



# Zbirka odločb sodne prakse

SKLEPNI PREDLOGI GENERALNE PRAVOBRANILKE  
JULIANE KOKOTT,  
predstavljeni 16. septembra 2021<sup>1</sup>

**Zadeva C-302/20**

**A**

**proti**

**Autorité des marchés financiers (organ za nadzor nad finančnimi trgi, Francija)**

(Predlog za sprejetje predhodne odločbe, ki ga je vložilo Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija))

„Postopek za sprejetje predhodne odločbe – Notranji trg finančnih storitev – Funkcionalnost in celovitost kapitalskih trgov – Notranje informacije in trgovanje z notranjimi informacijami – Direktiva 2003/6/ES (direktiva o zlorabi trga) – Prepoved razkrivanja notranjih informacij – Direktiva 2003/124/ES – Člen 1(1) – Pojem notranje informacije – Merili natančnosti in zmožnosti vpliva na cene – Govorica na trgu – Razkritje, da bo kmalu objavljen članek o govoricah na trgu, s strani novinarja drugi osebi – Uredba (EU) št. 596/2014 (uredba o zlorabi trga) – Člen 21 – Razkritje notranje informacije za novinarske namene – Člen 10 – Razkritje notranje informacije, ki je del običajnega opravljanja službenih nalog ali poklica“

## I. Uvod

1. Cilj evropske zakonodaje o zlorabi trga je predvsem zagotoviti celovit in enakopraven kapitalski trg. S tem naj bi se ustvarilo zaupanje vlagateljev, ki pa je ključno za gospodarsko funkcionalnost trga.<sup>2</sup> Z zakonodajo, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, ki je bistveni sestavni del zakonodaje o zlorabi trga, naj bi se ta cilj uresničil z enakim obravnavanjem udeležencev na trgu glede informacij. Noben vlagatelj ne bi smel na podlagi pomembnih informacij, ki pa niso javno dostopne, pridobiti koristi v škodo vlagateljev, ki te informacije nimajo (ne morejo imeti).<sup>3</sup>

2. Zato zakonodaja, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, določa, da je treba po eni strani javnosti načeloma po možnosti zagotoviti dostop do vseh pomembnih informacij tako, da izdajatelji vrednostnih papirjev redno objavljajo informacije, ki se nanašajo na njih (tako

<sup>1</sup> Jezik izvornika: nemščina.

<sup>2</sup> Glej predlog Komisije za MAD z dne 19. novembra 2002, COM(2002) 625 final, UL 2003, C 71 E, str. 62: „Finančni trgi preživijo občasna nihanja in ciklične popravke, pa tudi neuspehe posameznih delnic. Nanje pa uničujoče vpliva spodkopano zaupanje vlagateljev, do katerega pride, če [...] so [trgi] dovzetni za zlorabo.“

<sup>3</sup> Glej zlasti sodbi z dne 10. maja 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, točka 38), in z dne 23. decembra 2009, Spector Photo Group in Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, točki 47 in 48).

imenovana *ad hoc* objava).<sup>4</sup> Po drugi strani pa se ne sme izkoriščati neravnovesij glede informacij, ki kljub temu obstajajo (prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij<sup>5</sup>), oziroma jih je treba čim bolj omejiti (prepoved protipravnega razkritja notranjih informacij<sup>6</sup>).

3. Obravnavani predlog za sprejetje predhodne odločbe se v bistvu nanaša na prepoved razkrivanja notranjih informacij in njene meje. V postopku v glavni stvari finančni novinar izpodbija sankcijo, ki mu je bila izrečena zaradi domnevnega razkritja notranje informacije, in se pri tem v glavnem sklicuje na kršitev njegove svobode tiska. Sicer je to, da novinarji obdelujejo notranje informacije, zaradi cilja, ki se uresničuje z zakonodajo, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, to je zagotoviti čim večjo preglednost, vsaj delno zaželeno tudi na podlagi te zakonodaje. Vendar lahko zlasti v fazi pred splošnim razširjanjem in objavo informacije v medijih pride tudi do navzkrižja med zakonodajo, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, ter svobodo tiska in svobodo izražanja v medijih. Na to, kako je mogoče odpraviti to navzkrižje, se nanaša drugi sklop vprašanj, ki ga je Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija) predložilo Sodišču.

4. Še pred tem pa se to sodišče sprašuje, ali se je razkritje, ki se očita tožeči stranki v postopku v glavni stvari, sploh nanašalo na notranjo informacijo. Sodišče bo moralo v okviru prvega predloženega sklopa vprašanj v zvezi s tem pojasniti predvsem, v kakšnih okoliščinah so lahko v primeru govorice na trgu, torej očitno nezanesljive informacije, upoštevni mehanizmi zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi o notranjih informacij.

## II. Pravni okvir

### A. Pravo Unije

#### 1. Direktiva 2003/6 (direktiva o zlorabi trga)

5. Direktiva 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) (v nadaljevanju: MAD, kar pomeni *market abuse directive*)<sup>7</sup> vsebuje v členu 1, točka 1, opredelitev pojma „notranja informacija“:

„[...] informacij[a], 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.“

6. V skladu s členom 2(1), drugi pododstavek, točka (c), MAD države članice prepovejo vsaki osebi, ki ima dostop do notranjih informacij preko opravljanja redne službe, poklica ali dolžnosti, 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.

<sup>4</sup> Glej člen 17 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/ES Evropskega parlamenta in Sveta ter direktiv Komisije 2003/124/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL 2014, L 173, str. 1).

<sup>5</sup> Glej člen 14(a) in (b) Uredbe št. 596/2014.

<sup>6</sup> Glej člen 14(c) Uredbe št. 596/2014.

<sup>7</sup> UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 367.

7. Poleg tega države članice v skladu s členom 3 MAD prepovejo vsaki osebi, za katere velja prepoved iz člena 2:

- „(a) razkrivati notranje informacije katerikoli drugi osebi, razen če se informacija razkrije med opravljanjem običajnih službenih nalog, poklica ali dolžnosti;
- (b) na podlagi notranje informacije priporočati drugi osebi ali jo napeljati k pridobitvi ali odtujitvi finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša.“

## 2. Direktiva 2003/124

8. V prvih dveh uvodnih izjavah 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 (v nadaljevanju: Direktiva 2003/124)<sup>8</sup> je navedeno:

- „(1) Razumni vlagatelji oblikujejo svoje naložbene odločitve na podlagi že razpoložljivih informacij, to pomeni na podlagi predhodno razpoložljivih informacij. Vprašanje, ali bi razumni vlagatelj pri sprejemanju naložbenih odločitev upošteval določeno informacijo, je zato treba ocenjevati na podlagi predhodno razpoložljivih informacij. Taka ocena mora upoštevati pričakovan vpliv informacij z vidika celote aktivnosti povezanimi z izdajateljem, 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.
- (2) Naknadne informacije se lahko uporabijo za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija cenovno občutljiva, ne smejo pa se uporabiti za ukrepanje proti osebi, ki je oblikovala razumne zaključke iz predhodnih informacij, ki so ji bile na razpolago.“

9. Člen 1 te direktive podrobneje opredeljuje pojem notranje informacije:

„1. Za uporabo točke 1 člena 1 [...] [MAD] 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 [...] [MAD] ‚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.“

## 3. Uredba št. 596/2014 (uredba o zlorabi trga)

10. Uredba št. 596/2014 (v nadaljevanju: MAR, kar pomeni *market abuse regulation*) je nadomestila MAD in se v skladu z njenim členom 39(2) v državah članicah uporablja od 3. julija 2016.

<sup>8</sup> UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 348.

11. V uvodni izjavi 77 te uredbe je navedeno:

„Ta uredba spoštuje temeljne pravice in načela, priznane v Listini Evropske unije o temeljnih pravicah (v nadaljnjem besedilu: Listina). Zato bi bilo treba to uredbo razlagati in uporabljati v skladu s temi pravicami in načeli. Zlasti kadar se ta uredba sklicuje na pravila, ki urejajo svobodo tiska in svobodo izražanja v drugih sredstvih javnega obveščanja, pa tudi pravilnikov ali kodeksov, ki urejajo novinarski poklic, posvetiti pozornost tem svoboščinam, kot so zagotovljene v Uniji in državah članicah ter priznane v členu 11 Listine in drugih ustreznih določbah.“

12. Opredelitev pojma notranje informacije iz člena 7(1)(a) MAR se ujema z opredelitvijo iz člena 1(1) MAD.

13. Člen 7(2) in (4) MAR med drugim določa:

„2. Za namene odstavka 1 se šteje, da imajo informacije natančno določene lastnosti, če navajajo okoliščine, ki že obstajajo ali se jih lahko razumno pričakuje v prihodnosti, ali dogodek, ki je že nastopil ali lahko razumno pričakuje, da bo nastopil, in kadar so dovolj natančne, da omogočijo oblikovanje zaključkov o možnem vplivu teh okoliščin ali dogodka na cene finančnih instrumentov ali povezanih izvedenih finančnih instrumentov, povezanih blagovnih promptnih pogodb ali finančnih produktov na dražbi na podlagi pravic do emisije. V zvezi s tem se pri podaljšanem postopku, ki naj bi povzročil ali povzroči posebno okoliščino ali dogodek, kot natančna informacija lahko šteje ta prihodnja okoliščina ali dogodek ter tudi vmesna faza tega postopka, ki je povezana z ustvarjanjem teh prihodnjih okoliščin ali dogodka ali ju povzroči.“

4. Za namene odstavka 1 informacije, ki bi, če bi postale javne, verjetno znatno vplivale na cene finančnih instrumentov, izvedenih finančnih instrumentov, povezanih blagovnih promptnih pogodb ali finančnih produktov na dražbi na podlagi pravic do emisije, pomenijo informacije, ki bi jih razumni vlagatelj verjetno uporabil kot del podlage za svoje naložbene odločitve.“

14. Člen 10(1) MAR pod naslovom „Protipravno razkritje notranjih informacij“ določa:

„Za namene te uredbe do protipravnega razkritja notranjih informacij pride, kadar ima oseba notranje informacije in te informacije razkrije kateri koli drugi osebi, razen kadar je razkritje del običajnega opravljanja službenih nalog, poklica ali dolžnosti. [...]“.

15. Člen 14(c) MAR določa, da je protipravno razkritje notranjih informacij prepovedano.

16. Člen 21 MAR ima naslov „Razkritje ali razširjanje informacij v sredstvih javnega obveščanja“ in določa:

„Za namene člena 10 [...], kadar se informacije razkrijejo ali razširjajo in kadar se pripravijo ali razširjajo priporočila za novinarske namene ali druge oblike izražanja v medijih, se tako razkritje ali razširjanje informacij oceni ob upoštevanju pravil o svobodi tiska in svobodi izražanja v drugih medijih in kodeksih, ki veljajo za novinarski poklic, razen če:

- (a) imajo zadevne osebe ali z njimi tesno povezane osebe neposredno ali posredno korist ali dobiček od razkritja zadevnih informacij, ali
- (b) je namen razkritja ali razširjanja zavajanje trga glede ponudbe finančnih instrumentov, povpraševanja po njih ali njihove cene.“

## B. Francosko pravo

17. Člen 1(1) MAD in člen 1 Direktive 2003/124 sta bila skoraj dobesedno prevzeta v člen 621-1 *Règlement général de l'AMF* (splošna uredba AMF, v nadaljevanju: RGAMF) in s tem prenesena v francosko pravo.

18. Člen 622-1 RGAMF določa, da osebe, navedene v členu 622-2 RGAMF, ne smejo uporabljati notranjih informacij, ki jih imajo, in jih tudi ne smejo razkriti osebam, ki niso povezane z opravljanjem njihovih običajnih službenih nalog, poklica ali dolžnosti. Člen 622-2 RGAMF med drugim zajema osebe, ki imajo notranje informacije, ker imajo dostop do informacij zaradi opravljanja službenih nalog ali poklica.

## III. Dejansko stanje in postopek v glavni stvari

19. A, tožeča stranka v postopku v glavni stvari, je upokojen novinar, ki je v svoji karieri pisal za različne britanske dnevnik. Nazadnje je pisal za spletno stran britanskega časopisa, ki ima veliko bralcev. Tam je redno objavljala članke o govoricah na trgu. Dva od teh člankov sta upoštevna za postopek v glavni stvari.

20. Prvič, tožeča stranka v postopku v glavni stvari je 8. junija 2011 zvečer objavila članek o možni ponudbi neke skupine za prevzem delnic neke družbe po konkretno navedeni ceni, ki je bila 86 % višja od cene delnice te družbe ob zaključku trgovanja tistega dne. Na začetku naslednjega trgovalnega dne se je cena delnice domnevne ciljne družbe zvišala za 0,64 %, tekom dneva pa še za 4,55 %.

21. Drugič, 12. junija 2012 zvečer je objavila članek o še enem možnem prevzemu za določeno kupnino, ki je bila približno 80 % višja od cene delnice domnevne ciljne družbe ob zaključku trgovanja tistega dne. Naslednji trgovalni dan se je cena delnice te družbe do zaključka trgovanja zvišala za 17,69 %. Zadevna družba je dva dneva pozneje to govorico zanikala.

22. Malce pred objavo obeh člankov na spletni strani zadevnega dnevnika je več oseb s stalnim prebivališčem v Združenem kraljestvu kupilo zadevne delnice in jih naslednji dan prodalo z dobičkom.

23. Francoski organ za nadzor nad finančnimi trgi *Autorité des marchés financiers* (v nadaljevanju: AMF) je med analizo podatkov o telefonskih pogovorih ugotovil, da je tožeča stranka v postopku v glavni stvari na dan objave vsakega od člankov telefonirala z enim ali več poznejšimi kupci. Te osebe so bile finančni analitiki, s katerimi je tožeča stranka v postopku v glavni stvari že več let redno razpravljala o temah, pomembnih za kapitalski trg. V najmanj enem primeru je zadevna oseba kmalu po zaključku telefonskega pogovora s tožečo stranko v postopku v glavni stvari poklicala svojega borznega posrednika, ki je nato oddal naročilo za nakup vrednostnih papirjev, ki so bili tema članka, ki je bil objavljen kmalu po tem.

24. AMF tožeči stranki v postopku v glavni stvari očita, da je navedene osebe med zadevnimi telefonskimi pogovori seznanila s skorajšnjo objavo zadevnih člankov. Zastopa stališče, da se informacija, da bo kmalu objavljen članek, ki povzema govorico na trgu, lahko šteje za notranjo informacijo in da zadevne informacije izpolnjujejo pogoje za to, da se opredelijo kot notranje

informacije. Zaradi tega je tožeči stranki v postopku v glavni stvari, potem ko jo je zaslila njegova komisija za sankcije, naložil globo v višini 40.000 EUR. Kupcem zadevnih vrednostnih papirjev so bile naložene globe zaradi trgovanja z notranjimi informacijami.

25. Predložitveno sodišče, Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija), obravnava tožbo zoper to odločbo.

26. V njej tožeča stranka prereka, da se je s poznejšimi kupci pogovarjala o člankih, katerih tema so bile govorice o prevzemih, in trdi, da informacije o skorajšnji objavi teh člankov vsekakor ni mogoče šteti za notranjo informacijo. Zgolj govorice naj namreč zaradi svoje inherentne negotovosti in nenatančnosti ne bi bile dovolj natančne. Natančnost informacije pa naj bi bil na podlagi člena 1(1) MAD oziroma člena 7(1)(a) MAR samostojen pogoj za njeno opredelitev kot notranja informacija. Zlasti naj ne bi bilo res, da je zahteva glede natančnosti odveč zaradi tega, ker je bila zadevna informacija opredeljena kot informacija, ki ima pomemben učinek na ceno. Poleg tega naj bi bila naložitev sankcije tožeči stranki v nasprotju s členom 21 MAR, ki za novinarje določa izjemo od prepovedi razkrivanja notranjih informacij. Zato bi bilo treba globo, ki ji je bila naložena, na podlagi uporabe te izjeme za njen položaj razveljaviti.

27. Predložitveno sodišče zastopa stališče, da zlasti precejšnje nenadne spremembe cen vrednostnih papirjev po objavi zadevnih člankov kažejo, da je šlo pri zadevnih informacijah za informacije, ki imajo pomemben učinek na ceno, v smislu člena 1(2) Direktive 2003/124 in člena 7(4) MAR. Vendar naj ne bi bilo jasno, ali zadevna informacija o skorajšnji objavi zadevnih člankov izpolnjuje merilo natančnosti, ker vsebina člankov – torej sklicevanje na govorico na trgu – morda ni dovolj določna.

28. Predložitveno sodišče se v zvezi z uporabo člena 21 MAR sprašuje, ali je tožeča stranka v postopku v glavni stvari ravnala „za novinarske namene“ v smislu te določbe in ali ta določba glede tega vsebuje izčrpno posebno ureditev. Sodišče naj bi namreč pri splošni izjemi od prepovedi razkrivanja notranjih informacij za poklicne namene zahtevalo, da mora biti razkritje notranje informacije nujno potrebno za opravljanje poklica in sorazmerno.<sup>9</sup> Zato naj bi bilo treba pojasniti, katere zahteve člen 21 MAR, po potrebi v povezavi s členom 10(1) MAR, določa za zakonitost ravnanja tožeče stranke v postopku v glavni stvari.

#### **IV. Vprašanja za predhodno odločanje in postopek pred Sodiščem**

29. Zaradi tega je Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu) odločilo, da postopek prekine in Sodišču na podlagi člena 267 PDEU v predhodno odločanje predloži ta vprašanja:

- „1. (a) Ali je treba člen 1, točka 1, MAD v povezavi s členom 1(1) Direktive 2003/124 razlagati tako, da informacija, da bo kmalu objavljen članek, ki povzema govorico na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov, lahko izpolnjuje zahtevo glede natančnosti, ki je v teh členih določena za opredelitev kot notranja informacija?
- (b) Ali okoliščina, da je v članku, katerega skorajšnja objava pomeni zadevno informacijo, kot govorica na trgu omenjena cena javne ponudbe za nakup, vpliva na presojo natančnosti zadevne informacije?

<sup>9</sup> Sodba z dne 22. novembra 2005, Grøngaard in Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

- (c) Ali so prepoznavnost novinarja, ki je avtor članka, ugled medijske hiše, ki ga je objavila, in (naknaden) dejansko pomemben učinek te objave na ceno vrednostnih papirjev, na katere se objava nanaša, upoštevna merila za presojo natančnosti zadevne informacije?
2. Če informacija, kakršna je zadevna, lahko izpolnjuje določeno zahtevo glede natančnosti:
- (a) Ali je treba člen 21 MAR razlagati tako, da je novinar informacijo, da bo kmalu objavljen njegov članek, ki povzema govorico na trgu, enemu od svojih običajnih virov razkril ‚za novinarske namene‘?
- (b) Ali je odgovor na to vprašanje med drugim odvisen od tega, ali je bil novinar z govorico na trgu seznanjen od tega vira oziroma ali je bilo razkritje informacije, da bo članek kmalu objavljen, potrebno za to, da je od tega vira dobil pojasnila v zvezi z verodostojnostjo govorice?
3. Ali je treba člena 10 in 21 MAR razlagati tako, da je treba zakonitost ali protipravnost razkritja, tudi če novinar notranjo informacijo razkrije ‚za novinarske namene‘ v smislu člena 21, presojati glede na to, ali je bilo razkritje ‚del običajnega opravljanja [novinarskega] poklica‘ v smislu člena 10?
4. Ali je treba člen 10 MAR razlagati tako, da mora biti razkritje notranje informacije, da je del običajnega opravljanja novinarskega poklica, nujno potrebno za opravljanje tega poklica in mora spoštovati načelo sorazmernosti?“

30. V pisnem postopku pred Sodiščem so pisna stališča glede vprašanj za predhodno odločanje predložili tožeča stranka v postopku v glavni stvari, AMF, Francoska republika, Kraljevina Norveška, Kraljevina Švedska, Kraljevina Španija in Evropska komisija. Poleg tega so se vsi udeleženci razen Kraljevine Norveške udeležili obravnave, ki je potekala 22. junija 2021.

## V. Pravna presoja

31. Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu) želi z vprašanji za predhodno odločanje v bistvu razjasniti, ali je bila tožeči stranki v postopku v glavni stvari upravičeno naložena globa zaradi kršitve prepovedi razkrivanja iz člena 622-1 RGAMF.<sup>10</sup> S to določbo je bil v francosko pravo v glavnem prenesen člen 3(a) MAD.

32. To sodišče želi s prvim vprašanjem za predhodno odločanje, točke od (a) do (c), najprej izvedeti, ali se lahko informacija, da bo kmalu objavljen članek o govorici na trgu, šteje za „notranjo informacijo“ v smislu člena 1, točka 1, MAD<sup>11</sup> in zaradi tega načeloma spada na področje uporabe prepovedi razkrivanja iz člena 3(a) MAD (v zvezi s tem pod A.). Drugo, tretje in četrto vprašanje za predhodno odločanje pa se nanašajo na izjeme od prepovedi razkrivanja notranjih informacij, in sicer v posebnem okviru novinarskega dela (v zvezi s tem pod B.).

