



## Zbirka odločb sodne prakse

SODBA SODIŠČA (veliki senat)

z dne 15. marca 2022\*

„Predhodno odločanje – Enotni trg za finančne storitve – Zloraba trga – Direktivi 2003/6/ES in 2003/124/ES – ‚Notranja informacija‘ – Pojem – Informacija, ki ima natančno določene lastnosti – Informacija o skorajšnji objavi članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov – Protipravnost razkritja notranje informacije – Izjeme – Uredba (EU) št. 596/2014 – Člen 10 – Razkritje notranje informacije v okviru običajnega opravljanja poklica – Člen 21 – Razkritje notranje informacije za novinarske namene – Svoboda tiska in svoboda izražanja – Razkritje informacije, da bo kmalu objavljen članek, s strani novinarja običajnemu viru“

V zadevi C-302/20,

katere predmet je predlog za sprejetje predhodne odločbe na podlagi člena 267 PDEU, ki ga je vložilo cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija) z odločbo z dne 9. julija 2020, ki je na Sodišče prispela istega dne, v postopku

**A**

proti

**Autorité des marchés financiers (AMF),**

SODIŠČE (veliki senat),

v sestavi K. Lenaerts, predsednik, L. Bay Larsen, podpredsednik, A. Arabadjiev, predsednik senata, A. Prechal, K. Jürimäe, predsednici senata, C. Lycourgos, N. Jääskinen, predsednika senata, I. Ziemele, predsednica senata, J. Passer, predsednik senata, J.-C. Bonichot, T. von Danwitz, M. Safjan, F. Biltgen (poročevalec), A. Kumin in N. Wahl, sodniki,

generalna pravobranilka: J. Kokott,

sodna tajnica: V. Giacobbo, administratorica,

na podlagi pisnega postopka in obravnave z dne 22. junija 2021,

ob upoštevanju stališč, ki so jih predložili:

– za A G. Roch in S. Poisson, avocats,

\* Jezik postopka: francoščina.

- za Autorité des marchés financiers (AMF) M. Delorme in A. du Passage, agenta,
- za francosko vlado E. de Moustier, A.-L. Desjonquères in E. Leclerc, agenti,
- za špansko vlado L. Aguilera Ruiz in J. Rodríguez de la Rúa Puig, agenta,
- za švedsko vlado O. Simonsson, J. Lundberg, C. Meyer-Seitz, A. Runeskjöld, M. Salborn Hodgson, H. Shev, H. Eklinder in R. Shahsavan Eriksson, agenti,
- za Evropsko komisijo D. Tryantafyllou, T. Scharf in J. Rius, agenti,
- za norveško vlado T. M. Tobiassen, K. K. Næss, P. