” se înțelege „orice informație care nu a fost făcută publică, cu caracter precis și care se referă la unul sau la mai mulți emitenți de valori mobiliare ori la una sau la mai multe valori mobiliare și care, în cazul în care ar fi făcută publică, ar fi susceptibilă să influențeze în mod semnificativ cursul acestei sau acestor valori mobiliare”. [traducere neoficială]

— datorită participării la capitalul emitentului

sau

— datorită faptului că au acces la această informație ca urmare a exercitării activității profesionale, a profesiei sau a funcțiilor lor,

6. Conform alineatului (2) al acestui articol, în definiția „valorilor mobiliare” sunt incluse în special acțiunile și obligațiunile, precum și valorile asimilabile acțiunilor și obligațiunilor, atunci când sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată și supravegheată de autorități recunoscute de către organele statului, care funcționează regulat și care este accesibilă în mod direct sau indirect publicului.

dispun de o informație privilegiată să achiziționeze sau să cesioneze pentru sine sau pentru un terț, în mod direct sau indirect, valorile mobiliare ale emitentului sau ale emitenților la care se referă această informație, prin exploatarea în cunoștință de cauză a acestei informații privilegiate.

7. Articolul 2 din Directiva 89/592 prevede:

„(1) Fiecare stat membru interzice persoanelor care:

(2) În cazul în care persoanele menționate la alineatul (1) sunt societăți sau alte persoane juridice, interdicția prevăzută la acest alineat se aplică persoanelor fizice care participă la decizia de a efectua tranzacția pe seama persoanei juridice respective.

— datorită calității de membri ai unor organe de administrare, de conducere sau de supraveghere a emitentului;

(3) Interdicția prevăzută la alineatul (1) se aplică oricărei achiziționări sau cesiuni a unor valori mobiliare efectuate cu participarea unui intermediar profesionist.

Fiecare stat membru poate prevedea că această interdicție nu se aplică achiziționărilor sau cesiunilor de valori mobiliare efectuate, fără participarea unui intermediar profesionist, în afara unei piețe astfel cum este definită la articolul 1 punctul 2 *in fine*.

[...]” [traducere neoficială]

8. Articolul 3 din Directiva 89/592 impune statelor membre obligația de a interzice persoanelor care se află sub incidența prevederilor restrictive de la articolul 2 și care dispun de o informație privilegiată:

„(a) să comunice această informație privilegiată unui terț, cu excepția situației în care aceasta are loc în cadrul normal al exercitării activității profesionale, profesiei sau funcțiilor lor;

(b) să recomande unui terț să achiziționeze sau să cesioneze ori să achiziționeze sau să cesioneze prin mijlocirea unui terț, pe baza acestei informații privilegiate, valori mobiliare astfel cum sunt definite la articolul 1 punctul 2 *in fine*.” [traducere neoficială]

9. Articolul 4 din Directiva 89/592 prevede că statele membre trebuie să impună interdicția prevăzută la articolul 2 din această directivă și oricărei persoane, alta decât cele menționate la respectivul articol, care, în

cunoștință de cauză, deține o informație privilegiată a cărei sursă directă sau indirectă nu ar putea fi decât una dintre persoanele menționate la articolul 2.

10. Articolul 6 din Directiva 89/592 prevede că statele pot adopta dispoziții mai restrictive decât cele prevăzute prin prezenta directivă sau dispoziții suplimentare, cu condiția ca acestea să aibă aplicabilitate generală.

11. Al unsprezecelea considerent al Directivei 89/592 precizează că „întrucât achiziționarea sau cesiunea de valori mobiliare presupune în mod necesar existența unei decizii prealabile de a achiziționa sau de a cesiona din partea persoanei care efectuează una dintre aceste operațiuni, această achiziționare sau cesiune nu constituie, în sine, uz de informație privilegiată”. [traducere neoficială]

12. Al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592 amintește că „utilizarea abuzivă a unei informații privilegiate presupune exploatarea unei informații privilegiate” și că, prin urmare, „trebuie [...] să se considere că efectuarea unor tranzacții în scopul regularizării cursului valorilor mobiliare nou emise sau tranzacționate în cadrul unei oferte secundare nu constituie, în sine, uz de informație privilegiată”. [traducere neoficială]

B — *Reglementarea națională*

13. Decretul prezidențial elen nr. 53/1992 privind operațiunile cu informații privilegiate și de transpunere a Directivei 89/592 (denumit în continuare „Decretul nr. 53/1992”), în vigoare la momentul săvârșirii faptelor, prevede la articolul 1 că urmărește să asigure conformitatea cu această directivă a legislației referitoare la bursele de valori.