<sup>10</sup> Prepoved razkrivanja zdaj neposredno izhaja iz člena 10(1) v povezavi s členom 14(c) MAR.

<sup>11</sup> Ujema se s členom 7(1)(a) MAR.

## A. Prvo vprašanje za predhodno odločanje

33. Predložitveno sodišče s prvim vprašanjem v bistvu sprašuje, ali in pod katerimi pogoji se informacija, da bo zelo kmalu objavljen članek o govoricu na trgu, šteje za natančno v smislu člena 1, točka 1, MAD in člena 1(1) Direktive 2003/124/ES.

34. Zahteva glede natančnosti je prvi od štirih pogojev na podlagi člena 1, točka 1, MAD, ki morajo biti izpolnjeni za to, da se informacija šteje za notranjo informacijo. Drugič, ta informacija ne sme biti javna. Tretjič, posredno ali neposredno se mora nanašati na enega ali več finančnih instrumentov ali njihovih izdajateljev. Četrto, ta informacija bi morala, če bi postala javna, pomembno vplivati na ceno zadevnih finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov (v nadaljevanju: pomemben učinek na ceno).<sup>12</sup>

35. Predložitveno sodišče meni, da so drugi, tretji in četrti pogoj izpolnjeni. Zlasti zastopa stališče, da je imela informacija, da bosta kmalu objavljena članka, pomemben učinek na ceno finančnih instrumentov v smislu četrtega pogoja. To ugotovitev utemeljuje zlasti z nenadnimi spremembami cen vrednostnih papirjev, ki so bili tema člankov, po njihovi objavi.

36. Zahteva glede natančnosti ima v skladu s členom 1(1) Direktive 2003/124 dva sestavna dela. Prvič, ta 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, ta informacija mora biti 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.

37. Predložitveno sodišče brez nadaljnje obravnave meni, da je prvi od teh dveh pogojev, in sicer razumno pričakovanje objave članka ob razkritju, izpolnjen. To pomeni, da se mu v bistvu zdi težaven le drugi pogoj, to je določnost<sup>13</sup> glede možnih vplivov na ceno. Njegova izpolnitev bi bila lahko po mnenju Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu) težavna, ker se zadevna informacija, to je skorajšnja objava članka, nanaša na govorico. Določnost te govorice naj bi bila vprašljiva, ker naj bi bilo mogoče, da jo je treba šteti za preveč nenatančno ali nezanesljivo, da bi bilo na njeni podlagi mogoče oblikovati zaključke o možnih vplivih na ceno. To bi lahko po mnenju predložitvenega sodišča vplivalo na določnost zadevne informacije. Zato predložitveno sodišče meni, da ne more ugotoviti, ali je šlo za notranjo informacijo, čeprav zadevna informacija po njegovem mnenju ni bila javna in je imela pomemben učinek na ceno finančnih instrumentov, zaradi česar je osebi, ki jo je imela, dala posebno prednost pred drugimi udeleženci na trgu.<sup>14</sup>

38. Vendar je v skladu s sodno prakso Sodišča element določnosti kot drugi sestavni del natančnosti notranje informacije<sup>15</sup> pogoj za obstoj notranje informacije, ki je glede na element pomembnega učinka na ceno finančnih instrumentov samostojen in neodvisen.<sup>16</sup> Zato je treba najprej preučiti, ali je mogoče informacijo, da bo kmalu objavljen članek, kljub okoliščini, da gre za članek o govoricu na trgu, šteti za določno v smislu člena 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124 (v zvezi s tem pod 1.).

<sup>12</sup> Sodba z dne 28. junija 2012, *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 25).

<sup>13</sup> V nadaljevanju uporabljam ta pojem za drugo merilo natančnosti v smislu člena 1(1) Direktive 2003/124 in izhajam iz tega, da se zdi sodišču bistveno izključno to.

<sup>14</sup> Sodba z dne 23. decembra 2009, *Spector Photo Group in Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, točka 52).

<sup>15</sup> Glej točko 36 teh sklepnih predlogov.

<sup>16</sup> Sodba z dne 11. marca 2015, *Lafonta* (C-628/13, EU:C:2015:162, točka 28).

39. Šele nato je treba glede na prvo vprašanje za predhodno odločanje, točka (c), pojasniti, ali je mogoče določnost zadevne informacije dodatno dokazati s tem, da je po objavi zadevnih člankov prišlo do nenadne spremembe cen (v zvezi s tem pod 2.).

### **1. Določitev določnosti zadevne informacije**

40. Iz že omenjene opredelitve elementa določnosti iz člena 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124 izhaja, da mora imeti informacija, da jo je mogoče oceniti, kot da ima pomemben učinek na ceno (ali ga nima), vsebino ali da mora biti informativna.<sup>17</sup> To pomeni, da verjetno ni mišljen visok prag.<sup>18</sup> S tem naj bi bile, nasprotno, izključene le informacije, ki z ozirom na oceno pomembnega učinka na ceno finančnih instrumentov že od vsega začetka nimajo upoštevne informativnosti.

41. V skladu z uvodno izjavo 1 Direktive 2003/124 se razumni vlagatelj pri oceni pomembnega učinka na ceno sklicuje zlasti na informacije, iz katerih je mogoče razbrati ekonomski vpliv informacije na podjetje<sup>19</sup> in njeno zanesljivost. Zato naj bi bile v skladu z navedbo Sodišča z elementom določnosti izključene le nejasne ali splošne informacije, na podlagi katerih ni mogoče sklepati o njihovem mogočem vplivu na ceno zadevnih finančnih instrumentov.<sup>20</sup>

42. Informacija, da bo kmalu objavljen članek, ki jo da avtor tega članka, sicer ni nejasna. Z njo se namreč iz zanesljivega vira sporoča, da se bo konkreten dogodek zagotovo zgodil. Vendar je ta informacija sama po sebi očitno presplošna, da bi bilo na njeni podlagi mogoče sklepati o mogočem vplivu na ceno nekega finančnega instrumenta. Tak sklep je mogoč samo v povezavi z vsebino zadevnega članka – to je v obravnavanem primeru govorica na trgu o prevzemih podjetij.

43. Na to povezavo opozarja tudi tožeča stranka v postopku v glavni stvari. Na podlagi nje sklepa, da je lahko informacija o objavi člankov določna le, če je določna vsebina posameznega članka. Vsebina spornih člankov pa naj v obravnavanem primeru ne bi bila določna, ker naj bi šlo pri tem za govorice, ki naj bi bile po svoji naravi nedoločne. Pri tem se med drugim sklicuje na izjavo nekdanjega Odbora evropskih zakonodajalcev za vrednostne papirje (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), v skladu s katero so govorice ravno nasprotje preverljivih in s tem natančnih informacij.<sup>21</sup>

44. Menim, da ti trditvi nista pravilni.

#### **a) Splošna (ne)določnost govoric na trgu**

45. Če bi bilo treba govorice na trgu na splošno šteti za nedoločne, takšne govorice nikoli ne bi mogle biti notranje informacije.<sup>22</sup> Vendar MAD ne določa izrecne izključitve govoric iz zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij. V uvodni izjavi 1 Direktive

<sup>17</sup> Glej v tem smislu sodbo z dne 11. marca 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, točka 31).

<sup>18</sup> V tem smislu sklepni predlogi generalnega pravobranilca M. Watheleta v zadevi Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, točka 37).

<sup>19</sup> Glej besedilo „pričakovani vpliv [...] z vidika celote aktivnosti, povezanimi z izdajateljem“.

<sup>20</sup> Sodba z dne 11. marca 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, točka 31).

<sup>21</sup> Glej CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, točka 1.5. V tem smislu tudi CESR, Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, točka 20, prva alineja.

<sup>22</sup> Določnost je namreč kot drugi element natančnosti v smislu člena 1, točka 1, MAD nujni pogoj za obstoj notranje informacije.

2003/124 je namreč, kot je bilo že omenjeno, izrecno navedeno, da je „zanesljivost vira informacij“ upoštevna pri oceni informativnosti. To pomeni, da Direktiva opredelitve kot notranja informacija ne pogojuje z absolutno zanesljivostjo. V povezavi s tem je zanesljivost postopen dejavnik in ga je treba določiti v vsakem posameznem primeru.

46. Poleg tega imajo govorice v tržni praksi pomembno praktično vlogo.<sup>23</sup> V skladu s tem se v členu 1, točka 2(c), MAD izhaja iz tega, da trg obdela govorice tako, da lahko prenašajo zavajajoče signale, ki lahko na podlagi manipulacije izkrivijo cene. Da bi se dosegel cilj Direktive, to je zagotoviti zaupanje vlagateljev s tem, da imajo vsi vlagatelji enake možnosti dostopa do informacij<sup>24</sup>, je treba na tem področju prepovedati izkoriščanje neravnovesij glede informacij.

47. To velja še toliko bolj, ker zanesljivost informacij, ki niso javne, pogosto ni zagotovljena. To z drugimi besedami pomeni, da bi bilo mogoče številne informacije o (prihodnjih) dogodkih do objave ali javne pojasnitve šteti za oziroma oblikovati kot govorico. Ker nezanesljivih informacij torej tako in tako ni mogoče povsem izvzeti s področja uporabe zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, so težave pri razmejevanju glede njihove določnosti neizogibne. Zato govoric zaradi njihovih inherentnih negotovosti ni upravičeno pavšalno izključiti kot preveč nedoločne. Vsekakor s tem ni mogoče vzpostaviti omembe vredne pravne varnosti.<sup>25</sup>

#### ***b) Povezava med vsebino in objavo članka***

48. Poleg tega na podlagi nedoločnosti vsebine članka ni mogoče brez nadaljnje obravnave sklepati o nedoločnosti informacije, da bo objavljen. S takim sklepanjem se, kot pravilno poudarja tudi AMF, ne bi upoštevalo, da se informativnost vsebine publikacije lahko spremeni prav zaradi dejstva, da pride do objave. To velja zlasti v primeru govoric, katerih vsebina pogosto ni natančna in katerih zanesljivost je odvisna od števila in položaja oseb, ki jih razširjajo. To pomeni, da lahko govorica z objavo postane bolj verodostojna, z besedilnim zapisom pa tudi bolj natančna.

