



Repertoriul jurisprudenței

CONCLUZIILE AVOCATEI GENERALE
DOAMNA JULIANE KOKOTT
prezentate la 16 septembrie 2021¹

Cauza C-302/20

**Domnul A
împotriva**

Autorité des marchés financiers (Autoritatea Piețelor Financiare, Franța)

(cerere de decizie preliminară formulată de Cour d'appel de Paris [Curtea de Apel din Paris, Franța])

„Procedură preliminară – Piața unică a serviciilor financiare – Viabilitatea și integritatea piețelor de capital – Informații confidențiale și utilizări abuzive ale informațiilor confidențiale – Directiva 2003/6/CE (Directiva privind abuzul de piață) – Interdicția divulgării de informații confidențiale – Directiva 2003/124/CE – Articolul 1 alineatul (1) – Noțiunea de informație confidențială – Criteriile preciziei și adecvării în raport cu posibilitatea de a influența cursurile – Zvon de piață – Divulgarea publicării viitoare a unui articol privind un zvon de piață de către un jurnalist unei alte persoane – Regulamentul (UE) nr. 596/2014 (Regulamentul privind abuzul de piață) – Articolul 21 – Divulgarea unei informații privilegiate în scopuri jurnalistice – Articolul 10 – Divulgarea unei informații privilegiate în exercitarea normală a sarcinilor de serviciu sau a profesiei”

I. Introducere

1. Dreptul european în materie de abuz de piață are ca obiectiv, în primul rând, asigurarea unei piețe de capital integre și garantarea egalității în drepturi în cadrul acestei piețe. Se urmărește astfel crearea încrederii investitorilor care are, la rândul său, un rol-cheie în ceea ce privește viabilitatea economică a pieței². În calitate de componentă esențială a legislației privind abuzul de piață, reglementarea referitoare la utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale urmărește atingerea acestui obiectiv prin tratamentul egal, din punct de vedere informațional, al operatorilor de pe piață. Niciun investitor nu trebuie să obțină, din informații relevante, dar care nu sunt accesibile publicului, un avantaj în detrimentul investitorilor care nu cunosc sau nu sunt în măsură să cunoască informația³.

¹ Limba originală: germana.

² A se vedea, de exemplu, propunerea Comisiei de directivă privind abuzul de piață din 19 noiembrie 2002, COM(2002) 625 final, JO 2003, C 71 E, p. 62: „Piețele financiare rezistă variațiilor periodice și corecțiilor ciclice, precum și performanțelor slabe ale anumitor acțiuni. În schimb, ceea ce are un efect distructiv asupra lor este erodarea încrederii investitorilor, care survine atunci când [...] [acestea] sunt expuse riscului de abuz de piață.”

³ A se vedea în special Hotărârea din 10 mai 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punctul 38), și Hotărârea din 23 decembrie 2009, Spector Photo Group și Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punctele 47 și 48).

2. Astfel, reglementarea privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale prevede, pe de o parte, că toate informațiile relevante sunt, în principiu, făcute publice cât mai repede posibil, un emitent de titluri de valoare fiind obligat să publice periodic informațiile care îl privesc (publicitate denumită ad-hoc)⁴. Pe de altă parte, nu este mai puțin adevărat că orice disparitate a informațiilor nu trebuie să fie exploatată (interdicția schimburilor abuzive de informații confidențiale⁵) și trebuie menținută într-un cerc cât mai restrâns posibil (interdicția divulgării neautorizate de informații confidențiale⁶).

3. Prezenta cerere de decizie preliminară privește în esență interdicția divulgării de informații confidențiale și limitele acesteia. În procedura principală, un jurnalist financiar se opune unei sancțiuni care i-a fost aplicată ca urmare a pretensei transmiteri a unei informații confidențiale, invocând în esență o încălcare a libertății presei. Desigur, ținând seama de obiectivul reglementării privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale, de a asigura o transparență cât mai mare posibilă, prelucrarea jurnalistică a informațiilor confidențiale pare dezirabilă, în orice caz într-o anumită măsură, inclusiv sub incidența acestei reglementări. Cu toate acestea, reglementarea privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale poate de asemenea intra în conflict cu libertatea presei și libertatea de opinie în mass-media, în special în stadiul anterior difuzării și publicării în mass-media, pe scară largă, a unei informații. Modul în care acest conflict poate fi soluționat face obiectul celei de a doua serii de întrebări preliminare adresate de Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) Curții de Justiție.

4. Cu toate acestea, pentru început, Curtea trebuie să analizeze dacă divulgarea reproșată reclamantului din procedura principală privea o informație confidențială. În cadrul primei serii de întrebări preliminare adresate, Curții îi revine, mai întâi, în acest context, sarcina de a preciza care sunt împrejurările în care un zvon de piață, cu alte cuvinte o informație vădit incertă, poate declanșa mecanismele reglementării privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale.

II. Cadrul juridic

A. Dreptul Uniunii

1. *Directiva 2003/6 (Directiva privind abuzul de piață)*

5. Directiva 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 28 ianuarie 2003 privind utilizările abuzive ale informațiilor confidențiale și manipulările pieței (abuzul de piață) (denumită în continuare „MAD” de la *market abuse directive*)⁷ conține, la articolul 1 alineatul (1), o definiție a noțiunii de „informație confidențială”:

„[...] orice informație cu caracter precis care nu a fost făcută publică și care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți de instrumente financiare și care, în cazul în care ar fi făcută publică, ar fi susceptibilă de a influența în mod semnificativ cursul instrumentelor financiare în cauză sau cursul instrumentelor financiare derivate conexe.”

⁴ A se vedea articolul 17 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014 al Parlamentului European și al Consiliului din 16 aprilie 2014 privind abuzul de piață (Regulamentul privind abuzul de piață) și de abrogare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului și a Directivelor 2003/124/CE, 2003/125/CE și 2004/72/CE ale Comisiei (JO 2014, L 173, p. 1).

⁵ A se vedea articolul 14 literele (a) și (b) din Regulamentul nr. 596/2014.

⁶ A se vedea articolul 14 litera (c) din Regulamentul nr. 596/2014.

⁷ JO 2003, L 96, p. 16, Ediție specială, 06/vol. 5, p. 210.

6. În conformitate cu articolul 2 alineatul (1) al doilea paragraf litera (c) din MAD, statele membre interzic oricărei persoane care are acces la informații confidențiale prin exercitarea muncii, profesiei sau funcțiilor să folosească respectivele informații pentru a dobândi, a ceda sau pentru a încerca să dobândească sau să cedeze, pentru sine sau pentru o terță parte, în mod direct sau indirect, instrumentele financiare la care se referă informațiile respective.

7. În plus, în temeiul articolului 3 din MAD, statele membre interzic persoanelor care se află sub incidența interdicției prevăzute la articolul 2:

- „(a) să comunice informația confidențială altei persoane, cu excepția situației în care aceasta are loc în cadrul normal al exercitării muncii, profesiei sau funcțiilor sale;
- (b) să recomande unei alte persoane să dobândească sau să cedeze ori să dobândească sau să cedeze prin mijlocirea altei persoane, pe baza informației confidențiale, instrumentele financiare la care se referă informația în cauză.”

2. Directiva 2003/124

8. Primele două considerente ale Directivei 2003/124/CE a Comisiei din 22 decembrie 2003 de stabilire a normelor de aplicare a Directivei 2003/6/CE a Parlamentului European și a Consiliului privind definiția și publicarea informațiilor confidențiale și definiția manipularilor pieței (denumită în continuare „Directiva 2003/124”) ⁸ au următorul cuprins:

- „(1) Investitorii raționali își întemeiază deciziile de investiții pe informațiile de care dispun deja («informații disponibile *ex ante*»). În consecință, pentru a ști dacă un investitor rațional ar ține seama, în momentul luării unei decizii de investiție, de o informație dată ar trebui verificate informațiile disponibile *ex ante*. De asemenea, trebuie să se țină seama de impactul anticipat al informației respective în contextul activității globale a emitentului în cauză, de fiabilitatea sursei de informare și de toate variabilele pieței care ar putea, eventual, exercita o influență asupra instrumentului financiar respectiv și asupra oricărui instrument financiar derivat din produsul de bază.
- (2) Informațiile disponibile *ex post* pot servi la verificarea ipotezei de modificare a cursului informațiilor disponibile *ex ante*, dar acestea nu pot fi folosite pentru urmărirea unei persoane care ar fi putut ajunge la niște concluzii raționale datorită informațiilor de care dispunea *ex ante*.”

9. Articolul 1 din această directivă definește mai precis noțiunea de „informație confidențială”:

„(1) În sensul aplicării [articolului 1 punctul (1) din Directiva MAD] se consideră că o informație «are caracter precis» în cazul în care indică un ansamblu de circumstanțe existente sau despre care există motive raționale de a crede că vor exista, un eveniment care a avut loc sau despre care există motive raționale de a crede că va avea loc, și în care este suficient de precisă pentru a duce la o concluzie în legătură cu efectul posibil al tuturor circumstanțelor sau a evenimentului asupra cursurilor instrumentelor financiare în cauză sau a instrumentelor financiare derivate din produsele de bază.

⁸ JO 2003, L 339, p. 70, Ediție specială, 06/vol. 5, p. 243.

(2) În sensul aplicării [articolului 1 punctul (1) din Directiva MAD], se înțelege prin «informație care, dacă ar fi făcută publică, ar influența în mod sensibil cursul instrumentelor financiare în cauză sau cursul instrumentelor financiare derivate din produsele de bază» o informație pe care un investitor rațional ar putea să o utilizeze ca bază a deciziilor de investiție.”

3. Regulamentul nr. 596/2014 (Regulamentul privind abuzul de piață)

10. Regulamentul nr. 596/2014 (denumit în continuare „MAR” de la *market abuse regulation*) a înlocuit MAD și, conform articolului 39 alineatul (2) din acesta, se aplică în statele membre începând cu 3 iulie 2016.

11. Considerentul (77) al acestui regulament prevede:

„Prezentul regulament respectă drepturile fundamentale și principiile recunoscute de Carta drepturilor fundamentale a Uniunii Europene (Carta). În consecință, prezentul regulament ar trebui interpretat și aplicat cu respectarea acestor drepturi și principii. În special, atunci când prezentul regulament se referă la normele care reglementează libertatea presei și libertatea de opinie în alte mijloace de comunicare în masă și la normele sau codurile care reglementează profesia de jurnalist, ar trebui să se țină seama de aceste libertăți garantate în Uniune și în statele membre și așa cum sunt recunoscute în temeiul articolului 11 din cartă și al altor dispoziții relevante.”

12. Definiția noțiunii de informație privilegiată prevăzută la articolul 7 alineatul (1) litera (a) din MAR corespunde celei prevăzute la articolul 1 alineatul (1) din MAD.