14. Articolele 2, 3, 4 și 5 din Decretul nr. 53/1992 reiau articolele 1, 2, 3 și, respectiv, 4 din Directiva 89/592.

15. Decretul nr. 53/1992 nu conține dispoziții care să extindă noțiunile și interdicțiile prevăzute în Directiva 89/592. Astfel, Republica Elenă nu a utilizat posibilitatea oferită de articolul 6 din Directiva 89/592.

16. Articolul 11 din Decretul nr. 53/1992 prevede că, în cazul încălcării dispozițiilor articolului 3 alineatele 1 și 2 și ale articolelor 4 și 5 din decret, pe lângă sancțiunile prevăzute la articolul 30 alineatele 1 și 3 din Legea nr. 1806/1988, comisia pieței de capital aplică o amendă cuprinsă între 10 milioane GRD și 1 miliard GRD sau o amendă al cărei quantum este echivalent cu

de cinci ori beneficiul realizat de către persoana care a exploatat informațiile privilegiate.

17. De asemenea, articolul 30 din aceeași lege instituie sancțiuni penale pentru deținătorii de informații confidențiale care le utilizează în mod ilicit.

18. Pe de altă parte, potrivit articolului 34 din Legea nr. 3623/1928, se pedepsește cu închisoare și cu amendă de până la 50 000 GRD sau numai cu una dintre aceste două pedepse fapta persoanei care exploatează în mod intenționat mijloace specifice de natură să inducă în eroare publicul pentru a influența cursul bursei, în vederea obținerii unui avantaj ilicit.

19. În plus, articolul 72 alineatul 1 din Legea nr. 1969/1991 prevede că fapta persoanei care răspândește în mod intenționat, prin intermediul presei sau prin orice alt mijloc, informații false sau inexacte susceptibile să influențeze cursul uneia sau al mai multor valori mobiliare tranzacționate la bursă se pedepsește cu închisoare și cu amendă de până la 100 de milioane GRD.

20. În sfârșit, articolul 76 alineatul 10 din aceeași lege prevede că, fără a aduce atingere dispozițiilor penale generale, comisia pieței

de capital poate să aplice o amendă de până la 100 de milioane GRD întreprinderilor care încalcă dispozițiile legale referitoare la piața de capital sau deciziile respectivei comisii.

### **III — Acțiunea principală și întrebarea preliminară**

21. La începutul anului 1996, domnul Georgakis și membri ai familiei sale, denumiți de instanța de trimitere „echipa Georgakis”, erau principalii acționari ai societății Parnassos. Parnassos și filiala sa, societatea Syrios AVEE, dețineau majoritatea acțiunilor societății ATEMKE, toate fiind acțiuni nominative. Majoritatea membrilor echipei Georgakis făceau parte din consiliul de administrație al societăților Parnassos și ATEMKE, în cadrul cărora exercitau funcții de conducere.

22. La propunerea consilierilor lor financiari, membrii echipei Georgakis au luat decizia de a susține cursul acțiunilor societății Parnassos. Pentru a obține majoritatea prevăzută de legislația elenă pentru adoptarea acestei decizii în cadrul adunării generale, aceștia au hotărât să achiziționeze acțiuni în scopul de a cumula 75 % din capitalul social al societății menționate și de a impune astfel această decizie celorlalți acționari.

23. Între lunile mai și decembrie 1996, membrii echipei Georgakis au efectuat tranzacții cu acțiuni ale societăților Parnassos și ATEMKE. Aceștia au vândut societății Parnassos acțiuni ale societății ATEMKE și au achiziționat, cu lichiditățile astfel obținute, acțiuni ale societății Parnassos. În luna octombrie 1996, aceasta din urmă a cedat întreprinderii Merrill Lynch Capital Markets plc. 835 000 de acțiuni ale societății ATEMKE, cu o clauză de răscumpărare care nu a fost comunicată pieței. O asemenea tranzacție a permis societății Parnassos să finanțeze, pe termen scurt, cumpărarea propriilor acțiuni, folosind ca garanție acțiunile filialei sale ATEMKE.

24. Comisia pieței de capital i-a aplicat domnului Georgakis o amendă de 70 de milioane GRD pentru participarea la tranzacțiile descrise la punctul precedent din prezentele concluzii, în condițiile în care deținea o informație privilegiată pe care o primise fie direct, în calitate de acționar și de director al societăților sus-menționate, fie indirect, prin intermediul altor persoane care ocupau posturi de conducere în cadrul societăților în cauză, încălcând articolul 3 alineatul 1 și articolele 4 și 5 din Decretul nr. 53/1992. Domnul Georgakis a contestat decizia prin care i se aplica amenda.