49. Drugačen pogled poleg tega ne bi bil združljiv z varstvenim namenom zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij. Če pustimo ob strani možno spremembo govorice zaradi njene objave, je namreč za informacijo o objavi značilna lastna, dodatna informativnost. Vlagatelj namreč s tem, ko izve za čas objave govorice, pridobi prednost, kar zadeva informacije. To prednost lahko izkoristi v razmerju do drugih vlagateljev.

50. Zato je treba povezavo med objavo in vsebino članka pravilno razumeti tako, da je za določnost informacije, kakršna je zadevna, bistvena vsebina članka v obliki, ki jo ta dobi z objavo. Na trgu se namreč vrednoti prav ta okoliščina – objavljena vsebina članka – ki je zato podlaga za oceno vlagatelja.

51. Pri vsebini je bistveno, da je mogoče na podlagi objavljenih govoric sklepati o konkretnem ekonomskem vplivu na izdajatelja. Tako bi bilo treba na primer članek o „velikem“ prevzemu „v avtomobilskem sektorju“, v katerem ne bi bila navedena podjetja, na katera se nanaša prevzem, šteti za preveč splošen in zato nedoločen. Če je mogoče na podlagi članka vsaj implicitno sklepati o tem, na katera podjetja se nanaša prevzem, je članek in s tem govorica, če je v primeru govorice

<sup>23</sup> Glej na primer Van Bommel, „Rumors“, *The Journal of Finance*, zvezek 58, št. 4 (2003), str. 1499.

<sup>24</sup> V zvezi s tem glej sodbo z dne 23. decembra 2009, Spector Photo Group in Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, točke od 47 do 49).

<sup>25</sup> V zvezi s ciljem pravno varne opredeljivosti notranje informacije glej uvodno izjavo 3 Direktive 2003/124.

o prevzemu navedena ponudbena cena, sicer še bolj določen. Vendar se lahko na trgu, ker so javni prevzemi praviloma povezani s plačilom prevzemnih premij, ki se plačajo poleg cene delnice, tudi če ponudbena cena ni navedena, ocenjujejo možnosti vpliva na ceno.<sup>26</sup>

52. Ali je na podlagi objavljene govorice mogoče opredeliti tudi njeno zanesljivost, je odvisno od tega, ali je mogoče iz objave razbrati merila za dovolj konkretno določitev verodostojnosti in verjetnosti. Pri takih merilih gre lahko po eni strani za sklicevanje na viře govorice v članku. Po drugi strani je lahko v tem okviru pomemben tako ugled novinarja kot tudi ugled medijske hiše.<sup>27</sup> Ta ugled namreč lahko zaradi objave kaže na to, da je informacija dovolj preverjena. Tako na primer vestno preverjanje resničnosti informacij za objavo spada med poklicne dolžnosti novinarja<sup>28</sup>, neupoštevanja katerih zlasti pri ugledni novinarki ali uglednem novinarju ni treba pričakovati. Poleg tega pa so lahko pomembna tudi druga merila, kot je na primer stopnja konkretnosti jezika in vsebine.<sup>29</sup> V zvezi s tem je lahko spet pomembna navedba konkretne ponudbene cene. Vendar pri preverjanju določnosti (še) ni bistveno, ali je informacija na koncu dovolj zanesljiva za utemeljitev spodbude k trgovanju v smislu člena 1(2) Direktive 2003/124; bistveno je le, da je na podlagi nje mogoča zanesljiva in namenska ocena.

## 2. Naknadna (*ex post*) nenadna sprememba cen

53. Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu) želi s prvim vprašanjem za predhodno odločanje, točka (c), poleg tega izvedeti, ali je lahko pri presoji vprašanja, ali gre za določno informacijo, pomembna (naknadna) (*ex post*) nenadna sprememba cen po objavi zadevne informacije.

54. Obstoj notranje informacije je treba obvezno presojati s predhodne (*ex ante*) perspektive, saj je bistveni element notranje informacije ravno to, da ni javna. Zato je lahko naknadna nenadna sprememba cen pri presoji vprašanja, ali je informacija natančna v smislu člena 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124, že v izhodišču upoštevana le posredno, in sicer v okviru poznejšega dokazovanja.

55. V tem smislu je v uvodni izjavi 2 Direktive 2003/124 navedeno, da se lahko naknadna nenadna sprememba cen uporabi za preverjanje predhodnega (*ex ante*) pomembnega učinka na ceno (vendar ne da bi se lahko na tej podlagi ukrepalo proti osebi, ki je oblikovala razumne zaključke iz predhodnih informacij, ki so ji bile na razpolago). Informacija je imela namreč verjetno dejansko pomemben učinek na ceno, če je po njeni objavi prišlo do nenadne spremembe teh cen.<sup>30</sup> Predložitveno sodišče sprašuje, ali je ta preudarek mogoče uporabiti za določnost.

<sup>26</sup> V zvezi s tem glej tudi sodbo z dne 22. novembra 2005, *Grøngaard in Bang* (C-384/02, EU:C:2005:708, točki 37 in 38). V tem smislu tudi CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, točka 1.8.

<sup>27</sup> V zvezi z empirično analizo vloge teh dejavnikov glej *Ahern/Sosyura*, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, *The Review of Financial Studies*, zvezek 28, št. 7 (2015), str. 2050 in naslednje.

<sup>28</sup> Glej na primer deželne zakone o medijih nemških zveznih dežel, ki dosledno določajo dolžnost poročati resnico. Dolžnost resničnega in natančnega poročanja je tudi pogoj za to, da se novinarke in novinarji v okviru člena 10 EKČP lahko štejejo za osebe, upravičene do varstva; glej na primer sodbo ESČP z dne 7. februarja 2012, *Axel Springer AG proti Nemčiji* (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, točka 93).

<sup>29</sup> Glej prav tako *Ahern/Sosyura* (opomba 27).

<sup>30</sup> V zvezi s tem je treba spomniti, da je merilo za preverjanje pomembnega učinka na ceno razumni vlagatelj (glej že opomba 41 teh sklepnih predlogov); drugače povedano, do nenadne spremembe cen lahko pride tudi pri informaciji, ki nima pomembnega učinka na ceno v smislu člena 1(2) Direktive 2003/124, zlasti če je posledica nepredvidljivega odziva trga.

56. Na to vprašanje bi bilo vsekakor treba odgovoriti pritrdilno, če bi bila določnost notranje informacije nujni pogoj za njen pomemben učinek na ceno. V tem primeru bi bilo mogoče na podlagi naknadne nenadne spremembe cen sklepati tudi o tem, da je bila objavljena informacija določna. Zdi se, da za to povezavo obstaja veliko argumentov: informacija ima namreč v skladu z opredelitvijo iz člena 1(2) Direktive 2003/124 pomemben učinek na ceno, kadar bi razumni, to je obveščeni vlagatelj, na podlagi te informacije ukrepal. Pogoj za to je vsaj na prvi pogled, da je vsebina te informacije sploh šele omogočila, da je bila ta informacija ocenjena kot pomembna za to naložbeno odločitev. To pa ravno pomeni, da je bila dovolj določna, da je omogočila oblikovanje zaključkov o možnem vplivu na cene finančnih instrumentov.

57. Predložitveno sodišče in tožeča stranka v postopku v glavni stvari pa očitno zastopata nasprotno stališče, da lahko obstajajo informacije, ki imajo pomemben učinek na ceno, pa so kljub temu nedoločne. Vendar, če bi bilo tako, taka informacija, ker ne bi bil izpolnjen prvi pogoj člena 1, točka 1, MAD, ne bi bila notranja informacija. Zato bi tako stališče privedlo do tega, da bi bile nekatere informacije, ki imajo pomemben učinek na ceno in ki zaradi tega učinka osebi, ki ima to informacijo, dajejo posebno prednost, izvzete iz prepovedi trgovanja z notranjimi informacijami. Ta prednost bi se torej lahko izkoristila brez sankcij, kar bi lahko spodkopalo zaupanje vlagateljev v informacijsko ravnovesje.<sup>31</sup> Objektivnega razloga za to ni mogoče najti.<sup>32</sup>

58. Vendar za odgovor na prvo vprašanje za predhodno odločanje, točka (c), ni treba dokončno razjasniti, ali lahko obstajajo nedoločne informacije, ki imajo pomemben učinek na ceno. Tudi če bi želeli zavzeti tako stališče, namreč praviloma vendarle vsekakor velja, da razumni vlagatelj svoje naložbene odločitve opira na informacije, ki so do neke mere konkretne. Drugače povedano, informacija, ki ima pomemben učinek na ceno, je vsaj v veliki večini primerov tudi določna. To po mojem mnenju zadostuje za to, da se lahko preudarek iz uvodne izjave 2 Direktive 2003/124, v skladu s katerim naknadna nenadna sprememba cen vsekakor *nakazuje*, da je imela zadevna informacija pomemben učinek na ceno, razširi na določnost. Kljub temu učinku dokazovanja ali preverjanja je namreč treba tako in tako dejansko ugotoviti konkretno dejansko stanje in vsaj v okviru sankcij preveriti, ali je šlo za notranjo informacijo že zaradi predhodnih (*ex ante*) okoliščin.

### 3. Vmesni predlog

59. Zato je odgovor na prvo vprašanje za predhodno odločanje: informacija avtorja članka, da bo ta članek o govorici na trgu v zvezi s prevzemom podjetja kmalu objavljen, izpolnjuje zahtevo glede natančnosti iz člena 1, točka 1, MAD v povezavi s členom 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124, če je vsebina tega članka, kot je bil objavljen, tako določna, da je mogoče na njeni podlagi oblikovati zaključke o možnem vplivu na cene enega ali več finančnih instrumentov. To je mogoče, če so v članku, kot je bil objavljen, indici, na podlagi katerih je mogoče presoditi zanesljivost informacij, ki jih vsebuje, in je na podlagi tega mogoče sklepati o ekonomskem vplivu na izdajatelja. Pri tem so lahko pomembni poznanost in ugled novinarke ali novinarja, ki je avtorica oziroma avtor tega članka, ugled medijske hiše, ki ga je objavila, in to, da je v članku navedena cena zadevne prevzemne ponudbe. Morebitna nenadna sprememba cen po objavi

<sup>31</sup> Glej sodbo z dne 23. decembra 2009, Spector Photo Group in Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, točka 52).

<sup>32</sup> Sodišče je v sodbi z dne 28. junija 2012, Geltr (C-19/11, EU:C:2012:397, točka 48), v zvezi s tem kot bistveno upoštevalo pravno varnost izdajatelja, ki pa pri govoricah v zvezi z njim ne bi smela biti pomembna, ker izdajatelj tako in tako ni zavezan objaviti govorice v zvezi z njim.

zadevne informacije se lahko v smislu uvodne izjave 2 Direktive 2003/124 uporabi za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija določna v smislu člena 1(1), druga alternativa, te direktive.

## **B. Drugo, tretje in četrto vprašanje za predhodno odločanje**

60. Če bo predložitveno sodišče na podlagi zgoraj navedenih meril ugotovilo, da je treba informacijo, da bosta kmalu objavljena sporna članka, šteti za notranjo informacijo, se nato postavlja vprašanje, ali je bilo njeno razkritje, to je seznanitev zadevnih oseb z njo, tudi protipravno in s tem kaznivo.

61. Člen 3(a) MAD, to je določba, ki je veljala ob spornem dogodku, ne nasprotuje vsakemu razkritju notranjih informacij. Njihovo razkrivanje je v skladu z njo namreč prepovedano le, če se informacija ne razkrije „med opravljanjem običajnih službenih nalog, poklica ali dolžnosti“. Ta določba temelji na spoznanju, da bi kategorična prepoved razkrivanja ohromila pomembne druge procese. V praksi si namreč ni mogoče predstavljati, da bi lahko podjetje poslovalo, ne da bi obdelovalo in razkrivalo notranje informacije omejenemu krogu oseb znotraj podjetja (na primer pristojnim oddelkom) ali tudi navzven (na primer odvetnicam in revizorjem).

62. Vendar je Sodišče podrobneje pojasnilo, da je treba to izjemo od prepovedi razkrivanja razlagati ozko in je upoštevana le, če je razkritje nujno potrebno zaradi opravljanja poklica in če spoštuje načelo sorazmernosti.<sup>33</sup>

63. Današnja, skoraj dobesedna ustreznica člena 3(a) MAD je določba člena 10(1) MAR (v povezavi s členom 14(c) MAR). Poleg tega v veljavni pravni ureditvi člen 21 MAR določa, da je treba za novinarske namene ob uporabi navedenega člena 10 MAR upoštevati pravila o svobodi tiska in svobodi izražanja v drugih medijih ter kodekse, ki veljajo za novinarski poklic.

64. Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu) z drugim, tretjim in četrtem vprašanjem za predhodno odločanje sprašuje, kako je treba obvestilo, da bosta kmalu objavljena članka, presoditi ob upoštevanju navedenih določb MAR, oziroma drugače povedano, ali so v skladu z navedenima določbama izpolnjeni pogoji za izjemo od prepovedi razkrivanja.

65. Zato je treba pojasniti, kakšno pravno ureditev MAR določa za ravnanje z notranjimi informacijami v okviru novinarstva. To v bistvu pomeni, da je treba ugotoviti, kako je mogoče primerno uravnovežiti svobodo tiska in svobodo izražanja v medijih ter zaščito celovitosti trga, ki jo Sodišče, s tem ko teži k strogi uporabi prepovedi razkrivanja v okviru opravljanja poklica, posebno poudarja. Zato je treba na drugo, tretje in četrto vprašanje za predhodno odločanje podati skupen odgovor (v zvezi s tem pod 2.).

66. Vendar je treba pred tem obravnavati dopustnost teh vprašanj za predhodno odločanje, saj MAR – kot je predložitveno sodišče samo ugotovilo – ob dogodku, ki je predmet postopka v glavni stvari, še ni veljala, temveč so veljale še določbe MAD (v zvezi s tem takoj pod 1.).

<sup>33</sup> Sodba z dne 22. novembra 2005, Grøngaard in Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, točka 34).

## **1. Uporaba MAR v postopku v glavni stvari (dopustnost drugega, tretjega in četrtega vprašanja za predhodno odločanje)**

67. Predložitveno sodišče zastopa stališče, da je člen 21 MAR v primerjavi s členom 3(a) MAD, ki je časovno dejansko upošteven, določba, ki je za novinarke in novinarje ugodnejša in ki jo je treba v obravnavanem okviru sankcije na podlagi načela *lex-mitior*<sup>34</sup> uporabiti tudi za dejanja, opravljena pred njenim začetkom veljavnosti. Zato naj bi bila vprašanja v zvezi s členom 21 MAR upoštevna za odločitev v postopku v glavni stvari.

68. Ali člen 21 MAR dejansko vsebuje milejšo ureditev, ker je bilo treba tudi, ko je veljal člen 3(a) MAD, pri njegovi razlagi in uporabi že upoštevati temeljne pravice, zlasti člen 11 Listine in člen 10 EKČP,<sup>35</sup> ni mogoče ugotoviti brez nadaljnje obravnave. Ta presoja je v bistvu namreč odvisna od tega, kako je treba člen 21 MAR razlagati v posamičnem primeru. Ker pa je to ravno predmet teh vprašanj za predhodno odločanje, je njihov vsebinski preizkus potreben, da se izpolnijo zahteve glede pravilnega delovanja pravosodja.<sup>36</sup>

69. To velja tudi za člen 10(1) MAR, po razlagi katerega se izrecno sprašuje v tretjem in četrtem vprašanju za predhodno odločanje. Sicer člen 3(a) MAD glede tega vsebuje določbo, ki je – vsaj glede besedila – podobna, tako da se uporaba načela *lex-mitior* v tem primeru na prvi pogled ne zdi možna. Vendar je v členu 21 MAR izrecno sklicevanje na člen 10, ti določbi pa sta del enotne ureditve. Zato je treba, da se lahko zagotovi ustrezna razlaga, preučiti medsebojno razmerje teh dveh določb.

70. Glede na navedeno je vsebinski preizkus drugega, tretjega in četrtega vprašanja za predhodno odločanje dopusten.

## **2. Izjeme od prepovedi razkrivanja notranjih informacij, ki veljajo za novinarsko delo**

71. Drugo, tretje in četrto vprašanje za predhodno odločanje se po eni strani nanašajo na uporabo člena 21 MAR v postopku v glavni stvari. Predložitveno sodišče sprašuje, ali je mogoče obvestilo, da bo kmalu objavljen članek, šteti za razkritje notranje informacije „za novinarske namene“. Po drugi strani sprašuje, kakšno je razmerje med členom 21 in členom 10(1) MAR.

72. To vprašanje izhaja iz tega, da tožeča stranka v postopku v glavni stvari zastopa stališče, da je člen 21 MAR izčrpna posebna ureditev za novinarsko delo. Zanj naj zato ne bi veljale splošne zahteve za zakonitost razkritja notranje informacije v okviru opravljanja poklica na podlagi člena 10 MAR. Zaradi tega naj pri novinarskem delu tudi ne bi bilo treba preveriti zahtev glede nujne potrebnosti in sorazmernosti razkritja notranje informacije<sup>37</sup>, ki ju je določilo Sodišče.

<sup>34</sup> Glej člen 49(1), tretji stavek, Listine. Kot je navedlo predložitveno sodišče, ima kršitev prepovedi razkrivanja v francoskem pravu kazensko naravo. Poleg tega je Sodišče že presodilo, da so lahko tudi upravne sankcije v zakonodaji o zlorabi trga kazenske narave in zato med drugim upravičujejo uporabo člena 48 Listine; glej sodbo z dne 2. februarja 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, točki 42 in 43).

<sup>35</sup> Glej tudi uvodno izjavo 44 MAD.

<sup>36</sup> Glej v tem smislu sodbi z dne 26. februarja 2002, Svet/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, točka 52), in z dne 5. novembra 2019, ECB in drugi/Trasta Komerbanka in drugi (C-663/17 P, C-665/17 P in C-669/17 P, EU:C:2019:923, točka 46).

<sup>37</sup> V zvezi s tem glej točko 62 teh sklepnih predlogov.

## a) *Pojem razkritja notranje informacije „za novinarske namene“*

### 1) *Razlaga tega pojma*

73. Zaradi tega stališča tožeče stranke v postopku v glavni stvari sta zlasti AMF in francoska vlada v obravnavanem postopku zastopala stališče, da je treba pojem „novinarski nameni“ razlagati posebej ozko. V skladu z njunim stališčem naj bi ta pojem zajemal le objavo informacije in dejanja, ki so neposredno povezana s to objavo. To bi pomenilo, da ta pojem ne zajema obvestila, da bo kmalu objavljen članek, ker se to obvestilo razkrije zgolj majhnemu krogu oseb in zato ni niti objavljeno niti ni neposredno namenjeno objavi zadevnega članka.

74. Vendar taka razlaga pojma „novinarski nameni“ glede na smisel in namen člena 21 MAR skoraj ni upravičena. Z njo bi se namreč, če jo dosledno do konca preučimo, iz varstva svobode tiska in svobode izražanja v okviru zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij, vnaprej izključil bistveni del novinarskega dela, ki se opravi pred dejansko objavo, zlasti poizvedovanje. Člen 21 MAR pa se mora uporabljati v skladu z varstvom svobode tiska in svobode izražanja v medijih.<sup>38</sup> To je cilj MAR, kot je razvidno iz njene uvodne izjave 77. V skladu z njo naj bi se z vsakim sklicevanjem na te temeljne pravice v besedilu te uredbe zagotovilo, da se upoštevajo tako, kot so priznane v Listini in EKČP.

75. To velja zlasti, ker bi se člen 21 MAR v nasprotnem primeru uporabljal le še na razmeroma omejenem področju. Objava informacije, do katere pride v široko razširjeni medijski hiši, je namreč vsekakor dovoljena že povsem neodvisno od uporabe člena 21 MAR. S tako objavo se namreč odpravi pogoj, da informacija ni javna, in s tem njeno naravo notranje informacije.<sup>39</sup>

76. Evropsko sodišče za človekove pravice (v nadaljevanju: ESČP) ob upoštevanju člena 10 EKČP<sup>40</sup> sicer poudarja funkcijo novinarstva, ki je v razširjanju informacij in idej o vseh vprašanih, ki so v javnem interesu.<sup>41</sup> Vendar na podlagi tega ni mogoče sklepati, da so s svobodo tiska dejansko tudi zaščitene le dejanska objava informacij in dejavnosti, ki so tesno povezane z njo. V skladu s sodno prakso ESČP so namreč na področje varstva izrecno vključene dejavnosti, ki so – kot poizvedbe in raziskave – namenjene zgolj pripravi na poznejše razširjanje ali objavo. Tem dejavnostim se celo priznava posebna potreba po varstvu.<sup>42</sup> Zaradi tega preverjanje dejanskega stanja pri viru<sup>43</sup> pred njegovo objavo, ki je omenjeno v drugem vprašanju za predhodno odločanje, točka (b), brez težav spada na področje varstva svobode tiska in svobode izražanja

<sup>38</sup> Če pa bi želeli navedene temeljne pravice v primeru restriktivne razlage na vsak način upoštevati pri preverjanju običajnega opravljanja novinarskega poklica v smislu člena 10(1) MAR, pa člen 21 MAR oziroma njegova restriktivna razlaga v praksi sploh ne bi bila pomembna.