13. Articolul 7 alineatele (2) și (4) din MAR prevăd, printre altele:

„(2) În temeiul alineatului (1), se consideră că informațiile au un caracter precis dacă indică un set de circumstanțe care există sau despre care se poate estima în mod rezonabil că vor exista sau un eveniment care a avut loc sau se poate estima în mod rezonabil că va avea loc, dacă informațiile sunt suficient de specifice pentru a permite tragerea unei concluzii cu privire la efectul posibil al aceluși set de circumstanțe sau al aceluși eveniment asupra prețurilor instrumentelor financiare sau ale instrumentelor financiare derivate conexe, ale contractelor spot pe mărfuri conexe sau ale produselor licitate pe baza certificatelor de emisii. În acest context, în cazul unui proces prelungit menit să producă sau care are ca rezultat anumite circumstanțe sau un anumit eveniment, aceste circumstanțe viitoare sau acel eveniment viitor, precum și etapele intermediare ale aceluși proces menit să producă sau să aibă drept rezultat circumstanțele viitoare sau evenimentul în cauză, pot fi privite ca informații precise.

(4) În temeiul alineatului (1), informații care, în cazul în care ar fi făcute publice, ar putea influența semnificativ prețul instrumentelor financiare, al instrumentelor financiare derivate, al contractelor spot pe mărfuri conexe sau al produselor licitate pe baza certificatelor de emisii înseamnă informații pe care un investitor rezonabil este probabil că le va utiliza în fundamentarea deciziilor sale de investiții.”

14. Articolul 10 alineatul (1) din MAR, intitulat „Divulgarea neautorizată a informațiilor privilegiate”, prevede:

„În sensul prezentului regulament, divulgarea neautorizată a informațiilor privilegiate are loc în cazul în care o persoană deține informații privilegiate și le divulgă unei alte persoane, cu excepția

cazului în care divulgarea se face în exercitarea normală a sarcinilor de serviciu, a profesiei sau a funcției. [...]”

15. Articolul 14 litera (c) din MAR prevede că divulgarea neautorizată de informații privilegiate constituie un act interzis.

16. Articolul 21 din MAR este intitulat „Divulgarea sau difuzarea informațiilor prin mass-media” și are următorul cuprins:

„În sensul aplicării [articolului 10], [...] în cazul în care informațiile sunt divulgate sau difuzate și în cazul în care se fac și se difuzează recomandări în scopuri jurnalistice sau sub altă formă de exprimare în presă, aceste divulgări sau difuzări de informații sunt evaluate ținând cont de normele care reglementează libertatea presei și libertatea de exprimare în alte mijloace de comunicare în masă și de normele sau codurile care reglementează profesia de jurnalist, cu excepția cazului în care:

- (a) persoanele vizate sau persoanele apropiate lor beneficiază, direct sau indirect, de un avantaj sau de profituri din divulgarea sau difuzarea respectivelor informații; sau
- (b) informațiile sunt divulgate sau difuzate cu intenția de a induce în eroare piața și de a influența oferta, cererea sau prețul instrumentelor financiare.”

B. Dreptul francez

17. Articolul 1 alineatul (1) din MAD și articolul 1 din Directiva 2003/124 au fost preluate în termeni aproape identici în articolul 621-1 din Règlement général de l'AMF (Regulamentul general al AMF, denumit în continuare „RGAMF”), fiind astfel transpuse în dreptul francez.

18. Articolul 622-1 din RGAMF prevede că persoanele menționate la articolul 622-2 din RGAMF nu pot utiliza informațiile privilegiate de care dispun și nici nu le pot transmite unor persoane aflate în afara cadrului normal al sarcinilor lor de serviciu, a profesiei sau a funcției lor. Articolul 622-2 din RGAMF vizează, printre altele, persoanele care dispun de o informație privilegiată ca urmare a accesului la informații datorat sarcinilor lor de serviciu sau profesiei lor.

III. Situația de fapt și procedura principală

19. Domnul A, reclamantul din procedura principală, este un jurnalist pensionat care, de-a lungul carierei sale profesionale, a lucrat pentru diferite cotidiane britanice. El a lucrat, cel mai recent, pentru site-ul internet, intens frecventat, al unui ziar britanic. Pe acest site, a publicat în mod constant articole care răspândeau zvonuri de piață. Două dintre aceste articole sunt relevante pentru procedura principală.

20. În primul rând, reclamantul din procedura principală a publicat, în seara zilei de 8 iunie 2011, un articol referitor la o eventuală ofertă de cumpărare a unui grup cu privire la acțiunile unei întreprinderi, la un preț indicat în mod concret, care era cu 86 % mai ridicat decât prețul acțiunilor acestei întreprinderi la ora închiderii pieței. La deschiderea următoarei zile de tranzacționare, cursul acțiunilor pretinsei întreprinderi-țintă a crescut cu 0,64 %, iar în cursul zilei, cu încă 4,55 %.

21. În al doilea rând, el a publicat, în seara zilei de 12 iunie 2012, un articol referitor la încă o posibilă cumpărare, la un anumit preț, care era cu aproximativ 80 % mai mare decât prețul acțiunilor pretinse întreprinderi-țintă la ora închiderii pieței. În cursul următoarei zile de tranzacționare, cursul acțiunilor acestei întreprinderi a crescut cu 17,69 % până la ora închiderii pieței. Întreprinderea vizată a dezmințit zvonul două zile mai târziu.

22. Cu puțin timp înainte de apariția celor două articole pe site-ul internet al ziarului în discuție, mai multe persoane rezidente în Regatul Unit cumpăraseră acțiunile respective și le vânduseră cu profit în ziua următoare.

23. O analiză a datelor de comunicații telefonice a permis Autorității de Supraveghere a Piețelor Financiare din Franța (denumită în continuare „AMF”) să constate că, în ziua publicării articolelor, reclamantul din procedura principală avusese contacte telefonice cu unul sau cu mai mulți dintre cumpărătorii ulteriori. Aceste persoane sunt analiști financiari cu care reclamantul din procedura principală întreținea în mod constant, de mai mulți ani, un schimb de opinii în legătură cu teme relevante pentru piața de capital. În cel puțin un caz, la scurt timp după încheierea conversației telefonice cu reclamantul din procedura principală, persoana respectivă a apelat telefonic brokerul ei, care a emis ulterior un ordin de cumpărare cu privire la titlurile de valoare discutate în cadrul articolului apărut la scurt timp după această conversație.

24. AMF reproșează reclamantului din procedura principală că, în cadrul comunicațiilor telefonice vizate, a comunicat persoanelor menționate anterior viitoarea publicare a articolelor. Aceasta consideră că o informație privind viitoarea publicare a unui articol de presă care transmite un zvon de piață este de natură să constituie o informație confidențială și că informațiile în discuție îndeplineau condițiile pentru calificarea drept informații confidențiale. Pentru acest motiv, după ascultarea efectuată de comisia sa pentru sancțiuni, ea a aplicat reclamantului din procedura principală o amendă în cuantum de 40 000 de euro. Cumpărătorilor titlurilor de valoare în cauză le-au fost aplicate amenzi pentru utilizare abuzivă de informații confidențiale.

25. Acțiunea introdusă împotriva acestei decizii este pendinte în fața instanței de trimitere, Cour d’appel de Paris (Curtea de Apel din Paris).

26. În cadrul acesteia, reclamantul contestă că a discutat cu cumpărătorii ulteriori articole referitoare la zvonuri privind cumpărarea și arată că, în orice caz, informația referitoare la publicarea viitoare a acestor articole nu poate fi considerată o informație confidențială. Astfel, simplele zvonuri ar fi lipsite de precizia necesară din cauza incertitudinilor lor inerente și a inexactității lor. Or, potrivit articolului 1 alineatul (1) din MAD și, respectiv, articolului 7 alineatul (1) litera (a) din MAR, caracterul precis al unei informații este o condiție autonomă pentru calificarea acesteia drept informație confidențială. În special, cerința preciziei nu ar deveni perimată prin faptul că informația a fost calificată drept relevantă pentru curs. În plus, sancționarea reclamantului ar încălca articolul 21 din MAR, care prevede o excepție de la interdicția divulgării informațiilor privilegiate în ceea ce privește jurnaliștii. Aplicarea acestei excepții în situația sa ar trebui, așadar, să determine anularea amenzii care i-a fost aplicată.

27. Instanța de trimitere consideră că majorările semnificative ale cursului titlurilor de valoare după publicarea articolelor în cauză ar demonstra că informațiile în discuție erau informații relevante pentru curs în sensul articolului 1 alineatul (2) din Directiva 2003/124 și al articolului 7

alineatul (4) din MAR. Cu toate acestea, ar fi neclar dacă informația referitoare la publicarea viitoare a articolelor îndeplinește criteriul preciziei, întrucât conținutul articolelor – și anume referirea la un zvon de piață – nu ar fi eventual suficient de specific.

28. În ceea ce privește aplicarea articolului 21 din MAR, instanța de trimitere ridică problema dacă actul reclamantului din procedura principală a fost efectuat „în scopuri jurnalistice”, în sensul acestei dispoziții, și dacă dispoziția menționată conține, în această privință, un regim special exhaustiv. Astfel, în ceea ce privește excepția generală de la interdicția divulgării de informații privilegiate în scopuri profesionale, Curtea de Justiție impune ca difuzarea informațiilor privilegiate legată de exercitarea profesiei să fie indispensabilă și proporțională⁹. Prin urmare, ar trebui să se determine care sunt cerințele impuse de articolul 21 din MAR, eventual coroborate cu articolul 10 alineatul (1) din MAR, în ceea ce privește legalitatea comportamentului reclamantului din procedura principală.

IV. Întrebările preliminare și procedura în fața Curții

29. În acest context, Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) a hotărât să suspende judecarea cauzei și să adreseze Curții, în temeiul articolului 267 TFUE, următoarele întrebări preliminare:

„1) În primul rând, a) Articolul 1 punctul 1 primul paragraf din MAD coroborat cu articolul 1 alineatul (1) din Directiva 2003/124/CE trebuie interpretat în sensul că o informație privind viitoarea publicare a unui articol de presă care răspândește un zvon de piață în legătură cu un emitent de instrument financiar poate îndeplini cerința preciziei impusă de aceste articole pentru calificarea unei informații confidențiale?

b) Împrejurarea că articolul de presă, a cărui viitoare publicare constituie informația în cauză, menționează – cu titlu de zvon de piață – prețul unei oferte publice de cumpărare influențează aprecierea caracterului precis al informației în cauză?

c) Notorietatea jurnalistului care a semnat articolul, reputația organului de presă care a asigurat publicarea acestuia și influența efectiv semnificativă («*ex post*») a acestei publicări asupra cursului titlurilor la care se referă constituie elemente relevante pentru aprecierea caracterului precis al informației în cauză?

2) În al doilea rând, în cazul unui răspuns [potrivit căruia] o informație precum cea în discuție poate îndeplini cerința de precizie necesară:

a) Articolul 21 din MAR trebuie interpretat în sensul că divulgarea de către un jurnalist uneia dintre sursele sale obișnuite a unei informații privind viitoarea publicare a unui articol semnat de el care răspândește un zvon de piață se efectuează «în scopuri jurnalistice»?

b) Răspunsul la această întrebare depinde în special de aspectul dacă jurnalistul a fost sau nu informat cu privire la zvonul de piață de către această sursă sau dacă divulgarea informației privind viitoarea publicare a articolului era sau nu utilă pentru obținerea din această sursă a unor clarificări cu privire la credibilitatea zvonurilor?

