



Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNEGA PRAVOBRANILCA
MELCHIORJA WATHELETA,
predstavljeni 18. decembra 2014¹

Zadeva C-628/13

Jean-Bernard Lafonta
proti
Autorité des marchés financiers (AMF)
(Predlog za sprejetje predhodne odločbe,

ki ga je vložilo Cour de cassation (Francija))

„Približevanje zakonodaj — Finančne storitve — Direktiva 2003/6/ES — Pojem ‚notranja informacija‘ —
„Natančna“ informacija — Direktiva 2003/124/ES — Mogoči vpliv v določeni smeri na ceno
finančnih instrumentov“

I – Uvod

1. Ta predlog za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je Cour de cassation (Francija) v sodnem tajništvu Sodišča vložilo 2. decembra 2013, se nanaša na razlago člena 1, točka 1, Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga)² ter člena 1(1) Direktive Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije.³

2. Vprašanje, ki ga je postavilo predložitveno sodišče, izhaja iz spora med J.-B. Lafontajem in Autorité française des marchés financiers (v nadaljevanju: AMF) glede finančne transakcije, ki je družbi Wendel SA (v nadaljevanju: Wendel), katere predsednik uprave v času dejanskega stanja zadeve v glavni stvari je bil J.-B. Lafonta, omogočila pridobitev znatnega kapitalskega deleža v družbi Saint-Gobain. Organ AMF je menil, da je J.-B. Lafonta, s tem ko javnosti ni seznanil z izvedbo te transakcije, kršil nacionalne določbe o razkritju notranjih informacij, zato mu je naložil globo v višini 1,5 milijona EUR.

1 — Jezik izvirnika: francoščina.

2 — UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 367.

3 — UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 348. Opozarjam, da sta direktivi 2003/6 in 2003/124 na podlagi člena 37 Uredbe (EU) št. 596/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o zlorabi trga (uredba o zlorabi trga) ter razveljavitvi Direktive 2003/6 ter direktiv Komisije 2003/124, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL L 173, št. 1) razveljavljeni z učinkom od 3. julija 2016. Kljub temu je treba opozoriti, da je v členu 7 Uredbe št. 596/2014 z naslovom „Notranje informacije“ povzeta vsebina tako člena 1, točka 1, Direktive 2003/6 kot člena 1 Direktive 2003/124 ter podrobno določeno področje uporabe tega pojma.

II – Pravo Unije

A – Direktiva 2003/6

3. Člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 določa:

„V tej direktivi:

1. ‚Notranja informacija‘ pomeni informacijo, ki ima natančno določene lastnosti, ki ni javna in se posredno ali neposredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, in ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene teh finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.

[...]“

4. Člen 2 te direktive določa:

„1. Države članice prepovejo vsaki osebi iz drugega pododstavka, ki ima notranje informacije, da jih uporabi bodisi posredno ali neposredno, tako da pridobi ali odtuji oziroma poskuša pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, za svoj račun ali za račun tretje stranke.

Prvi pododstavek se uporablja za katero koli osebo, ki ima take informacije:

- (a) zaradi članstva v izdajateljevih upravnih, upravljalnih ali nadzornih telesih; ali
- (b) zaradi svojega deleža v izdajateljevem kapitalu; ali
- (c) ker ima dostop do takih informacij preko opravljanja redne službe, poklica ali dolžnosti; ali
- (d) zaradi svojega kriminalnega delovanja.

2. Kadar je oseba iz odstavka 1 pravna oseba, se prepoved iz tega odstavka uporablja tudi za fizične osebe, ki sodelujejo pri odločanju o izvedbi transakcije za račun te pravne osebe.

3. Ta člen se ne uporablja za transakcije, ki se izvajajo pri izpolnitvi obveznosti, ki nastanejo zaradi pridobitve ali odtujitve finančnih instrumentov, kadar so te obveznosti posledica dogovora, sklenjenega preden je ta oseba imela notranjo informacijo.“

5. Člen 6(1) in (2) navedene direktive določa:

„1. Države članice zagotovijo, da izdajatelji finančnih instrumentov notranje informacije, ki jih neposredno zadevajo, čimprej ko je to mogoče sporočijo javnosti.

[...]