25. În primă instanță, Dioikitiko Protodikeio (Tribunalul Administrativ de Primă Instanță) din Livadia a apreciat în special că domnul Georgakis exploatarea o informație

privilegiată referitoare la tranzacții între membrii echipei Georgakis care aveau ca scop creșterea artificială a volumului schimburilor de acțiuni ale societății Parnassos, pentru a crea o imagine înșelătoare a valorii acestora, fără legătură cu valoarea care ar fi fost atinsă dacă aceste tranzacții nu ar fi fost realizate. Instanța de fond a menținut, așadar, amenda care fusese aplicată de comisia pieței de capital.

26. Domnul Georgakis a declarat apel. Dioikitiko Efeteio Peiraios (Curtea Administrativă de Apel din Pireu) a admis apelul acestuia și a anulat hotărârea din primă instanță, precum și decizia de aplicare a amenzii.

27. Această instanță a hotărât că amenda aplicată era nelegală, întrucât dispozițiile Directivei 89/592, transpuse în ordinea juridică internă prin Decretul nr. 53/1992, se aplică actelor efectuate între deținători de informații privilegiate și investitori terți și presupun exploatarea unei informații privilegiate, în timp ce, în cazul unei achiziționări sau al unei cesiuni a unui număr mare de acțiuni care ar fi convenită în prealabil între două persoane, existența unei asemenea informații este de neconceput, întrucât ambele persoane cunosc scopul și circumstanțele inerente tranzacției. Dioikitiko Efeteio Peiraios a considerat, așadar, că dacă achiziționarea sau cesiunea unui număr mare

de acțiuni, convenită în prealabil între două persoane, nu poate fi considerată, *per se*, rezultatul exploatării unei informații privilegiate, manipulările pe care reclamantul le-a efectuat împreună cu membrii echipei Georgakis nu intră în sfera de aplicare a directivei menționate și a Decretului nr. 53/1992.

28. Administrația fiscală a declarat recurs la Symvoulío tis Epikrateias împotriva acestei hotărâri.

29. Din informațiile cuprinse în decizia de trimitere pronunțată de Symvoulío tis Epikrateias reiese că tranzacțiile efectuate între membrii echipei Georgakis au fost convenite în prealabil și că acești membri știau că evoluția cursului acțiunilor societății Parnassos fusese influențată de o cerere artificială pe care ei înșiși o creaseră, cerere care se întemeia pe o finanțare substanțială realizată prin diferite metode.

30. În privința calificării comportamentelor în cauză drept exploatare de informații privilegiate, instanța de trimitere a considerat că interpretarea dispozițiilor Directivei 89/592, necesară în acțiunea principală, putea suscita îndoieli legitime, mai ales în ceea ce privește noțiunile de informație privilegiată și de deținător de informații

privilegiate, precum și cu privire la domeniul de aplicare al interdicției impuse acestui deținător de a efectua anumite acte. Prin urmare, Symvoulio tis Epikrateias a hotărât să suspende judecarea cauzei și să adreseze Curții următoarea întrebare preliminară:

„În cazul în care între persoane sau grupuri de persoane care au una dintre calitățile menționate la articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592 [...] sunt efectuate tranzacții bursiere convenite în prealabil care conduc la creșterea artificială a prețului valorilor mobiliare cesionate, părțile la aceste tranzacții trebuie sau nu să fie considerate deținătoare de informații privilegiate în sensul articolelor 1 și 2 din respectiva directivă, astfel încât să le fie aplicabilă interdicția, prevăzută la articolele 2, 3 și 4 din Directiva [89/592], de a exploata informațiile privilegiate?”

#### IV — Procedura în fața Curții

31. Părătul din acțiunea principală, guvernele elen și italian, precum și Comisia Comunităților Europene au prezentat Curții observații scrise, potrivit articolului 23 din Statutul Curții de Justiție. De asemenea, aceste părți au fost ascultate în cadrul ședinței din 13 iulie 2006, cu excepția guvernului italian, care nu a fost reprezentat.

#### V — Examinarea întrebării preliminare

32. Cu titlu introductiv, este necesar să evidențiem câteva elemente a căror certitudine rezultă din întrebarea preliminară și din decizia de trimitere.