⁹ Hotărârea din 22 noiembrie 2005, Grøngaard și Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

3) În al treilea rând, articolele 10 și 21 din MAR trebuie interpretate în sensul că, chiar și atunci când o informație privilegiată este divulgată de un jurnalist «în scopuri jurnalistice», în sensul articolului 21, caracterul licit sau ilicit al divulgării necesită să se aprecieze dacă aceasta se face «în exercitarea normală [...] profesiei [de jurnalist]», în sensul articolului 10?

4) În al patrulea rând, articolul 10 din MAR trebuie interpretat în sensul că, pentru a avea loc în exercitarea normală a profesiei de jurnalist, divulgarea unei informații privilegiate trebuie să fie strict necesară pentru exercitarea acestei profesii și să respecte principiul proporționalității?”

30. În procedura scrisă în fața Curții, reclamantul din procedura principală, AMF, Republica Franceză, Regatul Norvegiei, Regatul Suediei, Regatul Spaniei și Comisia Europeană și-au prezentat observațiile cu privire la întrebările preliminare. În plus, cu excepția Regatului Norvegiei, toate părțile au participat la ședința din 22 iunie 2021.

V. Apreciere juridică

31. Prin intermediul întrebărilor preliminare formulate, Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) urmărește în esență să se stabilească dacă reclamantului din procedura principală i s-a aplicat în mod întemeiat o amendă pentru încălcarea interdicției de divulgare prevăzute la articolul 622-1 din RGAMF¹⁰. Această dispoziție a transpus în esență în dreptul francez articolul 3 litera (a) din MAD.

32. În această privință, prin intermediul întrebării 1) literele a)-c), această instanță urmărește, mai întâi, să afle dacă informația referitoare la publicarea viitoare a unui articol de presă cu privire la un zvon de piață poate fi considerată „informație confidențială” în sensul articolului 1 punctul 1 din MAD¹¹ și intră, așadar, în principiu, sub incidența interdicției de divulgare prevăzute la articolul 3 litera (a) din MAD (secțiunea A). În continuare, întrebările 2)-4) vizează excepțiile de la interdicția de divulgare de informații privilegiate în contextul specific al activității jurnaliștilor (secțiunea B).

A. Cu privire la prima întrebare preliminară

33. Prin intermediul primei întrebări, instanța de trimitere solicită în esență să se stabilească dacă și în ce condiții o informație referitoare la publicarea viitoare a unui articol de presă care are ca obiect un zvon de piață trebuie considerată ca având un caracter precis în sensul articolului 1 punctul 1 din MAD și al articolului 1 alineatul (1) din Directiva 2003/124/CE.

34. Cerința preciziei constituie prima dintre cele patru condiții prevăzute la articolul 1 punctul 1 din MAD, a căror îndeplinire face ca o informație să devină privilegiată. În al doilea rând, această informație nu trebuie să fi fost făcută publică. În al treilea rând, ea trebuie să privească în mod direct sau indirect unul sau mai multe instrumente financiare sau emitenții acestora. În al patrulea rând, în cazul în care ar fi făcută publică, această informație ar fi susceptibilă să influențeze în mod semnificativ cursul instrumentelor financiare în cauză sau cursul instrumentelor financiare derivate conexe (condiție denumită în continuare „relevantă pentru curs”)¹².

¹⁰ Interdicția de divulgare decurge în prezent în mod direct din dispozițiile coroborate ale articolului 10 alineatul (1) și ale articolului 14 litera (c) din MAR.

¹¹ Corespunde articolului 7 alineatul (1) litera (a) din MAR.

¹² Hotărârea din 28 iunie 2012, *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punctul 25).

35. Instanța de trimitere consideră că sunt îndeplinite a doua, a treia și a patra condiție. Aceasta consideră, în special, că informația privind publicarea viitoare a articolelor era relevantă pentru curs, în sensul celei de a patra condiții. Își întemeiază această concluzie în special pe majorările – intervenite după publicarea articolelor – ale cursurilor titlurilor de valoare evocate în cadrul acestora.

36. Cerința preciziei are, conform articolului 1 alineatul (1) din Directiva 2003/124, două componente. Pe de o parte, informația trebuie să indice un ansamblu de circumstanțe existente sau despre care există motive raționale de a crede că vor exista sau un eveniment care a avut loc sau despre care există motive raționale de a crede că va avea loc. Pe de altă parte, informația trebuie să fie suficient de precisă pentru a duce la o concluzie în legătură cu efectul posibil al tuturor circumstanțelor sau a evenimentului asupra cursurilor instrumentelor financiare în cauză sau a instrumentelor financiare derivate din produsele de bază.

37. În ceea ce privește aceste două condiții, instanța de trimitere pleacă de la premisa că prima condiție, și anume probabilitatea suficientă, la momentul divulgării, că articolul va fi publicat, este îndeplinită. Prin urmare, aceasta ridică, în definitiv, numai problema celei de a doua condiții, și anume a specificității¹³ în ceea ce privește efectele posibile asupra cursului. Existența acestora ar putea fi pusă sub semnul întrebării, din punctul de vedere al Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris), întrucât informația în cauză, și anume publicarea viitoare a articolului de presă, se referă la un zvon. Ar exista îndoieli cu privire la specificitatea acestui zvon, întrucât el ar putea fi considerat prea imprecis sau incert pentru a putea trage concluzii cu privire la consecințele posibile asupra cursului pe baza acestuia. Potrivit instanței de trimitere, aceasta ar putea avea o incidență asupra specificității informației în discuție. Instanța de trimitere nu ar fi, așadar, în măsură să constate existența unei informații privilegiate, deși, din punctul său de vedere, informația nu fusese făcută publică și era relevantă pentru curs și, în consecință, a conferit deținătorului informației un avantaj privilegiat față de alți operatori de pe piață¹⁴.

38. Potrivit jurisprudenței Curții de Justiție, în ceea ce privește existența unei informații privilegiate¹⁵, criteriul specificității reprezintă totuși – fiind a doua componentă a caracterului precis al unei informații privilegiate – o condiție autonomă și independentă în raport cu relevanța pentru curs¹⁶. În consecință, trebuie să se examineze, mai întâi, dacă informația referitoare la publicarea viitoare a unui articol de presă poate fi considerată specifică în sensul articolului 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124, în pofida împrejurării că acesta are ca obiect un zvon de piață (a se vedea secțiunea 1).

39. Abia ulterior va trebui să se stabilească, în raport cu întrebarea preliminară 1) litera c), dacă specificitatea informației în discuție poate fi stabilită, în mod suplimentar, prin împrejurarea că, după publicarea articolului de presă în cauză, a avut loc o majorare a cursului (a se vedea secțiunea 2).

¹³ În cele ce urmează, vom utiliza această noțiune pentru al doilea criteriu de precizie în sensul articolului 1 alineatul (1) din Directiva 2003/124, plecând de la premisa că instanța se referă exclusiv la acest aspect.

¹⁴ Hotărârea din 23 decembrie 2009, Spector Photo Group și Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punctul 52).

¹⁵ Hotărârea din 11 martie 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punctul 28).

¹⁶ A se vedea punctul 36 din prezentele concluzii.

1. Cu privire la determinarea specificității informației în discuție

40. Din definiția – deja menționată – a criteriului specificității care figurează la articolul 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124 rezultă că informația trebuie să aibă un conținut sau o valoare informativă care să permită (sau să nu permită) evaluarea sa ca fiind relevantă pentru curs¹⁷. Acest lucru sugerează că nu este avut în vedere un prag ridicat¹⁸. Dimpotrivă, se urmărește astfel doar excluderea informațiilor care nu au, *a priori*, nicio valoare informativă relevantă în ceea ce privește evaluarea relevanței pentru curs.

41. Potrivit considerentului (1) al Directivei 2003/124, în evaluarea relevanței pentru curs, un investitor rațional se referă în special la informații care permit identificarea implicațiilor economice ale unei informații pentru o întreprindere¹⁹ și a fiabilității acestora. Acesta este motivul pentru care, potrivit formulării Curții, criteriul specificității urmărește să excludă doar informații vagi sau generale care nu permit să se concluzioneze cu privire la impactul lor anticipat asupra cursului instrumentelor financiare în cauză²⁰.

42. Desigur, furnizarea informației referitoare la viitoarea publicare a unui articol de către autorul acestui articol nu este vagă. Astfel, aceasta descrie, dintr-o sursă fiabilă, un eveniment concret care intervine în mod cert. Totuși, această informație este, ca atare, în mod evident prea generală pentru a permite o concluzie cu privire la impactul anticipat asupra cursului unui anumit instrument financiar. O astfel de concluzie este posibilă numai în raport cu obiectul articolului în cauză, așadar, în speță, cu zvonul de piață privind preluările de întreprinderi.

43. Această legătură este subliniată și de reclamantul din litigiul principal. El deduce de aici că informația referitoare la publicarea articolelor poate fi specifică numai în cazul în care obiectul articolului respectiv este specific. Or, în prezenta cauză, conținutul articolelor în litigiu nu ar fi specific, întrucât ar fi vorba despre zvonuri, care sunt, prin natura lor, nespecifice. În această privință, el se referă, printre altele, la o opinie a fostului Comitet al autorităților europene de reglementare a piețelor valorilor mobiliare (*Committee of European Securities Regulators*, denumit în continuare „CESR”), potrivit căreia zvonurile ar constitui tocmai contrariul informațiilor verificabile și, prin urmare, precise²¹.

44. Niciuna dintre aceste două afirmații nu este, din punctul nostru de vedere, pertinentă.

a) Cu privire la (ne)specificitatea generală a zvonurilor de piață

45. Dacă zvonurile de piață ar trebui, în general, să fie considerate nespecifice, acestea nu ar putea constitui niciodată o informație privilegiată²². Cu toate acestea, MAD nu prevede în mod expres o excludere a zvonurilor din reglementarea privind utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate. Dimpotrivă, astfel cum am arătat deja, considerentul (1) al Directivei 2003/124 evocă în mod expres faptul că „fiabilitatea sursei de informare” joacă un rol în evaluarea valorii informației.

¹⁷ A se vedea în acest sens Hotărârea din 11 martie 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punctul 31).

¹⁸ A se vedea în acest sens Concluziile avocatului general Wathelet prezentate în cauza Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, punctul 37).

¹⁹ A se vedea modul de redactare „impactul anticipat [...] în contextul activității globale a emitentului”.

²⁰ Hotărârea din 11 martie 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punctul 31).

²¹ A se vedea CESR, *Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market*, CESR/06-562b, punctul 1.5. A se vedea în acest sens de asemenea *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d, punctul 20, prima liniuță.

²² Astfel, specificitatea constituie – ca al doilea criteriu al preciziei în sensul articolului 1 punctul 1 din MAD – o condiție necesară pentru existența unei informații privilegiate.

Aceasta implică faptul că directiva nu pleacă de la premisa unei fiabilități absolute în ceea ce privește calitatea de informație privilegiată. Corelativ, aceasta înseamnă că fiabilitatea este un factor gradual și trebuie apreciată de la caz la caz.

46. În plus, zvonurile joacă în practică un rol considerabil pe piețele de capital²³. Astfel, articolul 1 punctul 2 litera (c) din MAD pleacă de la premisa că piața reacționează la zvonuri în măsura în care pot fi purtătoare de semnale înșelătoare, care pot falsifica în mod manipulativ cursurile. Pentru a atinge obiectivele directivei, și anume asigurarea încrederii investitorilor prin intermediul egalității șanselor de informare²⁴, este necesar să se interzică exploatarea disparității informațiilor în acest domeniu.