2. Izdajatelj lahko na lastno odgovornost odloži razkritje notranjih informacij javnosti, kot je navedeno v odstavku 1, da ne bi škodoval svojim pravno upravičenim interesom, pod pogojem, da takšna opustitev ne bi zavajala javnosti, in pod pogojem, da je izdajatelj sposoben zagotoviti zaupnost takih informacij. Države članice lahko zahtevajo, da izdajatelj nemudoma obvesti pristojni organ o odločitvi, da bo odložil razkritje notranjih informacij javnosti.“

B – Direktiva 2003/124

6. Člen 1 Direktive 2003/124 z naslovom „Notranja informacija“ določa:

„1. Za uporabo točke 1 člena 1 Direktive 2003/6/ES se informacija šteje za natančno, če navaja serijo okoliščin, ki že obstajajo ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodek, ki je že nastopil ali za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil v prihodnje, in je ta informacija dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o možnem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.

2. Za uporabo točke 1 člena 1 Direktive 2003/6/ES ‚informacija, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben učinek na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane finančne instrumente‘, pomeni informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev.“

III – Spor o glavni stvari in vprašanje za predhodno odločanje

7. Družba Wendel je med decembrom 2006 in junijem 2007 s štirimi kreditnimi institucijami (v nadaljevanju: banke) sklenila pogodbe „Total Return Swaps“ (zamenjava celotnega donosa, v nadaljevanju: TRS), katerih predmet so bile delnice družbe Saint-Gobain, pri čemer so banke za svoje kritje pridobile skupaj 85 milijonov delnic družbe Saint-Gobain.

8. Družba Wendel je morala med trajanjem teh pogodb bankam plačati nadomestilo, od njih pa je prejela znesek dividend na delnice družbe Saint-Gobain. Ob prenehanju pogodb z iztekom določenega roka ali predčasno na pobudo družbe Wendel je bilo treba izračunati razliko med „referenčno ceno“, ki ustreza vrednosti delnice ob sklenitvi TRS, in „ceno ob prenehanju“, ki ustreza vrednosti delnice na datum prenehanja. Ob zvišanju vrednosti bi razlika pripadla družbi Wendel, ob njenem znižanju pa bi morala družba Wendel razliko nakazati banki.

9. Sočasno s sklenitvijo TRS je družba Wendel pri bankah in neki drugi kreditni instituciji pridobila finančna sredstva v skupnem znesku, ki je bil podoben znesku TRS.

10. Družba Wendel, ki je 3. septembra 2007 sklenila, da bo postopoma odpovedala TRS, je med tem datumom in 27. novembrom 2007 pridobila več kot 66 milijonov delnic oziroma 17,6 % kapitala družbe Saint-Gobain, pri čemer je med 26. septembrom 2007 in 26. marcem 2008 pri AMF priglasila prekoračitev praga 5 %, 10 %, 15 % in 20 % v kapitalu družbe Saint-Gobain.

11. Organ AMF je menil, da je upravni odbor družbe Wendel 3. septembra 2007 sicer uradno sprejel odločitev, da bo način izpostavljenosti do delnic družbe Saint-Gobain spremenil, tako da bo fizično postal njihov lastnik, vendar dokazi iz preiskovalnega poročila direktcije organa AMF za preiskave in nadzor trgov o pogojih povečanja kapitala družbe Wendel v družbi Saint-Gobain ter dejstvo, da je družba Wendel sočasno podpisala pogodbe o TRS in pridobila financiranje, ki ji je v končni fazi omogočilo nakup delnic družbe Saint-Gobain, ki so ji jih prodale banke v okviru odpovedi TRS, dokazujejo, da je volja po pridobitvi znatnega kapitalskega deleža družbe Saint-Gobain obstajala že od začetka in da je bila ta transakcija izvedena z namenom njene uresničitve.

12. Organ AMF je zato družbi Wendel in J.-B. Lafontaju očital, da javnosti nista obvestila o bistvenih značilnostih „finančne transakcije“, ki jo je pripravila družba Wendel, „namen katere je bil, da se ji omogoči pridobitev znatnega kapitalskega deleža družbe Saint-Gobain do najpozneje 21. junija 2007, ko so bili z bančnimi ustanovami sklenjeni vsi TRS“, in da javnosti pred nastankom obveznosti prijave prekoračitve praga 5 % nista posredovala notranje informacije, da „družba Wendel izvaja opisano transakcijo z namenom znatne udeležbe v kapitalu družbe Saint-Gobain“.

13. Komisija za sankcije organa AMF je z odločbo z dne 13. decembra 2010 te očitke potrdila ter družbi Wendel in J.-B. Lafontaju naložila denarno kazen v višini 1,5 milijona EUR.

14. J.-B. Lafonta je vložil tožbo pri Cour d'appel de Paris, to pa je potrdilo odločbo organa AMF. J.-B. Lafonta je zoper to sodbo vložil kasacijsko pritožbo pri predložitvenem sodišču.