33. Mai întâi, faptele din speță, care au avut loc în 1996, s-au produs numai în perioada în care erau în vigoare Directiva 89/592 și legislația elenă de transpunere a acesteia. Așadar, Curtea nu este chemată în mod direct să interpreteze dispozițiile Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 28 ianuarie 2003 privind utilizările abuzive ale informațiilor [privilegiate] și manipulările pieței (abuzul de piață)<sup>3</sup>, care, intrând în vigoare la 12 aprilie 2003, a abrogat în aceeași zi Directiva 89/592, potrivit articolelor 20 și 21.

34. În continuare, este cert că membrii echipei Georgakis fac parte dintre persoanele la care se referă Directiva 89/592 și legislația națională de transpunere a acesteia, fie datorită calității lor de membri ai organelor de administrare sau de conducere ale

3 — JO L 96, p. 16, Ediție specială, 06/vol. 5, p. 210.

societăților Parnassos și ATEMKE, fie datorită participării acestora la capitalul societăților menționate.

35. Pe de altă parte, acțiunile care au făcut obiectul tranzacțiilor în litigiu în acțiunea principală constituie într-adevăr valori mobiliare în sensul definiției de la articolul 1 alineatul (2) din Directiva 89/592.

36. În sfârșit, din situația de fapt descrisă de instanța de trimitere rezultă că tranzacțiile efectuate între persoanele în cauză și convenite în prealabil au avut ca efect creșterea artificială a prețului valorilor mobiliare tranzacționate.

37. În acest context, întrebarea adresată de instanța de trimitere invită Curtea, în esență, să indice dacă persoanele despre care se poate considera că au acces la informații privilegiate în sensul Directivei 89/592 dețin și exploatează o informație privilegiată, în sensul respectivei directive, prin faptul că încheie tranzacții bursiere convenite în prealabil, care conduc la creșterea artificială a prețului valorilor mobiliare cesionate.

38. Trebuie amintit, în primul rând, că Directiva 89/592 interzice exploatarea, în cunoștință de cauză, a unei informații

privilegiate, iar nu deținerea, în sine, a acestei informații privilegiate de către persoanele menționate la articolul 2 alineatul (1) din directivă<sup>4</sup>. Acest aspect a fost, de altfel, amintit de Curte în hotărârea Verdonck și alții<sup>5</sup>.

39. În special de la articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592 rezultă că exploatarea unei informații privilegiate presupune în mod necesar existența materială a respectivei informații. Informația privilegiată trebuie, așadar, să existe înainte de a fi exploatată. Prin urmare, nu poate exploata o informație privilegiată decât o persoană care, în prealabil, deține o asemenea informație, indiferent dacă o asemenea persoană are acces „în mod direct” la informații privilegiate, având una dintre calitățile enumerate la articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592, sau dacă are acces „în mod indirect” la informații privilegiate, făcând parte dintre persoanele menționate la articolul 4 din respectiva directivă.

40. Părțile care au prezentat Curții observații au opinii diferite cu privire la problema dacă persoanele care au efectuat tranzacții precum cele din acțiunea principală dețin o informație privilegiată, în sensul Directivei 89/592, a cărei exploatare este interzisă de această directivă.

4 — Articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592.

5 — Hotărârea din 3 mai 2001 (C-28/99, Rec., p. I-3399, punctul 29).



41. În opinia domnului Georgakis, pârât în acțiunea principală, precum și în cea a Comisiei, o situație precum cea din cauza principală nu intră în sfera de aplicare a Directivei 89/592.

42. Potrivit domnului Georgakis, Directiva 89/592 urmărește să excludă posibilitatea ca persoanele care, datorită funcțiilor pe care le exercită, dețin o informație privilegiată să o exploateze în favoarea lor și în dauna terților cu care tranzacționează. Prin urmare, una dintre condițiile de aplicare a acestor dispoziții este necunoașterea informației respective de către cocontractantul deținătorului informației privilegiate. Nu aceasta ar fi situația în cauza principală. Într-adevăr, în această cauză, toți cocontractanții care participă la tranzacția respectivă sunt codeținători, dar și creatori, ai unei informații comune referitoare la titlul bursier. În consecință, pe de o parte, această informație nu mai este privilegiată în ceea ce îi privește și, pe de altă parte, o informație privilegiată cunoscută de unul dintre aceștia nu poate fi exploatată în dauna altuia.