47. Acest lucru este valabil cu atât mai mult cu cât fiabilitatea informațiilor care nu sunt făcute publice este adesea incertă. Cu alte cuvinte, numeroase informații referitoare la evenimente (viitoare) pot fi considerate zvonuri până la divulgare sau până la o clarificare publică. Astfel, întrucât informațiile incerte nu pot, în orice caz, fi excluse în totalitate în domeniul de aplicare al reglementării privind utilizarea abuzivă a informațiilor privilegiate, dificultățile de delimitare în ceea ce privește specificitatea lor sunt inevitabile. Prin urmare, nu se justifică excluderea în mod global a zvonurilor ca nespecifice pe baza incertitudinilor lor inerente. În orice caz, acest lucru nu permite crearea unei securități juridice semnificative²⁵.

b) Cu privire la legătura dintre obiectul și publicarea articolului

48. În plus, lipsa specificității obiectului unui articol nu permite, în sine, să se concluzioneze în sensul lipsei specificității informației referitoare la publicarea sa. Acest lucru nu ar ține seama – astfel cum subliniază în mod întemeiat și AMF – de faptul că valoarea informativă a conținutului unei publicări se poate modifica tocmai ca urmare a faptului că se ajunge la publicare. Acest lucru este valabil în special în cazul zvonurilor al căror conținut este adesea imprecis și a căror fiabilitate depinde de numărul și de statutul persoanelor care le răspândesc. Așadar, prin publicare, un zvon poate câștiga credibilitate, iar prin fixarea textuală, precizie.

49. În plus, o abordare diferită nu ar fi compatibilă cu finalitatea de protecție a dreptului privind utilizarea informațiilor privilegiate. Astfel, indiferent de modificarea potențială a zvonului prin publicarea sa, informația referitoare la publicare are o valoare adăugată informativă proprie. Mai exact, prin cunoașterea momentului publicării unui zvon, un investitor dobândește un avans informațional. Pe acesta îl poate exploata față de alți investitori.

50. Prin urmare, legătura dintre publicarea și conținutul unui articol trebuie înțeleasă în mod corect, în sensul că specificitatea unei informații, precum cea în discuție în speță, depinde de conținutul articolului astfel cum este obținut prin publicare. Astfel, tocmai această împrejurare – conținutul publicat al articolului – este prelucrată de piață, constituind, din această cauză, temeiul evaluării unui investitor.

51. Din punctul de vedere al conținutului, este determinant aspectul dacă, din zvonul publicat, pot fi deduse implicații economice concrete pentru un emitent. De exemplu, un articol referitor la o cumpărare „importantă” „în sectorul automobilistic”, fără menționarea întreprinderilor în

²³ A se vedea, de exemplu, Van Bommel, „Rumors”, în *The Journal of Finance*, vol. 58, nr. 4 (2003), p. 1499.

²⁴ A se vedea, cu privire la acest aspect, Hotărârea din 23 decembrie 2009, Spector Photo Group și Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punctele 47-49).

²⁵ A se vedea, în ceea ce privește obiectivul siguranței juridice a unei informații privilegiate, considerentul (3) al Directivei 2003/124.

cauză, ar trebui considerat prea general și, prin urmare, nespecific. În măsura în care articolul permite să se concluzioneze, cel puțin implicit, cu privire la întreprinderile vizate, o mențiune legată de prețul ofertei în cazul unui zvon de cumpărare face articolul și, prin urmare, și zvonul să pară mai specific. Or, dat fiind că preluările publice sunt, în mod normal, însoțite de plata de prime de preluare asupra cursului acțiunilor, piața poate să aprecieze probabilitatea unui impact asupra cursului chiar în lipsa unei asemenea mențiuni²⁶.

52. Problema dacă zvonul publicat permite, în plus, determinarea fiabilității acestuia depinde de aspectul dacă, din publicare, se pot deduce criterii în vederea unei determinări suficient de concrete a credibilității și veridicității. Astfel de criterii pot consta, pe de o parte, în referirea la surse ale zvonului în articolul menționat. Pe de altă parte, un rol îl poate avea, în acest context, reputația jurnalistului, precum și reputația organului de presă²⁷. Astfel, acestea pot implica, prin publicare, că informația este verificată suficient. De exemplu, examinarea scrupuloasă a exactității informațiilor care urmează a fi publicate face parte dintre obligațiile profesionale ale jurnalistului²⁸, a căror neîndeplinire nu poate fi presupusă, în special în cazul unui jurnalist reputat. În plus, pot avea un rol și alte criterii, precum gradul de concretețe a formulărilor și a conținutului²⁹. În această privință, mențiunea privind o ofertă de preț concretă poate avea, la rândul său, un rol. Cu toate acestea, în examinarea specificității, nu este (încă) determinant aspectul dacă informația este, în definitiv, suficient de fiabilă pentru a întemeia un stimulent de tranzacționare în sensul articolului 1 alineatul (2) din Directiva 2003/124; ea trebuie doar să permită o estimare serioasă și utilă.

2. *Cu privire la creșterea cursului ex post*

53. În cadrul întrebării preliminare 1 litera c), Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) urmărește să afle, de asemenea, dacă o creștere a cursului ulterioară publicării informației în discuție (*ex post*) poate juca un rol în aprecierea caracterului specific al informației.

54. Existența unei informații privilegiate trebuie în mod necesar să fie apreciată dintr-o perspectivă *ex ante*, întrucât caracteristica esențială a informației privilegiate este tocmai faptul că aceasta nu este publică. În consecință, o creștere *a posteriori* a cursului poate fi *a priori* doar indirect relevantă pentru problema dacă o informație are un caracter precis în sensul articolului 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124, iar aceasta în cadrul ulterior al probei.

55. În acest sens, considerentul (2) al Directivei 2003/124 prevede că o creștere *a posteriori* a cursului poate fi utilizată pentru a verifica relevanța pentru curs (*ex ante*) (fără a putea fi totuși folosită pentru urmărirea unei persoane care ar fi putut ajunge la niște concluzii raționale datorită informațiilor de care dispunea *ex ante*). Astfel, este natural ca o informație să fi fost

²⁶ A se vedea de asemenea în această privință Hotărârea din 22 noiembrie 2005, Grøngaard și Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punctele 37 și 38). A se vedea în acest sens de asemenea CESR, *Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market*, CESR/06-562b, punctul 1.8.

²⁷ A se vedea, pentru o evaluare empirică a rolului acestor factori, Ahern/Sosyura, „Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media”, în *The Review of Financial Studies*, vol. 28, nr. 7 (2015), p. 2050 și următoarele.

²⁸ A se vedea, de exemplu, legea presei din fiecare land federal german care impune, întotdeauna, o obligație de a relata adevărul. Obligația de relatare veridică și precisă este de asemenea o condiție pentru ca jurnaliștii să fie considerați demni de protecție în cadrul articolului 10 din CEDO, a se vedea în special Curtea Europeană a Drepturilor Omului, Hotărârea Axel Springer AG împotriva Germaniei din 7 februarie 2012 (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

²⁹ A se vedea de asemenea Ahern/Sosyura (nota de subsol 27).

efectiv relevantă pentru curs din moment ce, după publicarea ei, a avut loc o creștere a cursului³⁰. Instanța de trimitere ridică problema dacă acest raționament poate fi transpus în privința specificității.

56. În orice caz, această întrebare ar trebui să primească un răspuns afirmativ în cazul în care specificitatea unei informații privilegiate ar fi o condiție obligatorie a relevanței acesteia pentru curs. În acest caz, ar fi posibil ca, din creșterea *a posteriori* a cursului, să se deducă de asemenea că informația publicată era specifică. Există, se pare, argumente serioase în favoarea acestei legături: astfel, potrivit definiției prevăzute la articolul 1 alineatul (2) din Directiva 2003/124, o informație este relevantă pentru curs atunci când un investitor rațional, cu alte cuvinte, un investitor informat, ar acționa pe baza acestei informații. Aceasta presupune, cel puțin la prima vedere, ca obiectul acestei informații să fi făcut posibilă evaluarea sa ca relevantă pentru această decizie de investiție. Or, aceasta înseamnă tocmai că era suficient de specifică pentru a permite o concluzie în legătură cu efectul posibil asupra cursurilor instrumentelor financiare.

57. În schimb, instanța de trimitere și reclamantul din procedura principală par să considere că pot exista informații relevante pentru curs, dar care sunt nespecifice. Or, dacă această apreciere ar fi exactă, în lipsa primei condiții prevăzute la articolul 1 punctul 1 din MAD, o astfel de informație nu ar fi privilegiată. În consecință, această teză ar determina ca anumite informații relevante pentru curs care, ca urmare a acestei relevanțe pentru curs, conferă deținătorului lor un avantaj special, să fie excluse de sub incidența interdicției utilizărilor abuzive ale informațiilor confidențiale. Prin urmare, acest avantaj ar urma să fie exploatat fără sancțiuni, ceea ce ar fi de natură să submineze încrederea investitorilor în echilibrul informațiilor³¹. Nu există niciun motiv obiectiv care să justifice acest lucru³².

58. Cu toate acestea, pentru a răspunde la prima întrebare preliminară litera c), nu este necesar să se stabilească în mod definitiv dacă pot exista informații nespecifice care sunt relevante pentru curs. Astfel, chiar presupunând că aceasta ar fi situația, nu este mai puțin adevărat că, în general, un investitor rațional își întemeiază deciziile de investiție pe informații care au un anumit grad de concretizare. Cu alte cuvinte, o informație relevantă pentru curs va fi de asemenea specifică, cel puțin în majoritatea cazurilor. Această împrejurare este suficientă, în opinia noastră, pentru a extinde la specificitate ideea conținută în considerentul (2) al Directivei 2003/124, potrivit căreia o creștere *a posteriori* a cursurilor cel mult *indică* relevanța informației pentru curs. Astfel, acest efect de probă sau de verificare nu dispensează, în orice caz, de obligația de a stabili efectiv situația de fapt concretă și de a examina, în contextul sancțiunilor, dacă caracterul de informație confidențială rezulta deja din împrejurările *ex ante* ale speței.

3. Concluzie intermediară

59. Prin urmare, trebuie să se răspundă la prima întrebare preliminară după cum urmează: informația cu privire la viitoarea publicare a unui articol de presă având ca obiect un zvon de piață referitor la o preluare a unei întreprinderi, provenită de la autorul acestui articol,

³⁰ În această privință, trebuie amintit că criteriul examinării relevanței pentru curs este investitorul rațional (a se vedea punctul 41 din prezentele concluzii); cu alte cuvinte, o creștere a cursului poate apărea de asemenea în cazul unei informații care nu este relevantă pentru curs în sensul articolului 1 alineatul (2) din Directiva 2003/124, în special atunci când aceasta rezultă dintr-o reacție imprevizibilă a pieței.

³¹ A se vedea Hotărârea din 23 decembrie 2009, Spector Photo Group și Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punctul 52).