15. J.-B. Lafonta meni, da je informacija „natančna“, zgolj če tistemu, ki z njo razpolaga, omogoča predvideti, v katero smer se bo spremenila cena delnice zadevnega izdajatelja, ko bo informacija postala javna. Trdi, da naj bi zgolj informacija, na podlagi katere je mogoče predvideti, da se bo cena zadevne delnice zvišala ali znižala, omogočala tistemu, ki z njo razpolaga, da ve, ali naj delnico kupi ali proda, in mu zagotovila prednost v primerjavi z vsemi drugimi udeleženci trga, ki te informacije nimajo. Dodaja, da je bilo v obravnavanem primeru nemogoče predvideti, ali bo posledica razkritja informacije o tem, da je družba Wendel pridobila kapitalski delež družbe Saint-Gobain, zvišanje ali znižanje cene delnice družbe Wendel.

16. Organ AMF meni, da taka zahteva presega besedilo direktiv 2003/6 in 2003/124, ki ne omenja smeri, v kateri lahko informacija vpliva na ceno zadevnega finančnega instrumenta. Po njegovem mnenju je „merilo za razlikovanje med natančno in nenatančno informacijo verjetnost vpliva informacije na trg, tako da je vsaka informacija, za katero je mogoče ugotoviti, da bi, če bi bila razkrita, lahko spremenila ceno, že zgolj zato natančna, pri čemer mora biti dokazano tudi, da je lahko vpliv zadevnega dogodka na ceno vrednostnega papirja pomemben“.

17. V teh okoliščinah je Cour de cassation prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo to vprašanje:

„Ali je treba člen 1, točka 1, Direktive [2003/6] in člen 1(1) Direktive [2003/124] razlagati tako, da so natančne v smislu teh določb zgolj informacije, za katere je mogoče z ustrežno stopnjo verjetnosti sklepati, da bodo, ko bodo postale javne, v določeni smeri vplivale na tečaj zadevnih finančnih instrumentov?“

IV – Postopek pred Sodiščem

18. Pisna stališča so predložili J.-B. Lafonta francoska, češka, nemška, italijanska in poljska vlada ter Evropska komisija. Na obravnavi 13. novembra 2014 so ustno podali stališča J.-B. Lafonta, francoska in poljska vlada ter Komisija.

V – Analiza

A – Uvodne ugotovitve

19. Vprašanje predložitvenega sodišča se nanaša na pojem „notranja informacija“, kot je opredeljen v členu 1, točka 1, Direktive 2003/6, zlasti na „natančnost“ take informacije, kot je opredeljena v členu 1(1) Direktive 2003/124.

20. Kot je razvidno iz naslova Direktive 2003/6, je njen namen preprečiti trgovanje z notranjimi informacijami in zlorabo trga.

21. Za uresničitev teh ciljev je med drugim v členu 2(1) Direktive 2003/6 določena prepoved trgovanja z notranjimi informacijami,⁴ in sicer prepoved nezakonite uporabe notranjih informacij,⁵ in v členu 6(1), prvi pododstavek, obveznost izdajateljev finančnih instrumentov, da notranje informacije, ki jih neposredno zadevajo, čim prej sporočijo javnosti. Poleg tega člen 14(1) Direktive 2003/6 določa, da države članice naložijo ukrepe ali upravne kazni⁶ zoper osebe, ki so odgovorne za kršitev členov 2(1) in 6(1), prvi pododstavek.⁷

22. V skladu z uvodnima izjavama 2 in 12 Direktive 2003/6 je torej prepovedano trgovanje z notranjimi informacijami, da se zagotovi integriteta finančnih trgov in poveča zaupanje vlagateljev, to zaupanje pa temelji zlasti na tem, da bodo ti vlagatelji postavljeni v enakopraven položaj in zaščiteni pred nezakonito uporabo notranjih informacij.⁸ Zakonodajalec Evropske unije v uvodni izjavi 15 Direktive 2003/6 meni, da trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržna manipulacija onemogočata popolno in ustrezno preglednost trga, ki je predpogoj za trgovanje za vse gospodarske udeležence na integriranih finančnih trgih. V prvem stavku uvodne izjave 24 Direktive 2003/6 je pojasnjeno, da takojšnje in pošteno razkrivanje informacij javnosti povečuje integriteto trga, medtem ko lahko selektivno razkrivanje od izdajateljev vodi v izgubo zaupanja investitorjev v integriteto finančnih trgov.⁹

23. Iz tega izhaja, da je pojem „notranja informacija“, kot je opredeljen v členu 1, točka 1, Direktive 2003/6, ključni pojem, ki je bistvenega pomena glede na osrednjo vlogo, ki jo ima v členih 2(1) in 6(1), prvi pododstavek, te direktive. Poleg tega obveznost držav članic, da uporabijo sankcije na podlagi člena 14(1) navedene direktive, pomeni, da mora biti opredelitev tega pojma jasna in izpolnjevati zahteve po pravni varnosti.