43. Comisia apreciază, la rândul său, că din situația de fapt, astfel cum a fost descrisă de instanța de trimitere, nu rezultă că informații privilegiate au determinat membrii echipei Georgakis să încheie tranzacțiile în cauză. În schimb, Comisia arată că aceste tranzacții au fost realizate pe baza deciziei echipei Georgakis de a susține cursul acțiunilor societății Parnassos, la propunerea consilierilor săi financiari. Prin urmare, asemenea tranzacții nu constituie, în sine, o utilizare a unei

informații privilegiate. Comisia adaugă că tranzacții întemeiate pe decizia anumitor membri ai consiliului de administrație al unui emitent de a susține o acțiune la bursă ar intra în sfera de aplicare a Directivei 2003/6, în măsura în care aceasta privește operațiunile de manipulare a pieței, însă această directivă nu este aplicabilă în speță.

44. În schimb, guvernele elen și italian susțin că o situație precum cea din cauza principală intră în sfera de aplicare a Directivei 89/592.

45. Guvernul elen insistă asupra faptului că schimburile concertate de acțiuni ale aceleiași societăți sau achiziționările sau cesiunile fictive între aceleași persoane în vederea creșterii lichidității și a prețului acțiunilor constituie o informație care are o importanță decisivă, a cărei exploatare poate avea un impact semnificativ asupra transparenței pieței. Elementul decisiv privind existența unei informații privilegiate pe care o dețin membrii unui grup care au acționat de comun acord este că aceștia au cunoștință de faptul că actualul curs al titlului decurge dintr-o creștere artificială a cererii, provocată de către înșiși membrii grupului, iar nu dintr-o evoluție sau dintr-o perspectivă de evoluție favorabilă a parametrilor financiari ai societății în cauză, și că, în orice caz, nu este rezultatul unei lichidități crescute a titlului introdus la bursă. În opinia acestui guvern, noțiunea de deținere a unei informații privilegiate include nu numai obținerea, ci și crearea acesteia. Aplicarea legislației referitoare la utilizarea abuzivă a

informațiilor privilegiate nu este exclusă în cazul în care persoanele care exploatează informația privilegiată se află la originea acesteia. În cadrul ședinței de judecată, guvernul elen a adăugat că o situație precum cea din cauza principală ar putea constitui atât o exploatare a unei informații privilegiate, cât și o manipulare a pieței.

46. Guvernul italian consideră, în esență, că, în lumina obiectivelor Directivei 89/592 de asigurare a funcționării pieței în condiții de maximă transparență și de garantare a faptului că investitorii sunt plasați pe poziții de egalitate, persoanele care au decis efectuarea unei operațiuni sau a unei serii de operațiuni pentru susținerea artificială a cursului unui titlu la bursă trebuie de asemenea să fie considerate deținătoare ale informației referitoare la acestea, informație care privește programul de vânzare și de achiziționare a valorilor mobiliare, convenit în prealabil, având ca scop susținerea artificială a cursului unui titlu cotelat la bursă, fără informarea publicului. În opinia guvernului menționat, este clar că acest program constituie o informație privilegiată în sensul Directivei 89/592, a cărei exploatare este interzisă.

47. Vom sublinia de asemenea că părțile care au participat la ședința de judecată sunt de acord asupra faptului că operațiunile efectuate de echipa Georgakis se înscriu în cadrul practicii cunoscute sub numele „paining the tape”.

48. În lumea financiară și bursieră, această practică este în general definită ca o practică prin care anumiți investitori efectuează între ei o serie de tranzacții care au ca obiect valori mobiliare determinate, creând iluzia unui volum ridicat de schimburi și a unui interes semnificativ al investitorilor pentru acele valori, de natură să incite investitorii terți să cumpere valorile mobiliare respective și să permită astfel o creștere a cursului acestor valori<sup>6</sup>.

49. Pentru motivele expuse la punctele de mai jos din prezentele concluzii, înclinăm să considerăm că, ținând seama de elementele de fapt de care dispunem, o situație precum cea avută în vedere de instanța de trimitere nu intră în sfera de aplicare a Directivei 89/592.

50. Trebuie amintit că articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592 interzice exploatarea, în cunoștință de cauză, a informației privilegiate. În opinia noastră, „exploatarea în cunoștință de cauză” a informației privilegiate este caracterizată prin prezența a două elemente distincte: pe de o parte, un element psihologic, pe de altă parte, un element material. Elementul psihologic constă în intenția sau în hotărârea de a exploata în mod conștient informația a cărei natură

6 — A se vedea, printre altele, definițiile care figurează pe site-urile internet [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) și [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

privilegiată este cunoscută. Elementul material reprezintă punerea în executare a acestei intenții sau a acestei hotărâri, prin efectuarea unor tranzacții cu valori mobiliare fie direct, fie printr-un intermediar financiar<sup>7</sup>.

informații privilegiate, în sensul Directivei 89/592. Din decizia de trimitere nu rezultă nici că propunerea consilierilor financiari ai echipei Georgakis a fost întemeiată pe o informație privilegiată, în sensul directivei menționate.