³² În Hotărârea din 28 iunie 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punctul 48), Curtea a avut în vedere, în această privință, siguranța juridică a emitentului care nu ar trebui să joace totuși un rol în cazul zvonurilor care îl privesc, întrucât un emitent nu este, în orice caz, obligat să publice zvonuri care îl privesc.

îndeplinește cerința de precizie prevăzută la articolul 1 punctul 1 din MAD coroborat cu articolul 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124, atunci când obiectul acestui articol, astfel cum a fost publicat, este suficient de specific pentru a deduce din el o concluzie cu privire la efectul posibil asupra cursului unuia sau mai multor instrumente financiare. Aceasta este situația atunci când publicarea articolului evidențiază elemente care permit să se aprecieze fiabilitatea informațiilor pe care le conține și să se deducă din acestea implicații economice pentru un emitent. Pot fi relevante notorietatea și reputația jurnalistului care a semnat articolul, prestigiul organismului de presă care îl publică și împrejurarea că articolul menționează un anumit preț pentru oferta de preluare în cauză. O eventuală creștere a cursului după publicarea informației respective poate fi utilizată, în sensul considerentului (2) al Directivei 2003/124, pentru verificarea ipotezei potrivit căreia informația *ex ante* era specifică în sensul articolului 1 alineatul (1) a doua ipoteză din această directivă.

B. Cu privire la a doua-a patra întrebare preliminară

60. În ipoteza în care instanța de trimitere ar concluziona, în temeiul criteriilor menționate anterior, că informația referitoare la publicarea viitoare a articolelor în litigiu trebuie considerată informație confidențială, următoarea problemă care se ridică este dacă divulgarea sa, și anume comunicarea către persoanele în cauză, era de asemenea ilicită și, prin urmare, pasibilă de sancțiune.

61. Articolul 3 litera a) din MAD, dispoziția în vigoare la data faptelor în litigiu, nu se opune oricărei divulgări de informații confidențiale. Dimpotrivă, comunicarea acestora este interzisă numai în măsura în care nu are loc „în cadrul normal al exercitării muncii, profesiei sau funcțiilor”. Această dispoziție se întemeiază pe ideea că o interdicție categorică de divulgare ar conduce la o paralizie a altor procese importante. Astfel, în practică, este de neconceput ca activitatea întreprinderii să fie posibilă fără prelucrarea și transmiterea de informații confidențiale în cadrul unui cerc restrâns de persoane din interiorul întreprinderii (de exemplu, către departamentele competente) sau chiar către exterior (de exemplu, către avocați și auditori financiari).

62. Curtea a precizat însă că această excepție de la interdicția divulgării trebuie să fie interpretată în mod restrictiv și se aplică numai în cazul în care transmiterea este indispensabilă în scopuri profesionale și respectă principiul proporționalității³³.

63. O dispoziție redactată în termeni aproape identici cu articolul 3 litera (a) din MAD figurează astăzi la articolul 10 alineatul (1) din MAR [coroborat cu articolul 14 litera (c) din MAR]. În plus, sub incidența cadrului juridic actual, articolul 21 din MAR prevede că, în sensul aplicării articolului 10 din MAR menționat, în cazul în care informațiile sunt divulgate sau difuzate în scopuri jurnalistice, aceste divulgări sau difuzări de informații sunt evaluate ținând cont de normele care reglementează libertatea presei și libertatea de exprimare în alte mijloace de comunicare în masă și de normele sau de codurile care reglementează profesia de jurnalist.

64. Or, prin intermediul întrebărilor preliminare a doua, a treia și a patra, Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) ridică problema modului în care trebuie apreciată comunicarea referitoare la publicarea viitoare a articolelor în lumina dispozițiilor din MAR menționate, cu alte cuvinte, dacă sunt îndeplinite condițiile unei excepții de la interdicția divulgării.

³³ Hotărârea din 22 noiembrie 2005, Grøngaard și Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punctul 34).

65. În consecință, trebuie să se determine care este regimul juridic prevăzut de MAR pentru gestionarea informațiilor confidențiale în contextul jurnalistic. În aceste condiții, trebuie, în definitiv, să se stabilească modul în care libertatea presei și libertatea de opinie pot fi puse în balanță în mod adecvat, în mass-media, cu protecția integrității pieței, care este subliniată în special de Curte prin tendința unei abordări stricte a interdicției de divulgare în contextul exercitării profesiei. Prin urmare, este necesar să se răspundă împreună la a doua, a treia și a patra întrebare preliminară (secțiunea 2).

66. Cu toate acestea, este necesară, mai întâi, pronunțarea cu privire la admisibilitatea întrebărilor preliminare, întrucât – astfel cum însăși instanța de trimitere a constatat – la momentul faptelor care fac obiectul procedurii principale, MAR nu intrase încă în vigoare, fiind aplicabile încă dispozițiile MAD (secțiunea 1).

1. Cu privire la aplicabilitatea MAR în procedura principală (admisibilitatea întrebărilor preliminare a doua-a patra)

67. Instanța de trimitere consideră că, în raport cu articolul 3 litera (a) din MAD, aplicabil *ratione temporis*, articolul 21 din MAR constituie o dispoziție mai favorabilă jurnaliștilor care, în prezentul context al unei sancțiuni în temeiul principiului *lex mitior*³⁴, trebuie să fie aplicat și actelor încheiate înainte de intrarea sa în vigoare. În consecință, întrebările referitoare la articolul 21 din MAR ar fi determinante pentru soluționarea litigiului.

68. Nu se poate stabili cu ușurință dacă articolul 21 din MAR conține efectiv o reglementare mai favorabilă, dat fiind că, deja sub incidența articolului 3 litera (a) din MAD, trebuia, la interpretarea și aplicarea acestuia, să se țină seama de drepturile fundamentale, în special de articolul 11 din cartă și de articolul 10 din CEDO³⁵. Dimpotrivă, această apreciere depinde, în definitiv, de modul concret în care trebuie să fie interpretat articolul 21 din MAR. Or, întrucât acest aspect constituie tocmai obiectul întrebărilor preliminare, este conform cu cerințele unei bune administrări a justiției ca acesta să fie examinat pe fond³⁶.

69. Situația este aceeași în ceea ce privește articolul 10 alineatul (1) din MAR, a cărui interpretare este solicitată în mod expres prin intermediul celei de a treia și al celei de a patra întrebări preliminare. Desigur, articolul 3 litera (a) din MAD conține, în această privință, o dispoziție comparabilă – în orice caz, potrivit modului de redactare – astfel încât o aplicare în speță a principiului *lex mitior* pare, la prima vedere, exclusă. Cu toate acestea, articolul 21 din MAR se referă în mod explicit la articolul 10 menționat, aceste dispoziții făcând parte dintr-un ansamblu uniform de reguli. Prin urmare, pentru a se asigura o interpretare adecvată, este necesar să se examineze cele două dispoziții în raportul lor reciproc.

70. Rezultă că o examinare pe fond a întrebărilor preliminare a doua-a patra este admisibilă.

³⁴ A se vedea articolul 49 alineatul (1) a treia teză din cartă. Potrivit instanței de trimitere, încălcarea interdicției de divulgare are un caracter penal în dreptul francez. Pe de altă parte, Curtea a statuat deja că sancțiunile administrative prevăzute de dreptul privind abuzul de piață pot avea de asemenea o natură penală și pot justifica astfel, printre altele, aplicarea articolului 48 din cartă (a se vedea Hotărârea din 2 februarie 2021, Consob, C-481/19, EU:C:2021:84, punctele 42 și 43).

³⁵ A se vedea de asemenea considerentul (44) din MAD.

³⁶ A se vedea în acest sens Hotărârea din 26 februarie 2002, Consiliul/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, punctul 52), și Hotărârea din 5 noiembrie 2019, BCE și alții/Trasta, Komerčbanka și alții (C-663/17 P, C-665/17 P și C-669/17 P, EU:C:2019:923, punctul 46).

2. Cu privire la excepțiile de la interdicția divulgării de informații confidențiale pentru activitatea de jurnalist

71. A doua-a patra întrebare preliminară privesc, pe de o parte, aplicabilitatea articolului 21 din MAR în procedura principală. Instanța de trimitere solicită să se stabilească dacă comunicarea referitoare la publicarea viitoare a unui articol poate fi considerată o divulgare a unei informații confidențiale „în scopuri jurnalistice”. Pe de altă parte, aceasta ridică problema raportului dintre articolul 21 și articolul 10 alineatul (1) din MAR.

72. Această întrebare se întemeiază pe faptul că reclamantul din procedura principală consideră că articolul 21 din MAR constituie un regim special exhaustiv cu privire la activitatea jurnalistică. Prin urmare, acesta nu ar fi supus cerințelor generale referitoare la autorizarea divulgării unei informații privilegiate în context profesional prevăzute la articolul 10 din MAR. În consecință, nu ar fi necesar să se examineze nici cerința impusă de Curte cu privire la caracterul indispensabil și proporțional al transmiterii informației privilegiate³⁷ în cadrul activităților jurnalistice.

a) Cu privire la noțiunea de divulgare a unei informații privilegiate „în scopuri jurnalistice”

1) Cu privire la interpretarea noțiunii

73. În acest context, în special AMF și guvernul francez au susținut, în prezenta procedură, o interpretare deosebit de restrictivă a noțiunii de „scopuri jurnalistice”. Potrivit acestei interpretări, această noțiune nu vizează decât publicarea ca atare a unei informații și actele direct legate de aceasta. Comunicarea referitoare la viitoarea publicare a unui articol nu ar intra, așadar, sub incidența acestei noțiuni, întrucât ea însăși ar fi transmisă doar unui număr mic de persoane și, prin urmare, nu este nici publicată, nici nu servește în mod direct publicării articolului în cauză.

74. Totuși, având în vedere sensul și obiectivul articolului 21 din MAR, o astfel de interpretare a noțiunii de „scopuri jurnalistice” se dovedește dificil de susținut. Astfel, dacă s-ar duce acest raționament până la capăt, aceasta ar scoate, de la bun început, din domeniul de protecție al libertății presei și al libertății de opinie, în contextul dreptului privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale, o parte substanțială a activității jurnalistice anterioară publicării propriu-zise, și anume activitatea de cercetare. Or, în mass-media, domeniul de aplicare al articolului 21 din MAR trebuie să coincidă cu domeniul de protecție al libertății presei și al libertății de opinie³⁸. Acest lucru corespunde obiectivului urmărit de regulament, astfel cum se arată în considerentul (77) al MAR. Potrivit acestuia, orice referire la aceste drepturi fundamentale în textul regulamentului urmărește să asigure că ele sunt luate în considerare, astfel cum sunt recunoscute de cartă și de Convenția europeană pentru apărarea drepturilor omului și a libertăților fundamentale.

75. Acest lucru este valabil cu atât mai mult cu cât, în caz contrar, articolului 21 din MAR nu i-ar rămâne decât un domeniu de aplicare relativ redus. Astfel, în orice caz, în măsura în care publicarea unei informații are loc într-un organ de presă larg difuzat, acest lucru este permis

³⁷ A se vedea în această privință punctul 62 din prezentele concluzii.