24. Dejansko stanje v zadevi v glavni stvari se nanaša na obveznost iz člena 6(1), prvi pododstavek, Direktive 2003/6, da notranje informacije čim prej postanejo javne. Namen te tako imenovane „pozitivne“¹⁰ obveznosti, naložene izdajateljem finančnih instrumentov, je zagotoviti preglednost, ki je potrebna za izpolnitev ciljev te direktive.¹¹

25. V členu 1, točka 1, Direktive 2003/6 so navedene štiri bistvene sestavine notranje informacije, in sicer, prvič, njene natančno določene lastnosti, drugič, dejstvo, da ni postala javna, tretjič, njeno neposredno ali posredno nanašanje na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov ali na enega ali več finančnih instrumentov, in četrtič, njena zmožnost, da pomembno vpliva na cene zadevnih finančnih instrumentov.¹²

4 — Sodišče je v točki 48 sodbe *Spector Photo Group in Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806) razsodilo, da je „[t]ako [...] namen prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij iz člena 2(1) Direktive 2003/6 zagotoviti enakopravnost sopogodbenukov pri borzni transakciji s tem, da se enemu od njih, ki ima notranjo informacijo in je zato v ugodnejšem položaju v primerjavi z drugimi vlagatelji, onemogoči, da jo izkoristi v škodo tistih, ki z njo niso seznanjeni“.

5 — Glej sodbo *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 33 in navedena sodna praksa).

6 — Ti upravni ukrepi in kazni, ki jih določijo države članice, so „brez vpliva na pravico držav članic do izrekanja kazenskih sankcij“. Glej člen 14(1) Direktive 2003/6.

7 — Države članice morajo v zvezi s tem poskrbeti, da so ti ukrepi učinkoviti, sorazmerni in odvrtajoči (člen 14(1) Direktive 2003/6).

8 — Glej sodbo *Spector Photo Group in Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, točka 47).

9 — Glej v tem smislu tudi sodbo *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 34).

10 — Nasprotno pa člen 2(1) Direktive 2003/6 določa tako imenovano „negativno obveznost“, in sicer da se je treba v primeru razpolaganja z notranjimi informacijami vzdržati nekaterih ravnanj na trgu.

11 — Glej točke od 20 do 22 teh sklepnih predlogov.

12 — Glej v tem smislu sodbi *Spector Photo Group in Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, točka 52) ter *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 25).

26. Da bi se okrepila pravna varnost udeležencev na trgu, med katerimi so izdajatelji finančnih instrumentov, Direktiva 2003/124 določa natančnejšo opredelitev dveh od štirih bistvenih elementov opredelitve notranje informacije,¹³ in sicer natančnost informacije (prvi element) in obseg njenega možnega vpliva na cene zadevnih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov (četrti element).

27. Sodišče je v točki 53 navedene sodbe *Geltl* razsodilo, da sta elementa, ki sestavljata notranjo informacijo in ki sta navedena v odstavku 1 oziroma odstavku 2 člena 1 Direktive 2003/124, minimalna pogoja, ki morata biti izpolnjena, da je mogoče informacijo opredeliti za „notranjo“ v smislu člena 1, točka 1, Direktive 2003/6.

28. Sodišče je poleg tega poudarilo neodvisnost vsakega od teh dveh elementov. Natančnost informacije ni odvisna od njene zmožnosti, da pomembno vpliva na cene zadevnih finančnih instrumentov.¹⁴ V skladu s stališči francoske vlade namreč „pri ugotavljanju natančnosti informacije ni pomembno, ali bi bila lahko taka informacija podlaga za odločitev razumnega vlagatelja“.

29. V zvezi s tem opozarjam, da lahko „natančna“ informacija v praksi dejansko pogosto pomembno vpliva na cene finančnih instrumentov in tako pomeni notranjo informacijo. Vendar je treba še enkrat poudariti, da sta presoja natančnosti informacije in njena zmožnost, da pomembno vpliva na cene finančnih instrumentov, dve merili, ki sta hkrati obvezni in pravno različni.