<sup>39</sup> Glej v tem smislu sodbo z dne 10. maja 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, točka 39), v skladu s katero v razmerju do notranje osebe, ker ni neravnovesja glede informacij, ni mogoče trgovati z notranjimi informacijami. Položaj je lahko drugačen, če je informacija objavljena v tiskovini z zelo majhnim dosegom.

<sup>40</sup> Pravice, ki jih zagotavlja člen 10 EKČP, so v smislu člena 52(3) Listine glede svobode tiska in svobode izražanja enake pravicam, ki jih zagotavlja člen 11 Listine; glej Pojasnila k Listini (UL 2007, C 303, str. 21 in 33) ter sodbi z dne 4. maja 2016, Philip Morris Brands in drugi (C-547/14, EU:C:2016:325, točka 147), in z dne 14. februarja 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, točka 65). Kadar se kot usmeritev uporabijo ustrezne pravice, ki so zagotovljene z EKČP, je treba v skladu s pojasnili k členu 52(3) Listine (UL 2007, C 303, str. 33) upoštevati ne le njihovo besedilo, temveč tudi sodno prakso ESČP; glej sodbo z dne 30. junija 2016, Toma in Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, točka 41).

<sup>41</sup> Glej sodbi ESČP z dne 7. februarja 2012, Axel Springer proti Nemčiji (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, točka 79), in z dne 8. novembra 2016, Magyar Helsinki Bizottság proti Madžarski (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, točka 168); glej tudi sodbo z dne 16. decembra 2008, Satakunnan Markkinapörssi in Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, točka 61).

<sup>42</sup> Sodba ESČP z dne 25. aprila 2006, Dammann proti Švici (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točka 52).

<sup>43</sup> V zvezi z varstvom virov glej na primer sodbi z dne 27. marca 1996, Goodwin proti Združenemu kraljestvu (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), in z dne 5. oktobra 2017, Becker proti Norveški (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

v medijih in s tem na področje uporabe člena 21 MAR. To velja tudi, če bi tožeča stranka v postopku v glavni stvari pri takem preverjanju razkrila, da bo v zelo kratkem času objavila članek o tem dejanskem stanju.

77. Vendar, kot je navedel AMF, pogovori med tožečo stranko v postopku v glavni stvari in poznejšimi kupci niso bili namenjeni preverjanju informacije, ampak zgolj obvestilu, da bo kmalu objavljen članek o zadevni govorici.

78. Vendar na področje varstva svobode tiska lahko spada tudi tako dejanje. V skladu s sodno prakso ESČP ni treba, da je zadevno dejanje neposredno koristno za neko objavo. Tako je ESČP v primeru novinarja, ki je redno poročal o primerih storitve kaznivih dejanj, za poizvedbo o zaupnih informacijah, ki jo je opravil pri uslužbenki državnega tožilstva, katere namen je bil, da na splošno ostane obveščen o preiskavi, ne da bi se pripravljala na neko objavo ali poizvedovanje, brez nadaljnje obravnave štelo, da spada na področje varstva svobode tiska.<sup>44</sup>

79. To pomeni, da je edini pogoj za uporabo varstva svobode tiska in s tem za uporabo člena 21 MAR, da se dejanje ali delo opravi v vlogi<sup>45</sup> novinarja in ne za zasebne namene. Za to je potrebno, da je to dejanje ali delo tako objektivno, kot tudi – glede namena – povezano z novinarskim delom zadevne osebe. Tako novinarsko delo mora biti na splošno usmerjeno k razkrivanju informacij javnosti. Vendar ni treba, da gre pri zadevnem dejanju za obveščanje javnosti.

80. Zaradi tega bi bilo treba obvestilo, da bo kmalu objavljen zadevni članek, šteti za razkritje za „novinarske namene“ v smislu člena 21 MAR že, če bi predložitveno sodišče ugotovilo, da imajo finančni novinarji med poizvedovanjem v praksi stike s finančnimi analitiki in se v okviru teh stikov izmenjujejo tudi informacije o člankih, ki bodo kmalu objavljeni, in njihovi objavi.

81. Vendar bi bila potrebna drugačna presoja, če zadevni stiki niso bili namenjeni pridobitvi informacij za (prihodnje) članke, ampak povsem neodvisno od tega temu, da bi se pridobila prednost, v zvezi z informacijami, oziroma da bi se taka prednost izkoristila. Predložitveno sodišče mora ugotoviti, ali je podano dejansko stanje, ki je pogoj za tako presojo.<sup>46</sup>

82. Vprašanje, ki ga je treba ločiti od vprašanja uporabe člena 21 MAR, je po drugi strani, ali gre pri taki novinarski praksi v bistvu za zakonito razkrivanje notranjih informacij. V nasprotju s tem, kar trdi tožeča stranka v postopku v glavni stvari, namreč to, da so pogoji za uporabo člena 21 MAR izpolnjeni, še ne pomeni, da se izjema od prepovedi razkrivanja uporablja. Na ta vidik se nanaša tretje vprašanje za predhodno odločanje.

83. V zvezi s tem že iz besedila člena 21 MAR izhaja, da se tako „razkritje [...] za namene člena 10 [...] oceni ob upoštevanju pravil o svobodi tiska in svobodi izražanja v drugih medijih in kodeksih, ki veljajo za novinarski poklic“. To pomeni, da se pri tej določbi očitno izhaja iz tega, da je tudi pri razkrivanju notranjih informacij za novinarske namene člen 10(1) MAR upoštevna določba za presojo zakonitosti tega razkrivanja. Le v okviru te določbe je sploh mogoče upoštevati zadevne temeljne pravice in kodekse, ki veljajo za neki poklic. Tako člen 21 MAR ne določa nobene samostojne pravne posledice in že zaradi tega ne more biti samostojna izjema od prepovedi razkrivanja.

<sup>44</sup> Sodba ESČP z dne 25. aprila 2006, Dammann proti Švici (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točka 28).

<sup>45</sup> Kot „posledica delovanja kot novinar“ glej sodbi ESČP z dne 20. oktobra 2015, Pentikäinen proti Finski (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, točka 35), in z dne 5. januarja 2016, Erdtmann proti Nemčiji (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, točka 16).

<sup>46</sup> V zvezi s tem glej podrobneje točko 85 in naslednje teh sklepnih predlogov v neposrednem nadaljevanju.

84. Glede na navedeno je treba za odgovor na vprašanje o zakonitosti ali protipravnosti razkritja za novinarske namene v drugi fazi presoditi, ali je bilo razkritje del običajnega opravljanja novinarskega poklica v smislu člena 10(1) MAR.<sup>47</sup> Zaradi tega pa je področje uporabe člena 21 MAR dopustno izenačiti z varstvom svobode tiska in svobode izražanja v medijih in posledično šteti, da gre za razkrivanje notranjih informacij „za novinarske namene“ vedno, kadar do njega pride, ko zadevna oseba opravlja novinarsko delo.<sup>48</sup>

## 2) *Dokaz obstoja novinarskih namenov v posameznem primeru*

85. Na podlagi zgornjih preudarkov<sup>49</sup> je že jasno, da sta lahko preizkus in dokaz (ne)obstoja novinarskih namenov na ravni dejanskega stanja težavna.

86. Na podlagi splošnih pravil imajo pristojni državni organi dolžnost, da dokažejo kršitev prepovedi razkrivanja; ti morajo torej tudi dokazati, da do razkritja ni prišlo za novinarske namene. Za to morajo dokazati objektivne okoliščine zadevnega dejanja, na podlagi katerih mora sodišče, ki obravnava zadevo, ugotoviti, ali so te okoliščine povezane z novinarskim delom zadevne osebe oziroma ali je mogoče vsaj najti konkretne indice za to.

87. Pri tem je očitno, da bo sodišče lažje štelo, da gre za novinarske namene, če bo zadevna novinarka ali zadevni novinar pojasnila oziroma pojasnil, na kakšen način je očitano dejanje del njenega oziroma njegovega novinarskega dela. Vendar to ne sme privedi do tega, da se dokazovanje obstoja novinarskih namenov nazadnje naloži zadevni osebi. Vsaka zadevna oseba ima namreč tudi v postopku ugotavljanja upravnega prekrška pravico do molka<sup>50</sup>, uveljavljanje te pa ji ne sme biti v škodo. Prav tako tudi na področju pregona kaznivih dejanj v zvezi z razkrivanjem notranjih informacij velja domneva nedolžnosti (člen 48(1) Listine).<sup>51</sup> Zato od novinarke ali novinarja ni mogoče zahtevati, da podrobno pojasni okoliščine v zvezi z nameni razkritja zadevne informacije. S tem se končno upoštevajo zahteve glede varstva novinarskih virov.

88. Zato je v primeru dvoma pri poklicnih novinarkah in novinarjih to, da je šlo za razkritje „za novinarske namene“ v smislu člena 21 MAR, mogoče izključiti le, kadar objektivne okoliščine zadevnega dejanja niso notranje povezane z njihovim poklicnim delom. Druga možnost je, da se – na podlagi postopkov, ki jih v zvezi s tem določa nacionalna zakonodaja – uspe dokazati, da je do razkritja prišlo subjektivno, za nepoklicne oziroma osebne namene.

### ***b) Preizkus „običajnega opravljanja [...] poklica“ novinarja v smislu člena 21 v povezavi s členom 10(1) MAR***

89. V skladu s členom 10(1) MAR razkritje notranje informacije ni protipravno, kadar je „del običajnega opravljanja [...] poklica“. Pri tem se postavlja vprašanje, ali to na področju uporabe člena 21 MAR velja le za razkritje, ki je nujno potrebno zaradi opravljanja poklica novinarja v smislu sodbe Grøngaard in Bang in spoštuje načelo sorazmernosti.<sup>52</sup>

<sup>47</sup> V zvezi s tem točka 89 in naslednje teh sklepnih predlogov v neposrednem nadaljevanju.

<sup>48</sup> V zvezi s tem glej točko 79 teh sklepnih predlogov.

<sup>49</sup> Glej zlasti točko 80 teh sklepnih predlogov.

<sup>50</sup> Glej sodbo z dne 2. februarja 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, točka 42).

<sup>51</sup> Glej uvodno izjavo 11 Direktive 2014/57/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o kazenskih sankcijah za zlorabo trga (direktiva o zlorabi trga).