³⁸ În schimb, dacă drepturile fundamentale menționate ar trebui să fie luate în considerare în cazul unei interpretări restrictive, în orice caz, în cadrul examinării exercitării normale a profesiei de jurnalist în sensul articolului 10 alineatul (1) din MAR, articolul 21 din MAR sau interpretarea restrictivă a acestuia ar fi, la rândul lor, lipsite de orice relevanță practică.

independent de aplicarea articolului 21 din MAR. Printr-o asemenea publicare este eliminată condiția referitoare la caracterul nepublic al unei informații și, prin urmare, la caracterul său de informație privilegiată³⁹.

76. Curtea Europeană a Drepturilor Omului (denumită în continuare „Curtea EDO”) subliniază, în ceea ce privește articolul 10 din Convenția europeană pentru apărarea drepturilor omului și a libertăților fundamentale [denumită în continuare „CEDO”]⁴⁰, funcția jurnalismului de a divulga informații și idei asupra tuturor cauzelor de interes public⁴¹. Cu toate acestea, nu se poate deduce de aici că, din punct de vedere material, numai publicarea propriu-zisă de informații și activitățile strâns legate de aceasta sunt protejate de libertatea presei. Dimpotrivă, CEDO include în mod expres în domeniul protecției activități care – precum activitățile de cercetare și investigațiile – au doar un caracter pregătitor pentru o divulgare sau o publicare ulterioară. Acestor activități le este chiar atribuită o nevoie de protecție specială⁴². În aceste condiții, verificarea unei situații de fapt la o sursă⁴³ anterior publicării ei, astfel cum este evocată în a doua întrebare preliminară litera b), intră în mod neechivoc în domeniul de aplicare al libertății presei și al libertății de exprimare în mass-media și, prin urmare, în domeniul de aplicare al articolului 21 din MAR. Acest lucru este de asemenea valabil în cazul în care reclamantul din procedura principală ar fi arătat, în cadrul unei astfel de verificări, că se afla imediat înainte de publicarea unui articol referitor la această situație de fapt.

77. Or, potrivit expunerii AMF, discuțiile dintre reclamantul din procedura principală și cumpărătorii ulteriori nu urmăreau verificarea unei informații, ci se limitau la simpla comunicare a viitoarei publicări a unui articol privind zvonul în cauză.

78. Totuși, și un astfel de act poate intra în domeniul de aplicare al libertății presei. În această privință, CEDO nu impune ca actul în cauză să aducă în mod direct beneficii unei anumite publicații. Astfel, în cazul unui jurnalist care raportează în mod constant despre incidente infracționale, solicitarea de informații confidențiale de la un lucrător al Parchetului, cu scopul general de a rămâne informat cu privire la urmărirea penală, fără a lucra la o anumită publicare sau cercetare, a fost considerat *a priori* ca fiind acoperit de domeniul de protecție al libertății presei⁴⁴.

³⁹ A se vedea în acest sens Hotărârea din 10 mai 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punctul 39), potrivit căreia, în lipsa unei inegalități a informațiilor între cocontractanții unui grup, tranzacțiile efectuate între aceștia nu constituie o exploatare în cunoștință de cauză a unei informații privilegiate. Situația poate fi diferită atunci când informația este publicată într-un produs de presă cu o difuzare foarte limitată.

⁴⁰ Garanțiile prevăzute la articolul 10 din CEDO corespund, în sensul articolului 52 alineatul (3) din cartă, în ceea ce privește libertatea de exprimare și libertatea presei, cu cele prevăzute la articolul 11 din cartă – a se vedea Explicațiile cu privire la cartă (JO 2007, C 303, p. 21, 33), precum și Hotărârea din 4 mai 2016, Philip Morris Brands și alții (C-547/14, EU:C:2016:325, punctul 147), și Hotărârea din 14 februarie 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, punctul 65). În orientarea în funcție de garanțiile drepturilor corespunzătoare din Convenția EDO, potrivit Explicațiilor cu privire la articolul 52 alineatul (3) din cartă (JO 2007, C 303, p. 33), trebuie să se țină seama nu numai de modul de redactare al acestora, ci și de jurisprudența CEDO – a se vedea Hotărârea din 30 iunie 2016, Toma și Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, punctul 41).

⁴¹ A se vedea Curtea EDO, Hotărârea din 7 februarie 2012, Axel Springer împotriva Germaniei (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79), Hotărârea din 8 noiembrie 2016, Magyar Helsinki Bizottság împotriva Ungariei (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168), precum și Hotărârea din 16 decembrie 2008, Satakunnan Markkinapörssi și Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, punctul 61).

⁴² Curtea EDO, Hotărârea din 25 aprilie 2006, Dammann împotriva Elveției (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

⁴³ În ceea ce privește protecția surselor, a se vedea Hotărârea din 27 martie 1996, Goodwin împotriva Regatului Unit (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), și Hotărârea din 5 octombrie 2017, Becker împotriva Norvegiei (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

⁴⁴ Curtea EDO, Hotărârea din 25 aprilie 2006, Dammann împotriva Elveției (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

79. Prin urmare, pentru a intra în domeniul de protecție al libertății presei și, așadar, pentru ca articolul 21 din MAR să fie aplicabil, este determinant numai aspectul dacă un act sau o activitate au fost efectuate în calitate de jurnalist, iar nu în calitate privată⁴⁵. În acest scop, este necesar ca, atât din punct vedere obiectiv, cât și ca intenție, acel act sau cea activitate să fie legată de activitatea jurnalistică a persoanei în cauză. O astfel de activitate jurnalistică trebuie să aibă, în general, ca obiectiv transmiterea de informații publicului. Actul în discuție însuși nu trebuie totuși să constea într-o informare a publicului.

80. În consecință, comunicarea privind viitoarea publicare a articolului ar trebui considerată o divulgare în „scopuri jurnalistică” în sensul articolului 21 din MAR și, în acest caz, instanța de trimitere ar concluziona că activitatea de cercetare a unui jurnalist financiar este, în practică, caracterizată de contacte cu analiști financiari, în cadrul cărora sunt schimbate de asemenea informații privind viitoare articole și publicarea acestora.

81. O altă apreciere s-ar impune, însă, în cazul în care contactele în discuție nu ar fi avut loc în cadrul obținerii de informații pentru articole (viitoare), ci, independent de aceasta, ar fi avut ca obiectiv să creeze și să exploateze un avantaj de informare. Revine instanței de trimitere sarcina de a efectua constatările de fapt necesare acestei aprecieri⁴⁶.

82. O problemă distinctă de cea a aplicabilității articolului 21 din MAR este, la rândul său, aceea dacă o astfel de practică jurnalistică reprezintă, în definitiv, o divulgare autorizată de informații privilegiate. Astfel, contrar celor susținute de reclamantul din procedura principală, împrejurarea că condițiile de aplicare a articolului 21 din MAR sunt îndeplinite nu determină totuși o excepție de la interdicția divulgării. Acest aspect face obiectul celei de a treia întrebări preliminare.

83. În această privință, din însuși modul de redactare a articolului 21 din MAR reiese că, „[î]n sensul aplicării articolului 10, [...] aceste divulgări [...] sunt evaluate ținând cont de normele care reglementează libertatea presei și libertatea de exprimare în alte mijloace de comunicare în masă și de normele sau codurile care reglementează profesia de jurnalist”. Astfel, această dispoziție pare să considere că, inclusiv atunci când informații privilegiate sunt divulgate în scopuri jurnalistică, articolul 10 alineatul (1) din MAR rămâne dispoziția relevantă pentru aprecierea legalității acestei divulgări. Numai în cadrul acesteia poate avea loc o luare în considerare a drepturilor fundamentale în cauză, precum și a normelor sau a codurilor profesionale. Așadar, articolul 21 din MAR nu prevede un efect juridic autonom și nu poate, numai pentru acest motiv, să constituie o excepție autonomă de la interdicția divulgării.

84. Rezultă că legalitatea sau nelegalitatea divulgării în scopuri jurnalistică este, într-o a doua etapă, supusă aprecierii aspectului dacă aceasta a fost efectuată în cadrul exercitării normale a profesiei de jurnalist în sensul articolului 10 alineatul (1) din MAR⁴⁷. Acest lucru justifică, la rândul său, să se echivaleze, în mass-media, domeniul de aplicare al articolului 21 din MAR cu domeniul de protecție a libertății presei și al libertății de opinie și, în consecință, să se admită o divulgare de informații privilegiate „în scopuri jurnalistică” în toate situațiile în care este efectuată în calitate jurnalistică⁴⁸.

⁴⁵ Cu titlu de „Consecință a actelor efectuate în calitate de jurnalist”, a se vedea Curtea EDO, Hotărârea din 20 octombrie 2015, Pentikäinen împotriva Finlandei (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), și Hotărârea din 5 ianuarie 2016, Erdtmann împotriva Germaniei (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

⁴⁶ A se vedea în această privință punctul 85 și următoarele din prezentele concluzii.

⁴⁷ Cu privire la acest aspect, a se vedea, în cele ce urmează, punctul 89 și următoarele din prezentele concluzii.

⁴⁸ A se vedea în această privință punctul 79 din prezentele concluzii.

2) Cu privire la dovada existenței unor scopuri jurnalistice într-un caz concret

85. Reiese deja din considerațiile care precedă⁴⁹ că examinarea și dovada (in)existenței unor scopuri jurnalistice pot, în fapt, ridica dificultăți.

86. Dovada unei încălcări a interdicției divulgării revine, potrivit normelor generale, autorităților statale competente; prin urmare, acestea trebuie să demonstreze de asemenea că divulgarea nu a fost efectuată în scopuri jurnalistice. În acest scop, ele trebuie să stabilească împrejurările obiective ale infracțiunii, pe baza cărora o instanță sesizată cu cauza trebuie să stabilească dacă din acestea decurge o legătură cu activitatea jurnalistică a persoanei în cauză sau, cel puțin, dacă pot fi identificate indicii concrete ale unei astfel de activități.

87. În această privință, este evident că o instanță va putea admite mai ușor existența unor scopuri jurnalistice atunci când jurnalistul în cauză furnizează explicații cu privire la modul în care actul reproșat se înscrie în activitatea sa jurnalistică. Totuși, aceasta nu trebuie să determine ca sarcina probei existenței unor scopuri jurnalistice să fie impusă persoanei în cauză. Dimpotrivă, orice persoană în cauză beneficiază, inclusiv în cadrul unei proceduri de sancționare administrativă, de un drept la tăcere⁵⁰ a cărui exercitare nu trebuie să i se aducă atingere. De asemenea, prezumția de nevinovăție [articolul 4 alineatul (1) din cartă] se aplică și în domeniul urmăririi delictelor de abuz de informații privilegiate⁵¹. Prin urmare, nu se poate impune unui jurnalist să demonstreze ceva cu privire la divulgarea informației în cauză. În sfârșit, aceasta răspunde necesităților de protecție a sursei jurnalistice.