B – *Pojem natančnosti*

30. V skladu s členom 1(1) Direktive 2003/124 se informacija šteje za natančno, če sta izpolnjena dva kumulativna pogoja. Prvič, informacija mora navajati serijo okoliščin, ki že obstajajo ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodek, ki je že nastopil ali za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil v prihodnje. Drugič, biti mora dovolj določna, da omogoči sklepanje o možnem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene zadevnih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.¹⁵

31. Vprašanje, ki ga je postavilo predložitveno sodišče, se nanaša na drugega od navedenih pogojev, z njim pa se v bistvu sprašuje, ali je treba ta pogoj razlagati tako, da je informacija „natančna“, samo če omogoča, da se predvidi smer – navzgor ali navzdol – spremembe cene zadevnih finančnih instrumentov.

32. Države članice, ki so predložile stališča, in Komisija se na splošno strinjajo, da je treba na to vprašanje odgovoriti nikalno.

33. Samo J.-B. Lafonta predlaga drugačen odgovor, saj meni, da so vlagatelji v neenakem položaju, samo če lahko imetnik informacije predvidi, v katero smer se bo trg gibal (navzgor ali navzdol), ko bo ta informacija postala javna. Po njegovem mnenju se lahko samo na podlagi takega predvidevanja odloči, ali naj zadevno delnico kupi ali proda, da bi ustvaril dobiček. V nasprotnem primeru bi vlagatelj v zvezi z zadevno delnico prevzel enako tveganje kot celotni trg.

13 — Uvodna izjava 3 Direktive 2003/124.

14 — Glej sodbo *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 52).

15 — Prvi pogoj je Sodišče razložilo v sodbi *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) in ni predmet tega predloga za sprejetje predhodne odločbe.

34. Iz člena 1(1) Direktive 2003/124 jasno izhaja, da se šteje, da je informacija „natančna“, samo če je dovolj konkretna¹⁶ ali podrobna¹⁷, da je mogoče sklepati o njenem možnem vplivu na cene zadevnih instrumentov.

35. Nasprotno pa je treba ugotoviti, da niti člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 niti člen 1(1) Direktive 2003/124 ne napotujeta izrecno na informacijo, na podlagi katere bi bilo mogoče predvideti smer – navzgor ali navzdol – spremembe cen teh instrumentov.¹⁸ Očitno je, da bi taka informacija seveda pomenila natančno informacijo,¹⁹ vendar je Sodišču postavljeno vprašanje, ali se lahko za tako informacijo tudi brez tega elementa šteje, da je natančna.

36. Poleg tega moram navesti, da je besedilo člena 1(1) Direktive 2003/124 zelo splošno in vključujoče.²⁰

37. Navedba „zaključkov o *možnem* vplivu“²¹ ima namreč jasno zelo širok pomen, zato je ni mogoče razlagati ozko, kot da se nanaša samo na informacije, na podlagi katerih je mogoče ugotoviti, v katero smer bi se lahko spremenila cena zadevnih finančnih instrumentov.²²

38. S to določbo so iz opredelitve „notranje informacije“ res izključene nejasne ali splošne informacije, ki zaradi pomanjkanja podrobnosti ali natančnosti ne omogočajo nikakršnega sklepanja o njihovem možnem vplivu ali učinku na ceno zadevnih instrumentov.²³ Zadevne informacije niso dokončne, zato ne morejo ogroziti ciljev Direktive 2003/6. Te informacije je zato treba izključiti iz pojma „notranja informacija“, da se prepreči prenasičenost z nekoristnimi informacijami, s katerimi bi lahko bili po eni strani „preplavljeni“ udeleženci na trgu, po drugi strani pa bi se z njimi lahko izdajateljem finančnih instrumentov naložile pretirane obveznosti.

16 — Sodišče je izraz „konkreten“ uporabilo v točki 48 sodbe *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

17 — Glej v tem smislu zlasti različice v španščini „suficientemente específico“, češčini „dostatečně konkrétní“, nemščini „spezifisch genug“, angleščini „specific enough“, italijanščini „sufficientemente specifica“, nizozemščini „specifiek genoeg“ in slovaščini „dostatočne konkretna“.

18 — Češka vlada opozarja, da v direktivah 2003/6 in 2003/124 ni nič navedeno v zvezi z nujnostjo določitve verjetne smeri spremembe cene finančnih instrumentov. Po mnenju francoske vlade iz besedila člena 1(1) Direktive 2003/124 nikakor ne izhaja, „da se informacija šteje za notranjo, samo če izpolnjuje dodaten pogoj, in sicer, da bi bilo mogoče na podlagi te informacije, ko bi postala javna, predvideti smer spremembe cene zadevnih finančnih instrumentov“.

19 — Taka informacija bi izpolnjevala ločen pogoj o pomembnem vplivu, ki je določen v členu 1(2) Direktive 2003/124, saj bi po mojem mnenju pomenila „informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev“.