51. În acest context, întrucât, după cum am subliniat la punctul 39 din prezentele concluzii, existența informației privilegiate este, prin definiție, anterioară exploatării acesteia, informația privilegiată trebuie să preceadă atât elementul psihologic al exploatării respectivei informații, și anume intenția sau hotărârea de a exploata informația, cât și elementul material al exploatării, și anume punerea în executare a respectivei intenții sau hotărâri.

53. Prin urmare, într-o situație precum cea din cauza principală, persoanele care au efectuat tranzacțiile în cauză nu ar fi putut, în principiu, să exploateze o informație privilegiată, în măsura în care descrierea situației de fapt realizată de instanța de trimitere nu permite identificarea informației privilegiate care le-ar fi determinat să efectueze aceste tranzacții.

52. Or, din situația de fapt descrisă în decizia de trimitere reiese că decizia membrilor echipei Georgakis, luată la începutul anului 1996, de a efectua tranzacțiile având ca scop „susținerea” cursului acțiunilor societății Parnassos a fost adoptată în urma unei propuneri a consilierilor financiari ai acestora. În lipsa altor precizări privind situația de fapt, nu rezultă că decizia membrilor echipei Georgakis a fost luată pe baza unei

54. În plus, nu este convingătoare teza guvernelor interveniente, care susțin, în esență, că decizia membrilor echipei Georgakis de a încheia tranzacții având ca scop susținerea artificială a cursului acțiunilor, fără informarea publicului, constituie, în sine, o informație privilegiată a cărei exploatare este interzisă.

7 — Nu are importanță, în această privință, că cele două elemente, psihologic și material, survin în momente foarte apropiate în timp, chiar simultan. Pe de altă parte, elementul psihologic al exploatării unei informații despre care se știe că este privilegiată nu presupune existența intenției de a realiza un profit.

55. Într-adevăr, în opinia noastră, posibilitatea de a considera că însăși decizia membrilor echipei Georgakis de a încheia

tranzacțiile din acțiunea principală este, în sine, o informație privilegiată este înlăturată de ideea cuprinsă în al unsprezecelea și al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592.

56. Amintim că, potrivit celui de al unsprezecelea considerent al Directivei 89/592, „întrucât achiziționarea sau cesiunea de valori mobiliare presupune în mod necesar existența unei decizii prealabile de a achiziționa sau de a cesiona din partea persoanei care efectuează una dintre aceste operațiuni, această achiziționare sau cesiune nu constituie, în sine, uz de informație privilegiată”.

57. Al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592, la rândul său, subliniază că „utilizarea abuzivă a unei informații privilegiate presupune exploatarea unei informații privilegiate” și că, prin urmare, „trebuie [...] să se considere că efectuarea unor tranzacții în scopul regularizării cursului valorilor mobiliare nou emise sau tranzacționate în cadrul unei oferte secundare nu constituie, în sine, uz de informație privilegiată”.

58. Or, în opinia noastră, aceste considerente trebuie interpretate în sensul că, în ambele situații descrise în cadrul acestora,

decizia prealabilă de a efectua tranzacțiile în cauză nu poate fi, în sine, considerată informație privilegiată.

59. A susține contrariul ar însemna ca investitorii, societățile emitente de valori mobiliare sau organele acestora să fie împiedicate să pună în executare deciziile de a efectua tranzacțiile în cauză, acestea fiind suspectate din principiu că exploatează o informație privilegiată din momentul în care efectuează respectivele tranzacții. Fără îndoială că o asemenea interpretare ar aduce atingere bunei funcționări a pieței de valori mobiliare. Or, este cert că nu acesta este obiectivul urmărit prin Directiva 89/592.

60. Este adevărat că o situație precum cea din cauza principală nu este complet asimilabilă celei avute în vedere în al unsprezecelea și al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592.

61. Cu toate acestea, nu credem că, prin faptul că s-a limitat la a menționa cele două situații avute în vedere în al unsprezecelea și al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592, legiuitorul comunitar a intenționat ca, *a contrario*, în toate celelalte situații,

inclusiv într-o situație precum cea din cauza principală, decizia prealabilă de a efectua tranzacții de valori mobiliare să fie considerată, în sine, o informație privilegiată.