88. În consecință, atunci când există îndoieli, în ceea ce privește jurnaliștii profesioniști, o divulgare „în scopuri jurnalistice” în sensul articolului 21 din MAR va putea fi exclusă numai în cazul în care împrejurările obiective ale încălcării nu au nicio legătură intrinsecă cu activitatea lor profesională. Alternativ, ar trebui să se stabilească – prin aplicarea metodelor prevăzute în această privință de dreptul național – că divulgarea s-a efectuat în mod subiectiv în alte scopuri decât profesionale, respectiv în scopuri personale.

b) Cu privire la examinarea „exercitării normale a [...] profesiei” jurnaliștilor în sensul dispozițiilor coroborate ale articolului 21 și ale articolului 10 alineatul (1) din MAR

89. Potrivit articolului 10 alineatul (1) din MAR, divulgarea unei informații privilegiate nu este nelegală atunci când intervine „în exercitarea normală a [...] profesiei”. În această privință, se ridică problema dacă domeniul de aplicare al articolului 21 din MAR acoperă doar o divulgare care este indispensabilă exercitării profesiei de jurnalist în sensul Hotărârii Grøngaard și Bang și care respectă principiul proporționalității⁵².

90. Jurisprudența Grøngaard și Bang referitoare inițial la articolul 3 litera (a) din Directiva 89/592⁵³ poate fi transpusă cu ușurință la articolul 10 alineatul (1) din MAR. Astfel, dispozițiile sunt redactate într-un mod aproape identic, iar considerațiile care au determinat Curtea să efectueze această interpretare a criteriului „exercitării normale a profesiei” rămân pertinente. În

⁴⁹ A se vedea în special punctul 80 din prezentele concluzii.

⁵⁰ A se vedea Hotărârea din 2 februarie 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punctul 42).

⁵¹ A se vedea considerentul (11) al Directivei 2014/57/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 16 aprilie 2014 privind sancțiunile penale pentru abuzul de piață (Directiva privind abuzul de piață).

⁵² În această privință, a se vedea anterior punctul 62 din prezentele concluzii.

⁵³ Directiva 89/592/CEE a Consiliului din 13 noiembrie 1989 de coordonare a reglementărilor referitoare la utilizările abuzive ale informațiilor privilegiate (JO 1989, L 334, p. 30).

special, divulgarea de informații privilegiate continuă să fie interpretată drept un risc grav pentru funcționarea piețelor de capital și pentru încrederea investitorilor în acestea⁵⁴, ceea ce implică faptul că excepțiile de la interdicția divulgării trebuie să rămână limitate. Importanța acordată de legiuitor protecției integrității pieței este chiar consolidată de faptul că, prin MAR, acest ansamblu de norme a luat forma unui regulament⁵⁵.

91. Cu toate acestea, instanța de trimitere ridică problema dacă această jurisprudență este valabilă și în cadrul articolului 21 din MAR [coroborat cu articolul 10 alineatul (1) din MAR]. Astfel, întrucât funcția primordială a presei este tocmai de a difuza idei și informații cu privire la subiecte de interes public⁵⁶, exercitarea profesiei de jurnalist este în mod special limitată printr-o aplicare strictă a interdicției de divulgare.

92. Cu toate acestea – contrar a ceea ce pare să considere instanța de trimitere în cadrul celei de a patra întrebări preliminare – nu rezultă că, în context jurnalistic, cerințele stricte stabilite de Curte în privința unei excepții de la interdicția divulgării nu sunt *a priori* aplicabile. Dimpotrivă, articolul 21 din MAR demonstrează numai că această jurisprudență trebuie aplicată într-un mod care nu determină nicio încălcare a libertății presei și a libertății de opinie în mass-media.

93. În această privință, trebuie să se opereze o distincție, în domeniul jurnalismului financiar, în funcție de aspectul dacă activitatea jurnalistică se desfășoară exclusiv în cadrul intereselor publicului investitor sau abordează, în plus, subiecte de interes general, politice sau sociale. Astfel, potrivit jurisprudenței CEDO, în cadrul dezbaterilor relevante pe plan social sau politic, există o posibilitate redusă de a restrânge libertatea presei⁵⁷, în timp ce nu este necesar să se acorde aceeași importanță comunicărilor de interes public limitat⁵⁸.

94. Potrivit acestor criterii, în ceea ce privește descoperirea practicilor abuzive ale întreprinderilor, care este însoțită adesea de o dezbatere publică referitoare la reglementarea economică sau la eventuale omisiuni ale autorităților publice, există o nevoie urgentă de clarificare și, prin urmare, un interes public sporit⁵⁹. Acest lucru este valabil cu atât mai mult cu cât întreprinderile sunt mai degrabă înclinate să nu divulge informații negative în privința lor, chiar dacă acest lucru poate eventual să încalce obligația de publicitate ad-hoc care decurge din

⁵⁴ Potrivit raționamentului urmat în Hotărârea din 22 noiembrie 2005, *Grøngaard și Bang* (C-384/02, EU:C:2005:708, punctul 33). A se vedea în această privință al doilea și al cincilea considerent ale Directivei 89/592, pe de o parte, și considerentele (1), (2) și (23) ale MAR, pe de altă parte.

⁵⁵ A se vedea în acest sens de asemenea considerentul (4) al MAR. În plus, acest lucru este confirmat de faptul că Directiva 2014/57/UE a Parlamentului European și a Consiliului din 16 aprilie 2014 privind sancțiunile penale aplicabile manipulărilor pieței (Directiva privind abuzul de piață) (JO 2014, L 173, p. 179) și, în special, articolul 4 din aceasta impune sancțiuni penale în anumite cazuri de utilizare abuzivă a informațiilor privilegiate în legislația statului membru.

⁵⁶ A se vedea de asemenea în acest sens punctul 76 și nota de subsol 41 din prezentele concluzii.

⁵⁷ Curtea EDO, Hotărârea din 7 iunie 2007, *Dupuis și alții împotriva Franței* (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40), Hotărârea din 10 decembrie 2007, *Stoll împotriva Elveției* (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 117 și următoarele), și Hotărârea din 29 martie 2016, *Bédat împotriva Elveției* (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

⁵⁸ A se vedea în acest sens Curtea EDO, Hotărârea din 23 iunie 2016, *Brambilla împotriva Italiei*, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

⁵⁹ Un exemplu elocvent îl constituie articolul „Is Enron Overpriced?” de Bethany McLean ([publicat în revista] *Fortune* din 5 martie 2001), care a condus la descoperirea unuia dintre cele mai mari scandaluri legate de întreprinderi din SUA. Un alt exemplu este cel al cercetărilor efectuate de Renate Daum care a descoperit, în Germania, scandalul bilanțului în cazul ComRoad („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen”, 2003). De asemenea, încă din anul 2015, jurnaliștii de la *Financial Times* au exprimat îndoieli cu privire la integritatea raportării financiare efectuate de Wirecard AG (Dan McCrum, „The House of Wirecard”, în *Financial Times* din 27 aprilie 2015).

articolul 17 alineatul (1) din MAR. Presa joacă astfel un rol de „gardian al vieții publice”⁶⁰. Or, pentru a putea exercita efectiv această funcție, trebuie să i se permită de asemenea, într-un cadru în general mai generos, să prelucreze și, dacă este necesar, să divulge informații privilegiate.

95. În schimb, în cazul declarațiilor care interesează exclusiv cercul investitorilor, restricțiile privind dezvăluirea de informații privilegiate pot fi mai degrabă justificate. Aceste declarații nu fac decât să răspundă interesului general de informare a pieței, care, desigur, trebuie considerat un interes public autonom în raport cu obiectivele de eficiență informațională și de transparență din dreptul privind piețele de capital⁶¹. Totuși, acest interes este deja urmărit de mecanismele de publicitate prevăzute de dreptul privind piețele de capital⁶². În cazul cumpărărilor de întreprinderi, precum în speță, pe lângă publicitatea ad-hoc deja menționată, este prevăzută de asemenea, în temeiul Directivei 2004/25⁶³, o publicare a ofertei publice de cumpărare de către ofertant.

96. În ceea ce privește aplicarea articolului 21 coroborat cu articolul 10 alineatul (1) din MAR și examinarea criteriului caracterului indispensabil al divulgării, aceasta înseamnă: conform jurisprudenței CEDO, chiar și în prezența unui interes public major în ceea ce privește divulgarea, este necesar, în orice caz, să se verifice dacă existau în mod vădit căi alternative pentru atingerea obiectivelor jurnalistice⁶⁴.

97. În plus, într-un caz precum cel din speță, este de asemenea posibil să se examineze, utilizând un criteriu de examinare mai strict, dacă informația a fost deja verificată suficient, aspect care este, în principiu, supus aprecierii jurnaliștilor. În orice caz, este posibil să se examineze dacă verificarea ar fi fost posibilă și în lipsa menționării viitoarei publicări a articolului. În ipoteza în care instanța de trimitere ar constata că comunicarea referitoare la publicarea articolului nu a fost efectuată în contextul verificării⁶⁵, ar trebui să se examineze dacă, pe de altă parte, divulgarea era efectiv necesară pentru îndeplinirea misiunilor de jurnalism, în special dacă numai astfel putea fi asigurat fluxul de informații pentru articole viitoare.

98. În aceste condiții, nu pare exclus, în speță, ca instanța de trimitere să concluzioneze că comunicarea referitoare la viitoarea publicare nu era indispensabilă.

⁶⁰ A se vedea în acest sens cel mai recent Hotărârea pronunțată de Curtea EDO la 20 mai 2021, Amaghlobeli și alții împotriva Georgiei (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

⁶¹ A se vedea în această privință punctul 1 din prezentele concluzii.

⁶² Cu toate acestea, chiar și în acest domeniu, presa poate dobândi o funcție mai importantă atunci când aceste mecanisme riscă să eșueze în privința anumitor informații, a se vedea deja în această privință punctul 94 din prezentele concluzii.

⁶³ A se vedea, prin analogie, articolul 6 din Directiva 2004/25/CE a Parlamentului European și a Consiliului din 21 aprilie 2004 privind ofertele publice de cumpărare (JO 2004, L 142, p. 12, Ediție specială, 17/vol. 2, p. 44).

⁶⁴ Astfel, Curtea Europeană a Drepturilor Omului verifică, de exemplu, dacă informațiile solicitate ar fi putut fi obținute de asemenea pe cale legală, a se vedea, de exemplu, Hotărârea din 20 mai 2021, Amaghlobeli și alții împotriva Georgiei (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39), și Hotărârea din 25 aprilie 2006, Dammann împotriva Elveției (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 și 56). A se vedea de asemenea Hotărârea din 20 octombrie 2015, Pentikäinen împotriva Finlandei (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), în cadrul căreia Curtea EDO a examinat dacă recurentul ar fi putut la fel de bine să își continue investigația jurnalistică dacă ar fi dat curs ordinului poliției.

⁶⁵ A se vedea, cu privire la diferitele ipoteze de fapt, punctele 76 și 80 din prezentele concluzii.

99. În caz contrar, cu ocazia evaluării comparative a libertății presei și a integrității pieței, ar trebui să se țină seama, în cadrul controlului de proporționalitate propriu-zis, de faptul că divulgarea informațiilor confidențiale a dat naștere unor utilizări abuzive ale informațiilor confidențiale⁶⁶.