20 — Poudariti je treba, da direktivi 2003/6 in 2003/124 nasprotujeta „selektivnemu razkrivanju“. Glej uvodno izjavo 24 Direktive 2003/6.

21 — Moj poudarek.

22 — Glej po analogiji sodbo *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 46). Kot je navedla italijanska vlada, Direktiva 2003/124 „v členu 1(1), drugi stavek, jasno govori o ‚zaključku o *možnem* vplivu [...] na cene, ne pa o ‚*verjetnem* učinku [...] na cene‘“. Ta vlada meni, da je dovolj, če se preveri, ali bi lahko informacija formalno gledano vplivala na ceno zadevnega finančnega instrumenta. Nemška vlada meni, da je izraz „natančna“ namenjen „samo temu, da se izključijo ohlapne ali nebistvene informacije, ki dejansko ne morejo imeti nikakršnega učinka na cene in torej ne morejo biti osnova za njihovo oceno, na primer zasebne govorice o zadostnem bistvenem dejstvu“.

23 — Generalni pravobranilec Mengozzi v točki 73 sklepnih predlogov v zadevi *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) opozarja, da „Direktiva 2003/124 določa le minimalni zahtevi, brez katerih novice ni mogoče opredeliti za natančno, in za razlago pojma ‚razumno pričakovanje‘ ne zahteva niti visoke stopnje verjetnosti nastopa okoliščine niti tega, da je informacija tako natančna, da se lahko na njeni podlagi zanesljivo ali skoraj zanesljivo sklepa o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov“. V opombi 16 istih sklepnih predlogov generalni pravobranilec Mengozzi dodaja še, da „[n]ovica tako ne bo natančna, če se bo dogodek na podlagi merila razumnosti štel za neverjeten ali malo verjeten, ker ni podana razumnost de qua, saj je na primer ta novica ostala na ravni *navadnih govoric (rumeurs)* oziroma je *premalo specifična, da bi se na podlagi nje lahko sklepalo* o mogočem vplivu na gibanje obravnavanih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov“ (moj poudarek).

39. Poleg tega menim, da bi glede na to, da je v zelo veliko primerih težko vnaprej oceniti,²⁴ ali lahko neka informacija povzroči zvišanje ali znižanje cen finančnih instrumentov, z omejitvijo pojma „natančna“ informacija samo na informacije, na podlagi katerih je mogoče predvideti smer spremembe cene teh instrumentov, direktivama 2003/6 in 2003/124 odvzeli skoraj ves pomen.²⁵ Tako bi se pri izdajateljih spodbujalo selektivno razkrivanje informacij, kar je v nasprotju s cilji Direktive 2003/6.

40. J.-B. Lafonta kljub temu trdi, da njegovo stališče potrjuje doktrina Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (v nadaljevanju: CESR).²⁶ CESR namreč v točki 1.8 dokumenta z naslovom „Market Abuse directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market“ iz julija 2007 (direktiva o zlorabi trga, raven 3 – drugi niz smernic in informacij CESR o skupni uporabi Direktive o trgu, v nadaljevanju: vodnik)²⁷ navaja, da je informacija dovolj natančna na primer v dveh primerih. Prvič, kadar informacija razumnemu vlagatelju omogoča, da sprejme odločitev o naložbi, ne da bi prevzel finančna tveganja ali bi prevzel samo omejena tveganja, in sicer če mu omogoča, da z gotovostjo oceni, kako bo informacija, ko bo razkrita javnosti, vplivala na ceno zadevnega finančnega instrumenta in ustreznih izvedenih finančnih instrumentov. Na primer, oseba, ki ve, da je nek izdajatelj tik pred tem, da bo zanj oddana ponudba za prevzem, je lahko prepričana, da se bo cena delnice izdajatelja dvignila, ko bo ponudba razkrita javnosti. Drugič, če bi se lahko informacija takoj izrabila na trgu.²⁸

41. Najprej je treba navesti, da je CESR v točki 8 poročila (Feedback Statement) CESR²⁹ o vodniku, objavljenega hkrati z njim, navedel, da je namen vodnika med drugim navesti primere informacij, ki bi se lahko štete za „notranjo informacijo“. Ugotoviti je treba, da vodnik ni pravno zavezujoč, da se nanj ni mogoče sklicevati kot na podlago za odstopanje od določb direktiv 2003/6 in 2003/124 ter da je bil poleg tega objavljen pred sodbama Spector Photo Group in Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806) ter Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397).