62. Astfel, este puțin convingătoare argumentația guvernului italian formulată în acest sens, potrivit căreia, întrucât nu a avut în vedere decât achiziționarea „sau” cesiunea de valori mobiliare, al unsprezecelea considerent al Directivei 89/592 nu ar privi situațiile în care sunt realizate mai multe operațiuni bursiere și potrivit căreia, prin urmare, ar trebui să se considere, din acest motiv, că tranzacțiile efectuate de echipa Georgakis constituie o exploatare a unei informații privilegiate. Într-adevăr, nu ni se pare că utilizarea conjuncției „sau” în al unsprezecelea considerent exclude celelalte posibilități, ci mai degrabă că are un caracter exemplificativ, fapt ce pare a fi confirmat de utilizarea, la plural, a termenului „tranzacții” în al doisprezecelea considerent al aceleiași directive.

63. În plus, în opinia noastră, nici faptul că tranzacțiile în cauză au fost convenite în prealabil nu înseamnă că decizia echipei Georgakis trebuie să fie considerată o informație privilegiată. Într-adevăr, elementul planificării în prealabil a tranzacțiilor bursiere este prezent, cel puțin, și în cazul în care se urmărește o (veritabilă) regularizare a cursului valorilor mobiliare, care este în mod

expres menționată în al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592.

64. Ni se pare, în schimb, că al unsprezecelea și al doisprezecelea considerent al Directivei 89/592 ilustrează ideea potrivit căreia decizia prealabilă de a efectua tranzacții cu valori mobiliare nu este, în sine, o informație privilegiată.

65. O asemenea decizie este însă susceptibilă să constituie elementul intențional al exploatarei unei informații privilegiate dacă această decizie se întemeiază pe respectiva informație. În plus, în cazul unor tranzacții eşalonate în timp, apariția unei informații privilegiate, de natură să schimbe decizia luată inițial de investitori, ar putea însemna că tranzacțiile efectuate după aflarea acestei informații și cu utilizarea acesteia constituie exploatarea respectivei informații în sensul Directivei 89/592.

66. Cu toate acestea, după cum am indicat anterior, în raport cu faptele descrise de instanța de trimitere, nu percepem existența

unei informații privilegiate în situația din cauza principală.

exploata, cât și a exploatării propriu-zise, materiale, a respectivei informații.

67. Ni se pare că această apreciere nu poate fi repusă în discuție de argumentul guvernelor interveniente potrivit căruia obiectivele de transparență a pieței și de egalitate a șanselor între investitori, urmărite prin Directiva 89/592, trebuie să permită ca o situație precum cea din cauza principală să fie inclusă în sfera de aplicare a Directivei 89/592.

68. Deși instanța comunitară recurge deseori la metoda interpretării teleologice a dispozițiilor actelor comunitare, în opinia noastră, în speță, sfera de aplicare materială a Directivei 89/592 nu ar putea fi extinsă în lumina obiectivelor foarte generale enunțate în considerentele acestei directive. Într-adevăr, chiar dacă situația din cauza principală aduce în mod sigur atingere bunei funcționări a pieței, abordarea sugerată de guvernele interveniente ar însemna să nu se țină seama de condițiile inerente aplicabilității Directivei 89/592, mai ales de cea care privește existența unei informații privilegiate care se află la originea atât a intenției de a

69. Pe de altă parte, domeniul de aplicare al unui act comunitar este în mod normal definit tocmai de dispozițiile acestuia și, în principiu, nu poate fi extins la alte situații decât cele care au fost avute în vedere la adoptarea sa<sup>8</sup>. Or, în speță, nu rezultă că prin Directiva 89/592 s-a avut în vedere vreo situație în cadrul căreia se regăsește practica denumită „painting the tape” și, mai general, manipularea pieței.

70. În această privință, ținem să subliniem că, prin adoptarea Directivei 2003/6, care urmărește aceleași obiective de transparență și de integritate a pieței ca și Directiva 89/592<sup>9</sup>, legiuitorul comunitar a avut ca scop, prin înlocuirea acesteia din urmă și prin includerea în sfera de aplicare a noii directive a combaterii manipularilor pieței, tocmai sporirea armonizării legislațiilor statelor membre prin sancționarea comportamentelor care s-a dovedit că pot submina

8 — A se vedea, în legătură cu un regulament, hotărârea din 12 decembrie 1985, Krohn, 165/84, Rec., p. 3997, punctul 13 și jurisprudența citată.