100. Astfel, aceasta determină, într-o primă etapă, prejudicii financiare reale. În măsura în care investitorii care au încredere în integritatea pieței nu cunosc informațiile în cauză, aceștia – în funcție de conținutul informației – își vând valorile mobiliare la o valoare subapreciată sau cumpără valori mobiliare la o valoare supraapreciată. Mai ales investitorii deosebit de atenți sunt prejudiciați, întrucât reacționează foarte rapid la variațiile de curs provocate de utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale și care nu pot fi explicate în alt mod. Pe termen mediu, există, în plus, riscul ca acești investitori să își piardă încrederea în piață, în ansamblu, și să o părăsească. În felul acesta, migrează tocmai acei investitori (atenți) care asigură pe piață o formare rapidă și corectă a cursului. În paralel și în consecință, există riscul ca publicul, în general, să își piardă încrederea în funcționarea piețelor⁶⁷, care, potrivit legiitorului, poate fi doar cu foarte mare dificultate restabilită⁶⁸.

101. Pe de altă parte, trebuie să se țină seama, în evaluarea comparativă, de faptul că, prin reglementarea respectivă sau prin aplicarea acesteia – în concret, prin interdicția divulgării –, presa nu trebuie să fie, în general, descurajată să investigheze sau să publice în legătură cu anumite teme⁶⁹. În această privință, un rol important îl are gravitatea sancțiunii aplicate⁷⁰.

102. Cu toate acestea, cerința de protecție a respectivului membru al presei depinde, în cazul concret, de aspectul dacă acesta a acționat în conformitate cu obligațiile sale și în mod responsabil⁷¹. Deosebit de relevantă în această privință, dacă nu chiar determinantă în ultimă instanță, este problema dacă comportamentul său a fost legal⁷². Prin urmare, într-un caz precum cel din speță, poate fi pertinent să se stabilească măsura în care un jurnalist – pe lângă propriul comportament pasibil de a fi pedepsit – participă (în mod deliberat) la o infracțiune săvârșită de o altă persoană, precum o utilizare abuzivă de informații confidențiale de către alte persoane.

⁶⁶ Cu privire la relevanța unei atingeri aduse dreptului unor terți sau unui interes juridic protejat, a se vedea Curtea EDO, Hotărârea din 1 iulie 2014, A. B. împotriva Elveției (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), care face trimitere la Hotărârea din 7 iunie 2007, Dupuis și alții împotriva Franței (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). A se vedea de asemenea Hotărârea din 10 decembrie 2007, Stoll împotriva Elveției (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

⁶⁷ A se vedea în această privință considerentul (2), precum și articolul 13 alineatul (2) litera (a) din MAR. A se vedea de asemenea punctul 1 din prezentele concluzii.

⁶⁸ A se vedea, de exemplu, Propunerea de directivă a Comisiei privind MAD din 19 noiembrie 2002, COM(2002) 625 final, JO 2003, C 71 E, p. 62.

⁶⁹ Curtea EDO, Hotărârea din 25 aprilie 2006, Dammann împotriva Elveției (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57), și Hotărârea din 10 decembrie 2007, Stoll împotriva Elveției (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

⁷⁰ Curtea EDO a considerat, de exemplu, că o amendă de 800 de franci elvețieni (CHF) este relativ scăzută – a se vedea Hotărârea Curții EDO din 10 decembrie 2007, Stoll împotriva Elveției (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

⁷¹ Cu privire la figura de stil „jurnalism responsabil”, a se vedea Curtea EDO – Hotărârea din 25 aprilie 2006, Dammann împotriva Elveției (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55), Hotărârea din 7 iunie 2007, Dupuis și alții împotriva Franței (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43), și Hotărârea din 20 octombrie 2015, Pentikäinen împotriva Finlandei (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

⁷² Curtea EDO, Hotărârea din 20 octombrie 2015, Pentikäinen împotriva Finlandei (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90), și Hotărârea din 5 ianuarie 2016, Erdtmann împotriva Germaniei (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

103. În ceea ce privește potențialul efect de descurajare⁷³ al reglementării privind utilizarea informațiilor confidențiale asupra jurnalismului financiar, reclamantul din procedura principală subliniază, desigur, că nu a încălcat nicio normă profesională care să interzică, în împrejurările speței, comunicarea viitoarei publicări a unui articol⁷⁴. Or, în această privință, revine, pe de o parte, instanței de trimitere sarcina de a verifica dacă din aceasta rezultă că comportamentul reclamantului a fost efectiv conform cu uzanțele jurnalistice. Pe de altă parte, chiar respectarea normelor profesionale jurnalistice nu permite, în prezentul context, să se concluzioneze *a priori* că divulgarea unei informații confidențiale era legală. Astfel, normele profesionale în vigoare în statele membre reglementează numai parțial conflictul dintre libertatea presei și reglementarea privind utilizarea abuzivă a informațiilor confidențiale⁷⁵, astfel încât, printr-o simplă orientare în funcție de normele care reglementează activitatea jurnalistică nu s-ar putea realiza concilierea dintre libertatea presei și integritatea pieței, urmărită de articolul 21 din MAR. În aceste condiții, garanțiile fundamentale ale libertății presei și ale libertății de opinie rămân criterii determinant, al cărui conținut nu poate, în orice caz, să fie definit în mod liber doar de legiuitor sau de organizațiile profesionale.

104. În cazul în care, potrivit acestei norme, ar trebui să se considere că un comportament pe care un jurnalist, orientându-se exclusiv pe baza normelor profesionale, îl putea considera admisibil constituie totuși o încălcare a interdicției de divulgare, este posibil să se țină seama de această împrejurare prin neaplicarea unei sancțiuni⁷⁶. Acesta permite de asemenea să se garanteze un cadru juridic sigur pentru activitatea jurnaliștilor în domeniul piețelor financiare⁷⁷.

c) Concluzie intermediară

105. Având în vedere ansamblul considerațiilor anterioare, trebuie să se răspundă la întrebările preliminare a doua-a patra în sensul că există o divulgare „în scopuri jurnalistice” în sensul articolului 21 din MAR atunci când divulgarea este efectuată în calitate de jurnalist. Cu toate acestea, chiar și în acest caz, legalitatea divulgării depinde de aspectul dacă aceasta intervine în exercitarea normală a sarcinilor de serviciu sau a profesiei de jurnalist în sensul articolului 10 alineatul (1) din MAR. Aceasta presupune ca divulgarea să fie indispensabilă în aceste scopuri și să respecte principiul proporționalității. La aprecierea caracterului indispensabil și proporțional al divulgării pentru activitatea jurnalistică, cerințele privind libertatea presei și libertatea de opinie în mass-media trebuie analizate în raport cu riscurile pe care le prezintă divulgarea pentru integritatea piețelor de capital. La examinarea proporționalității, trebuie, pe de o parte, să se țină seama în special de interesul public cu privire la tema respectivei activități jurnalistice, de cerința de protecție a jurnalistului, precum și de gravitatea sancțiunii. Pe de altă parte, este important să se stabilească, printre altele, dacă riscul de utilizare abuzivă a informațiilor confidențiale era evident și dacă s-a manifestat în mod concret.

⁷³ A se vedea în această privință Curtea EDO – Hotărârea din 22 noiembrie 2007, Voskuil împotriva Țărilor de Jos (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65), Hotărârea din 14 septembrie 2010, Sanoma Uitgevers B. V. împotriva Țărilor de Jos (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59), și Hotărârea din 25 octombrie 2011, Altuğ Taner Akçam împotriva Turciei (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

⁷⁴ Cu privire la importanța normelor profesionale în acest context, a se vedea Curtea EDO, Hotărârea din 10 decembrie 2007, Stoll împotriva Elveției (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 și următoarele).

⁷⁵ Astfel, de exemplu, clauza 13 din IPSO Editors'code of Practice, referitoare la jurnalismul financiar, nu acoperă decât cazul în care jurnalistul este afectat în nume propriu de o informație confidențială. Principiile de comportament relevante ale Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichtserstattung [Consiliul de presă pentru jurnalism economic și privind piața de capital] din Germania se limitează să prevadă, la punctul II. 1. a), că informațiile confidențiale nu trebuie „în principiu” să fie divulgate.

⁷⁶ MAR nu impune obligația aplicării de sancțiuni penale sau administrative, ci prevede de asemenea posibilitatea, pentru viitor, de a adopta un ordin de încetare – a se vedea articolul 30 alineatul (2) litera (a) din MAR.

⁷⁷ A se vedea Hotărârea Curții EDO din 24 februarie 2015, Haldimann și alții împotriva Elveției (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), potrivit căreia trebuie să se țină seama de faptul că jurnaliștii acționează cu bună-credință în raport cu normele profesionale.

VI. Concluzie

106. Având în vedere considerațiile precedente, propunem Curții să răspundă la întrebările preliminare adresate de Cour d'appel de Paris (Curtea de Apel din Paris) după cum urmează:

- 1) Articolul 1 punctul 1 din Directiva 2003/6 (Directiva privind abuzul de piață) coroborat cu articolul 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124/CE trebuie să fie interpretat în sensul că informația cu privire la viitoarea publicare a unui articol de presă având ca obiect un zvon de piață referitor la o preluare a unei întreprinderi, provenită de la autorul acestui articol, îndeplinește cerința de precizie impusă la articolul 1 punctul 1 din MAD coroborat cu articolul 1 alineatul (1) a doua ipoteză din Directiva 2003/124 atunci când obiectul articolului, astfel cum a fost publicat, este suficient de specific pentru a duce la o concluzie în legătură cu impactul posibil asupra cursului unuia sau mai multor instrumente financiare. Aceasta este situația atunci când publicarea articolului evidențiază elemente care permit să se aprecieze fiabilitatea informațiilor pe care le conține și să se deducă din acestea implicații economice pentru un emitent. Pot fi relevante notorietatea și reputația jurnalistului care a semnat articolul, prestigiul organismului de presă care îl publică și împrejurarea că articolul menționează un anumit preț pentru oferta de cumpărare în cauză.

O eventuală creștere a cursului după publicarea informației respective poate fi utilizată, în sensul considerentului (2) al Directivei 2003/124, pentru verificarea ipotezei potrivit căreia informația *ex ante* era precisă în sensul articolului 1 alineatul (1) a doua ipoteză din această directivă.

- 2) Articolul 21 din Regulamentul (UE) nr. 596/2014 coroborat cu articolul 10 alineatul (1) din acesta trebuie interpretat în sensul că există o divulgare de informații privilegiate „în scopuri jurnalistice” atunci când este efectuată în calitate de jurnalist. Cu toate acestea, chiar și în acest caz, legalitatea divulgării depinde de aspectul dacă aceasta intervine în exercitarea normală a sarcinilor de serviciu sau a profesiei de jurnalist, în sensul articolului 10 alineatul (1) din MAR. Aceasta presupune ca divulgarea să fie indispensabilă în aceste scopuri și să respecte principiul proporționalității. La aprecierea caracterului indispensabil și proporțional al divulgării pentru activitatea jurnalistică, cerințele privind libertatea presei și libertatea de opinie în mass-media trebuie analizate în raport cu riscurile pe care le prezintă divulgarea pentru integritatea piețelor de capital. La examinarea proporționalității trebuie, pe de o parte, să se țină seama în special de interesul public cu privire la tema respectivei activități jurnalistice, de cerința de protecție a jurnalistului, precum și de gravitatea sancțiunii. Pe de altă parte, este determinant aspectul dacă riscul de utilizare abuzivă a informațiilor confidențiale era evident și dacă s-a manifestat în mod concret.