42. V skladu s stališči Komisije na obravnavi menim, da je prvi primer, naveden v točki 1.8 vodnika, zelo skrajn in se nanaša na izredno redek primer, ko je informacija jasna, popolna in ne dopušča nikakršnega dvoma. Kot je poudarila Komisija, taka gotovost seveda ni nujna, da je mogoče informacijo šteti za notranjo. Poleg tega je Komisija upravičeno opozorila, da so v točki 1.15 vodnika povzeti še drugi primeri dogodkov, ki potrjujejo mojo trditev, da informacija o smeri spremembe cene ni nujna za pojem „notranja informacija“. Zdi se, da osma alineja točke 1.15, ki se med drugim nanaša na „nakup ali prodajo kapitala ali večjih sredstev“, zelo natančno zadeva informacije v zadevi Lafonta, in sicer TRS. V skladu z vodnikom je to značilen primer „notranje informacije“. Poleg tega so tudi v tretji, sedmi in predzadnji alineji točke 1.15 vodnika navedeni primeri „notranjih informacij“, čeprav na podlagi teh informacij nikakor ni mogoče predvideti smeri spremembe cen. Skratka, tudi če bi bil vodnikupošteven, menim, da se J.-B. Lafonta nanj ne more sklicevati v podporo svoji trditvi.

24 — Češka vlada meni, da „tako rekoč nihče ne more z natančnostjo napovedati spremembe cen na finančnem trgu; povedano preprosteje, nihče nima ‚kristalne krogle‘“.

25 — Glej po analogiji sodbo Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 47). Po mnenju poljske vlade „bi se izdajatelji zlahka izognili obveznosti razkritja notranjih informacij iz člena 6 Direktive 2003/6, tako da bi se sklicevali na obstoj možnih razhajanj glede učinka razkritja zadevne informacije na ceno finančnih instrumentov. Ta položaj naj bi bil v očitnem nasprotju s ciljema Direktive 2003/6, ki sta zagotoviti enako obravnavanje vlagateljev pri dostopu do informacij in okrepiti zaupanje vlagateljev v kapitalski trg. Hkrati naj bi bila močno ogrožena sredstva, ki so v direktivah 2003/6 in 2003/124 določena za bolj proti goljufijam na trgu“.

26 — CESR je bil ustanovljen s Sklepom Komisije 2001/527/ES z dne 6. junija 2001 (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 90). V skladu s členom 2 tega sklepa, kakor je bil spremenjen s členom 1 Sklepa Komisije z dne 5. novembra 2003 o spremembah Sklepa 2001/527/ES (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 7, str. 11), je vloga CESR „svetovati Komisiji, bodisi na njeno zahtevo v roku, ki ga Komisija določi v skladu z nujnostjo zadeve, ali na lastno pobudo, zlasti pri pripravi osnutkov izvedbenih ukrepov na področju vrednostnih papirjev, vključno s tistimi, ki se nanašajo na kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje“. Navedeni Sklep 2001/527 je bil razveljavljen s Sklepom Komisije 2009/77/ES z dne 23. januarja 2009 o ustanovitvi Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (UL L 25, str. 18). V členu 2 tega sklepa je v bistvu povzeto besedilo člena 2 istega Sklepa 2001/527.

27 — CESR/06-562b.

28 — Zdi se mi, da se drugi primer ne nanaša na merilo natančne informacije, temveč je njegov namen bolj pojasniti pojem pomembnega vpliva, na katerega se nanaša člen 1(2) Direktive 2003/124.

29 — CESR/07-402.

43. Zato menim, da je treba člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 in člen 1(1) Direktive 2003/124 razlagati tako, da se informacija šteje za „natančno“, „če navaja serijo okoliščin, ki že obstajajo ali za katere se lahko razumno pričakuje, da bodo nastale v prihodnje, ali dogodek, ki je že nastopil ali za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil v prihodnje,“ in če je mogoče sklepati, da bi lahko ta serija okoliščin ali ta dogodek povzročila spremembo ali nihanje cene finančnih instrumentov. Taka informacija mora biti „dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o možnem vplivu [okoliščin ali dogodkov] na cene finančnih instrumentov [...]“.

44. Nasprotno pa ni nujno, da je mogoče z ustrežno stopnjo verjetnosti sklepati, da bo ta informacija, ko bo postala javna, v določeni smeri vplivala na cene zadevnih finančnih instrumentov.

C – Pomemben vpliv na cene

45. Vprašanje za predhodno odločanje, ki ga je postavilo predložitveno sodišče, se ne nanaša na „pomemben“³⁰ vpliv informacije na cene zadevnih finančnih instrumentov. Zato bom samo zaradi izčrpnosti zelo na kratko obravnaval tudi ta pogoj.