9 — A se vedea în special al doilea, al unsprezecelea, al doisprezecelea, al cincisprezecelea, al douăzeci și șaptelea, al patruzeci și unulea și al patruzeci și treilea considerent al Directivei 89/592.

încrederea publicului și pot aduce astfel atingere bunei funcționări a piețelor<sup>10</sup>.

71. Or, potrivit articolului 1 alineatul (2) litera (a) din Directiva 2003/6, „manipulările pieței” înseamnă în special tranzacțiile sau ordinele la tranzacționare care stabilesc, prin acțiunea uneia sau mai multor persoane care acționează în mod concertat, cursul unuia sau mai multor instrumente financiare la un nivel anormal sau artificial, exceptând cazul în care persoana care a efectuat tranzacția sau care a emis ordinele consideră că motivele care au determinat-o să procedeze astfel sunt legitime și că respectivele tranzacții sau ordine sunt conforme cu practicile de piață admise pe piața reglementată în cauză. Pare, așadar, că această definiție acoperă practici precum cele cunoscute sub numele „painting the tape”<sup>11</sup>.

10 — A se vedea în acest sens considerentul (13) al Directivei 2003/6. A se vedea de asemenea considerentul (11) al aceleiași directive, care precizează: „[c]adrul juridic comunitar existent, destinat să protejeze integritatea pieței, este incomplet”.

11 — Vom arăta în această privință că, în cadrul propunerii de directivă, Comisia sugerase ca definiția „manipulările pieței” să fie susținută cu exemple precise, anexate textului propunerii de directivă, destinate să faciliteze interpretarea acestei definiții. La rubrica „tranzacții care urmăresc să creeze o impresie falsă de activitate” din secțiunea B din anexă figura astfel practica „painting the tape” [a se vedea propunerea de directivă din 30 mai 2001, COM(2001) 281 final, p. 25]. Întrucât Parlamentul European s-a opus utilizării metodei cunoscute sub numele „comitologie”, prevăzută în propunerea de directivă, pentru modificarea dispozițiilor anexei (a se vedea în această privință raportul Comisiei pentru afaceri economice și monetare a Parlamentului European, documentul A5/2002/69 din 27 februarie 2002), textul adoptat în final de Parlamentul European și de Consiliul Uniunii Europene nu conține nicio anexă.

72. În lumina procesului legislativ comunitar din domeniul abuzului de piață<sup>12</sup>, nu ni se pare că poate fi acceptat argumentul guvernelor interveniente privind extinderea sferei de aplicare a Directivei 89/592 sau cel care urmărește, potrivit nuanțării expuse de guvernul elen în cadrul ședinței de judecată, „să dea [acestui act] o interpretare mai elastică”, astfel încât această directivă să interzică practici precum cea din acțiunea principală.

73. Într-adevăr, abordarea guvernelor interveniente ar conduce la încălcarea caracterului fragmentar al cadrului legal comunitar care exista la momentul aplicării Directivei 89/592, atribuind acesteia din urmă o sferă de aplicare susceptibilă să aducă atingere competenței reziduale a statelor membre de a reglementa și de a sancționa manipulările pieței.

74. De altfel, ținem să subliniem că, la momentul săvârșirii faptelor din acțiunea principală, Republica Elenă<sup>13</sup>, precum și marea majoritate a statelor membre reglementau și sancționau penal practicile de manipulare a pieței<sup>14</sup>.

12 — Potrivit Directivei 2003/6, abuzul de piață cuprinde atât utilizările abuzive ale informațiilor confidențiale, cât și manipulările pieței.

13 — A se vedea în special articolul 34 din Legea nr. 3632/1928, citată la punctul 18 din prezentele concluzii.

14 — Se pare că numai Republica Austria, Regatul Suediei și, în mai mică măsură, Regatul Țărilor de Jos nu sancționau manipulările pieței.

## VI — Concluzie

75. Având în vedere considerațiile care precedă, propunem Curții să răspundă la întrebarea preliminară adresată de Symvoulio tis Epikrateias după cum urmează:

„Persoanele sau grupurile de persoane care au una dintre calitățile menționate la articolul 2 alineatul (1) din Directiva 89/592/CEE a Consiliului din 13 noiembrie 1989 de coordonare a reglementărilor referitoare la utilizările abuzive ale informațiilor privilegiate, care încheie tranzacții bursiere convenite în prealabil care conduc la creșterea artificială a prețului valorilor mobiliare cesionate, nu trebuie să fie considerate persoane care dispun de informații privilegiate în sensul articolului 2 din respectiva directivă.”