<sup>52</sup> V zvezi s tem glej že točko 62 teh sklepnih predlogov.

90. Sodno prakso v zadevi Grøngaard in Bang, ki je prvotno izšla v zvezi s členom 3(a) Direktive 89/592<sup>53</sup>, je mogoče brez nadaljnje obravnave uporabiti za člen 10(1) MAR. Zadevni določbi sta namreč v veliki meri identični, preudarki, na podlagi katerih je Sodišče prišlo do te razlage merila „običajnega opravljanja poklica“, pa so še vedno upoštevni. Zlasti se razkrivanje notranjih informacij še vedno pojmuje kot resna grožnja za delovanje kapitalskih trgov in zaupanje vlagateljev vanje<sup>54</sup>, zaradi česar mora biti izjem od prepovedi razkrivanja čim manj. Pomen, ki ga zakonodajalec pripisuje zaščiti celovitosti trga, se je celo še povečal s tem, da je zadevna ureditev s sprejetjem MAR dobila naravo uredbe.<sup>55</sup>

91. Vendar se predložitveno sodišče sprašuje, ali ta sodna praksa velja tudi v okviru člena 21 MAR (v povezavi z njenim členom 10(1) MAR). Ker je namreč glavna funkcija tiska prav razširjanje idej in informacij v zvezi s temami, ki so v javnem interesu<sup>56</sup>, stroga uporaba prepovedi razkrivanja na poseben način omejuje opravljanje novinarskega poklica.

92. To pa – v nasprotju s preudarki predložitvenega sodišča v okviru četrtega vprašanja za predhodno odločanje – ne pomeni, da strogi pogoji, ki jih je Sodišče postavilo za izjemo od prepovedi razkrivanja v okviru opravljanja novinarskega dela, že v izhodišču ne veljajo. Člen 21 MAR namreč kaže le, da je treba to sodno prakso uporabljati na način, ki ne privede do kršitve svobode tiska in svobode izražanja v medijih.

93. Pri tem je treba na področju finančnega novinarstva razlikovati glede na to, ali novinarsko delo vključuje izključno teme, ki so zanimive za vlagatelje, ali se poleg tega nanaša tudi na teme, ki so v splošnem političnem ali družbenem interesu. V skladu s sodno prakso ESČP je namreč v okviru družbeno ali politično pomembnih razprav malo manevrskega prostora za omejitev svobode tiska<sup>57</sup>, medtem ko objavam, za katere obstaja omejen interes javnosti, ni treba pripisovati enakega pomena.<sup>58</sup>

94. Na podlagi teh meril obstaja velika potreba po razjasnitvi in s tem velik javni interes za odkrivanje neprimernih praks v podjetjih, ki so pogosto povezane z javno razpravo o ureditvi gospodarstva ali morebitnih neizpoljenih obveznostih državnih organov.<sup>59</sup> To velja zlasti tudi zato, ker so podjetja bolj nagnjena k temu, da ne objavljajo informacij, ki so za njih negativne, tudi če je to morda v nasprotju z obveznostjo *ad hoc* objave, ki izhaja iz člena 17(1) MAR. Tako

<sup>53</sup> Direktiva Sveta 89/592/EGS z dne 13. novembra 1989 o usklajevanju predpisov o trgovanju z notranjimi informacijami (UL 1989, L 334, str. 30).

<sup>54</sup> Tako argumentacija v sodbi z dne 22. novembra 2005, Grøngaard in Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, točka 33). V zvezi s tem glej drugo in peto uvodno izjavo Direktive 89/592 na eni ter uvodne izjave 1, 2 in 23 MAR na drugi strani.

<sup>55</sup> V tem smislu tudi uvodna izjava 4 MAR. Poleg tega to potrjuje dejstvo, da Direktiva 2014/57/EU Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. aprila 2014 o kazenskih sankcijah za zlorabo trga (direktiva o zlorabi trga) (UL 2014, L 173, str. 179), zlasti njen člen 4, za nekatere primere kaznivih dejanj v zvezi z razkrivanjem notranjih informacij določa, da države članice v nacionalni zakonodaji zanje predvidijo kazenske sankcije.

<sup>56</sup> V zvezi s tem glej že točko 76 in opombo 41 teh sklepnih predlogov.

<sup>57</sup> Sodbe ESČP z dne 7. junija 2007, Dupuis in drugi proti Franciji (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, točka 40); z dne 10. decembra 2007, Stoll proti Švici (CE:ECHR:2007:1210JUD0006969801, točka 117 in naslednje), in z dne 29. marca 2016, Bédat proti Švici (CE:ECHR:2016:0329JUD0005692508, točka 49).

<sup>58</sup> Glej v tem smislu sodbo ESČP z dne 23. junija 2016, Brambilla proti Italiji (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, točka 59).

<sup>59</sup> Kot zelo pomemben primer je treba omeniti članek „Is Enron Overpriced?“ avtorice Bethany McLean (Fortune, 5. marec 2001), ki je pomagal odkriti enega od največjih podjetniških škandalov v ZDA. Naslednji primer so poizvedovanja Renate Daum, ki je v Nemčiji odkrila bilančni škandal v primeru podjetja ComRoad („Zunaj nadzora. Kako so podjetje ComRoad in drugi v Nemčiji smuknili skozi finančni sistem“, 2003). Prav tako so novinarji *Financial Times* že leta 2015 izrazili dvome glede celovitosti finančnega poročanja družbe Wirecard AG (Dan McCrum, „The House of Wirecard“, *Financial Times*, 27. april 2015).

imajo tiskani mediji funkcijo „javnega psa čuvaja“. <sup>60</sup> Da lahko učinkovito opravljajo to funkcijo, pa jim mora biti v čim širšem okviru dovoljeno, da obdelujejo in po potrebi razkrivajo tudi notranje informacije.

95. Omejitve razkrivanja notranjih informacij pa je mogoče lažje upravičiti pri objavah, ki zanimajo izključno vlagatelje. Te objave so namenjene zgolj splošnemu interesu trga za informacije, ki pa ga je sicer treba ob upoštevanju ciljev učinkovitosti informacij in preglednosti, določenih v zakonodaji o kapitalskem trgu, šteti za samostojen javni interes. <sup>61</sup> Vendar se ta interes upošteva že z mehanizmi za objavljanje, ki jih določa zakonodaja o kapitalskem trgu. <sup>62</sup> Pri prevzemih podjetij, kakršni so predmet obravnavanega primera, je na primer poleg *ad hoc* objave, ki je bila že omenjena, z Direktivo 2004/25 določena tudi objava ponudbe za prevzem s strani ponudnika. <sup>63</sup>

96. To za uporabo člena 21 v povezavi s členom 10(1) MAR in preizkus merila nujne potrebnosti razkritja pomeni: v skladu s sodno prakso ESČP je treba, tudi če obstaja velik javni interes za poročanje, vsekakor preveriti, ali bi obstajali očitni drugi načini za uresničitev novinarskih ciljev. <sup>64</sup>

97. V primeru, kakršen je obravnavani, pa je mogoče poleg tega na podlagi strožjega merila za preizkus preveriti tudi, ali je bila zadevna informacija že dovolj preverjena, kar mora načeloma oceniti novinarka ali novinar. Vsekakor je mogoče preučiti, ali bi bilo mogoče informacijo preveriti tudi brez omembe skorajšnje objave zadevnega članka. Če bi predložitveno sodišče ugotovilo, da do obvestila o objavi zadevnega članka ni prišlo v povezavi s preverjanjem informacije <sup>65</sup>, bi bilo treba preizkusiti, ali je bilo razkritje sicer dejansko potrebno za izpolnitev novinarskih nalog, zlasti, ali je bilo mogoče le tako zagotoviti tok informacij za prihodnje članke.

98. Glede na navedeno se v obravnavanem primeru ne zdi izključeno, da bi predložitveno sodišče ugotovilo, da obvestilo o skorajšnji objavi ni bilo nujno potrebno.

99. V nasprotnem primeru bi bilo treba nato pri tehtanju svobode tiska in celovitosti trga v okviru preizkusa sorazmernosti dejansko po eni strani upoštevati, da je zaradi razkritja notranje informacije prišlo do trgovanja z notranjimi informacijami. <sup>66</sup>

100. Zaradi tega namreč najprej nastane realna finančna škoda. Če namreč zaupljivi vlagatelji niso seznanjeni z zadevnimi informacijami, svoje vrednostne papirje – odvisno od vsebine informacije – prodajo za prenizko ceno ali jih kupijo za previsoko ceno. Oškodovani so predvsem posebej pazljivi vlagatelji, ker se posebno hitro odzivajo na cenovne premike, ki so posledica

<sup>60</sup> V tem smislu nazadnje sodba ESČP z dne 20. maja 2021, Amaghlobeli in drugi proti Gruziji (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, točka 36).

<sup>61</sup> V zvezi s tem glej že točko 1 teh sklepnih predlogov.

<sup>62</sup> Mediji pa lahko tudi na tem področju dobijo pomembnejšo funkcijo, kadar glede nekaterih informacij grozi odpoved teh mehanizmov; v zvezi s tem glej že točko 94 teh sklepnih predlogov.

<sup>63</sup> Glej člen 6 Direktive Evropskega parlamenta in Sveta 2004/25/ES z dne 21. aprila 2004 o ponudbah za prevzem (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 17, zvezek 2, str. 20).

<sup>64</sup> Tako ESČP na primer preveri, ali bi bilo mogoče zelene informacije pridobiti tudi zakonito; glej na primer sodbi ESČP z dne 20. maja 2021, Amaghlobeli in drugi proti Gruziji (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, točka 39), in z dne 25. aprila 2006, Dammann proti Švici (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točki 53 in 56). Glej tudi sodbo z dne 20. oktobra 2015, Pentikäinen proti Finski (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, točka 101), v okviru katere je ESČP preučilo, ali bi lahko pritožnik svoje poročanje nadaljeval enako dobro, če bi upošteval odredbo policije.

<sup>65</sup> V zvezi z različnimi dejanskimi hipotezami glej točki 76 in 80 teh sklepnih predlogov.