46. V skladu s stališči Komisije opozarjam, da pomembnost vpliva, ki ga lahko ima razkritje nekaterih informacij na cene, ni upoštevna za pogoj natančnosti, zahtevan v členu 1, točka 1, Direktive 2003/6.³¹ Tako informacija, tudi če je „natančna“, ne škoduje ciljem direktiv 2003/6 in 2003/124, če lahko vpliva na cene zadevnih finančnih instrumentov zgolj nebitveno in zato ne pomeni „informacije, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev,“ v skladu s členom 1(2) Direktive 2003/124.³²

47. Namen člena 1(2) Direktive 2003/124, ki se nanaša na obseg možnega vpliva informacije na cene zadevnih finančnih instrumentov, je izvzeti ali filtrirati informacije, tudi natančne, ki bi *nebitveno* vplivale na te cene in posledično ne bi ogrozile integritete trga.³³

48. Tako kot v zvezi s členom 1(1) Direktive 2003/124 menim, da člen 1(2) te direktive ni omejen niti na informacijo, na podlagi katere je mogoče ugotoviti smer spremembe cene zadevnih finančnih instrumentov. Informacija o možni volatilnosti delnice, ne glede na smer, bi bila v nekaterih primerih lahko informacija, ki bi jo razumni vlagatelj uporabil kot podlago za naložbene odločitve.

49. Iz spisa, predloženega Sodišču, je razvidno, da obstajajo finančni mehanizmi, ki vlagatelju omogočajo, da ima koristi od znatne spremembe cene delnice, ne glede na smer spremembe, če so izpolnjeni nekateri tržni pogoji.

50. Zato je treba v vsakem primeru posebej preveriti, ali bi lahko že informacija o možni večji spremembi pomenila informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev, tudi če iz te informacije ni razvidna smer te spremembe.

51. Skratka, skliceval se bom na primere informacij, ki jih je na obravnavi navedla poljska vlada, iz katerih sicer ni razvidna smer možne spremembe cen, vendar zato niso nič manj notranje informacije v smislu direktiv 2003/6 in 2003/124. Tako je lahko dejstvo, da se bo generalni direktor gradbenega podjetja upokojil in bi ga lahko zamenjal direktor, ki ima bogate izkušnje na telekomunikacijskem

30 — Glej člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 in člen 1(2) Direktive 2003/124.

31 — Glej točki 28 in 29 teh sklepnih predlogov.

32 — Besedilo člena 1(2) Direktive 2003/124 in člena 1(1) te direktive je splošno. Kot izhaja iz uvodne izjave 1 Direktive 2003/124, razumni vlagatelji oblikujejo svoje naložbene odločitve na podlagi predhodno razpoložljivih informacij. V uvodni izjavi 1 Direktive 2003/124 je še dodano, da mora „[t]aka ocena [...] upoštevati pričakovan vpliv informacij z vidika celote povezanih aktivnosti izdajatelja, zanesljivosti vira informacij in drugih tržnih spremenljivk, ki bi lahko vplivale na zadevni finančni instrument ali izvedeni finančni instrument, povezan z njim v danih okoliščinah“. Glej v tem smislu tudi točko 55 sodbe *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

33 — Ta določba se lahko šteje za pravilo *de minimis*.

področju, natančna informacija, ki bi jo razumni vlagatelji lahko upoštevali, pri čemer bodo nekateri izmed njih ocenili, da bo ta zamenjava podjetju dala nov zagon, medtem ko bodo drugi menili, da lahko zaposlitev direktorja, ki ne prihaja iz iste panoge, podjetje samo oslabi.³⁴ V obeh primerih bo morala informacija čim prej postati javna v skladu s členom 6 Direktive 2003/6.

VI – Predlog

52. Ob upoštevanju navedenega Sodišču predlagam, naj na vprašanje za predhodno odločanje, ki ga je predložilo Cour de cassation, odgovori:

Člena 1, točka 1, Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) ter člena 1(1) Direktive Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije ni mogoče razlagati tako, da so natančne v smislu teh določb zgolj informacije, za katere je mogoče z ustrežno stopnjo verjetnosti sklepati, da bodo, ko bodo postale javne, v določeni smeri vplivale na cene zadevnih finančnih instrumentov.

34 — Poljska vlada je navedla tudi primer mlekarskega podjetja, ki se preoblikuje v gradbeno podjetje in kot gradbena zemljišča uporablja svoje nepremičnine, ki so bile nekoč namenjene priraji mleka. Učinek te spremembe na smer cene delnic zadevnega podjetja prav tako ni predvidljiv.