<sup>66</sup> V zvezi z upoštevnostjo nastale kršitve pravic pri tretjih osebah ali v zvezi z varovano pravno dobrino glej sodbo ESČP z dne 1. julija 2014, A.B. proti Švici (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, točka 55), s sklicevanjem na sodbo z dne 7. junija 2007, Dupuis in drugi proti Franciji (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Glej tudi sodbo z dne 10. decembra 2007, Stoll proti Švici (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, točka 130).

trgovanja z notranjimi informacijami in ki jih ni mogoče drugače razložiti. Poleg tega srednjeročno obstaja nevarnost, da bodo ti vlagatelji povsem izgubili zaupanje v trg in ga zapustili. S tem s trga odidejo ravno tisti (pazljivi) vlagatelji, ki skrbijo za hitro in pravilno oblikovanje cen na trgu. Poleg tega in posledično obstaja nevarnost, da javnost na splošno izgubi zaupanje v delovanje trgov<sup>67</sup>, ki ga po mnenju zakonodajalca skoraj ni več mogoče povrniti.<sup>68</sup>

101. Po drugi strani je treba pri tehtanju upoštevati, da se medijev z zadevno ureditvijo ali njeno uporabo – konkretno torej s prepovedjo razkrivanja – ne sme na splošno odvrniti od tega, da bi poizvedovali ali objavljali o določenih temah.<sup>69</sup> Pri tem ima pomembno vlogo teža zagrožene sankcije.<sup>70</sup>

102. Vendar je to, ali je zadevni član tiskanega medija upravičen do varstva, v posameznem primeru odvisno od tega, ali je ravnal v skladu s svojimi dolžnostmi in odgovorno.<sup>71</sup> Pri tem je posebej pomembno, pa čeprav ne odločilno, ali je bilo njegovo ravnanje zakonito.<sup>72</sup> Zato je lahko v primeru, kakršen je obravnavani, pomembno, v kolikšni meri je novinarka ali novinar – poleg morebitnega lastnega kaznivega ravnanja – (zavestno) udeležena ali udeležen pri kaznivem dejanju tretje osebe, na primer pri trgovanju tretje osebe z notranjimi informacijami.

103. Tožeča stranka v postopku v glavni stvari v zvezi z morebitnim odvratilnim učinkom<sup>73</sup> zakonodaje, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij za finančne novinarje, sicer poudarja, da ni ravnala v nasprotju z nobenim pravilom poklicnega ravnanja, ki prepoveduje obvestilo o skorajšnji objavi članka v takih okoliščinah.<sup>74</sup> Vendar mora predložitveno sodišče v zvezi s tem po eni strani preveriti, ali to pomeni, da je bilo ravnanje tožeče stranke dejansko skladno s pravili poklicnega ravnanja, ki veljajo za novinarje. Po drugi strani pa, tudi če so bila spoštovana pravila poklicnega ravnanja, ki veljajo za novinarje, vsaj v obravnavanem okviru ni mogoče brez nadaljnje obravnave sklepati, da je bilo razkritje notranje informacije zakonito. Nekateri poklicni standardi, ki veljajo v državah članicah, namreč samo delno urejajo navzkrižje med svobodo tiska in zakonodajo, ki ureja trgovanje na podlagi notranjih informacij<sup>75</sup>, tako da ravnovesje med svobodo tiska in celovitostjo trga, ki je cilj člena 21 MAR, ne bi bilo mogoče doseči zgolj z upoštevanjem pravil poklicnega ravnanja, ki veljajo za novinarje. To pomeni, da zajamčeni temeljni pravici svobode tiska in svobode izražanja ostajata odločilno merilo, zakonodajalec, ki sprejema zakone z enostavno večino glasov, ali poklicne organizacije pa tako in tako ne morejo prosto določati vsebine teh pravic.

<sup>67</sup> V zvezi s tem glej uvodno izjavo 2 in člen 13(2)(a) MAR. Glej tudi točko 1 teh sklepnih predlogov.

<sup>68</sup> Glej na primer predlog Komisije za MAD z dne 19. novembra 2002, COM(2002) 625 final, UL 2003, C 71 E, str. 62.

<sup>69</sup> Sodbi ESČP z dne 25. aprila 2006, Dammann proti Švici (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točka 57), in z dne 10. decembra 2007, Stoll proti Švici (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, točka 154).

<sup>70</sup> ESČP je na primer globo v višini 800 CHF štelo za razmeroma nizko; glej sodbo ESČP z dne 10. decembra 2007, Stoll proti Švici (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, točka 157).

<sup>71</sup> V zvezi z argumentacijo „odgovornega novinarstva“ glej sodbe ESČP z dne 25. aprila 2006, Dammann proti Švici (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točka 55); z dne 7. junija 2007, Dupuis in drugi proti Franciji (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, točka 43), in z dne 20. oktobra 2015, Pentikäinen proti Finski (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, točka 90).

<sup>72</sup> Sodbi ESČP z dne 20. oktobra 2015, Pentikäinen proti Finski (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, točka 90), in z dne 5. januarja 2016, Erdtmann proti Nemčiji (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, točka 20).

<sup>73</sup> V zvezi s tem glej na primer sodbe ESČP z dne 22. novembra 2007, Voskuil proti Nizozemski (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, točka 65); z dne 14. septembra 2010, Sanoma Uitgevers B.V. proti Nizozemski (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, točka 59), in z dne 25. oktobra 2011, Altuğ Taner Akçam proti Turčiji (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, točka 75).

<sup>74</sup> V zvezi s pomenom pravil poklicnega ravnanja v tem okviru glej sodbo ESČP z dne 10. decembra 2007, Stoll proti Švici (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, točka 145 in naslednje).

<sup>75</sup> Tako na primer določba 13 Editors' Code of Practice organizacije IPSO, ki se nanaša na finančno novinarstvo, zajema le primer, v katerem je zaradi notranje informacije finančno prizadet novinar. Upoštevna načela glede poklicnega ravnanja, ki jih je sprejel nemški Presserat zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichtserstattung (medijski svet za poročanje o gospodarstvu in finančnih trgih, Nemčija), v točki II(1)(a) določajo le, da se notranje informacije „načeloma“ ne smejo razkrivati.

104. Če bi se na podlagi tega izkazalo, da je treba ravnanje, za katero je novinarka ali novinar, ker je upoštevala oziroma upošteval le pravila poklicnega ravnanja, lahko menila oziroma menil, da je dopustno, kljub temu šteti za kršitev prepovedi razkrivanja, se lahko ta okoliščino upošteva tako, da se ne izreče sankcije.<sup>76</sup> Tudi s tem se lahko zagotovi pravno varen okvir za delo novinark in novinarjev na področju, pomembnem za kapitalski trg.<sup>77</sup>

### *c) Vmesni predlog*

105. Glede na navedeno je treba na drugo, tretje in četrto vprašanje za predhodno odločanje odgovoriti, da gre za razkritje „za novinarske namene“ v smislu člena 21 MAR, kadar do razkritja pride, ko zadevna oseba opravlja novinarsko delo. Vendar je zakonitost razkritja tudi v tem primeru odvisna od tega, ali je razkritje del običajnega opravljanja službenih nalog ali poklica novinarja v smislu člena 10(1) MAR. Pogoj za to je, da je razkritje za te namene nujno potrebno in spoštuje načelo sorazmernosti. Pri presoji nujne potrebnosti in sorazmernosti razkritja za novinarsko delo je treba tehtati med zahtevami svobode tiska in svobode izražanja v medijih ter možnimi nevarnostmi, ki jih razkritje pomeni za celovitost kapitalskih trgov. Pri preizkusu sorazmernosti je treba po eni strani upoštevati zlasti javni interes za tematiko zadevnega novinarskega dela, upravičenost novinarja do varstva in teže sankcije. Po drugi strani je bistveno zlasti, ali je bila nevarnost za trgovanje z notranjimi informacijami očitna in se je v konkretnem primeru uresničila.

## **VI. Predlog**

106. Ob upoštevanju zgoraj navedenega Sodišču predlagam, naj na vprašanja, ki mu jih je v predhodno odločanje predložilo Cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija), odgovori:

1. Člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 (direktiva o zlorabi trga) v povezavi s členom 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124/ES je treba razlagati tako, da informacija avtorja članka, da bo ta članek o govorici na trgu v zvezi s prevzemom podjetja kmalu objavljen, izpolnjuje zahtevo glede natančnosti iz člena 1, točka 1, MAD v povezavi s členom 1(1), druga alternativa, Direktive 2003/124, če je vsebina tega članka, kot je objavljen, tako določna, da je mogoče na njeni podlagi oblikovati zaključke o možnem vplivu na cene enega ali več finančnih instrumentov. To je mogoče, če so v članku, kakršen je bil objavljen, indici, na podlagi katerih je mogoče presoditi zanesljivost informacij, ki jih vsebuje, in je na podlagi tega mogoče sklepati o ekonomskem vplivu na izdajatelja. Pri tem so lahko pomembni poznanost in ugled novinarke ali novinarja, ki je avtorica oziroma avtor tega članka, ugled medijske hiše, ki ga je objavila, in to, da je v članku navedena cena zadevne prevzemne ponudbe.

Morebitna nenadna sprememba cen po objavi zadevne informacije se lahko v smislu uvedne izjave 2 Direktive 2003/124/ES uporabi za preverjanje domneve, da je bila predhodna informacija določna v smislu člena 1(1), druga alternativa, te direktive.

<sup>76</sup> MAR ne nalaga obveznega izreka kazni ali upravnih kazni, ampak na primer določa tudi možnost odredbe, s katero se zahteva, da se v prihodnosti preneha zadevno ravnanje; glej člen 30(2)(a) MAR.

<sup>77</sup> Glej sodbo ESČP z dne 24. februarja 2015, Haldimann in drugi proti Švici (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, točka 61), v skladu s katero je treba upoštevati, da so novinarke ali novinarji ob upoštevanju pravil poklicnega ravnanja ravnali v dobri veri.

2. Člen 21 je treba v povezavi s členom 10(1) Uredbe (EU) št. 596/2014 razlagati tako, da gre za razkritje notranjih informacij „za novinarske namene“, kadar do njega pride, ko zadevna oseba opravlja novinarsko delo. Vendar je zakonitost razkritja tudi v tem primeru odvisna od tega, ali je razkritje del običajnega opravljanja službenih nalog ali poklica novinarja v smislu člena 10(1) MAR. Pogoj za to je, da je razkritje za te namene nujno potrebno in spoštuje načelo sorazmernosti. Pri presoji nujne potrebnosti in sorazmernosti razkritja za novinarsko delo je treba tehtati med zahtevami svobode tiska in svobode izražanja v medijih ter možnimi nevarnostmi, ki jih razkritje pomeni za celovitost kapitalskih trgov. Pri preizkusu sorazmernosti je treba po eni strani upoštevati zlasti javni interes za tematiko zadevnega novinarskega dela, upravičenost novinarja do varstva in teže sankcije. Po drugi strani je upoštevno zlasti, ali je bila nevarnost za trgovanje z notranjimi informacijami očitna in se je v konkretnem primeru uresničila.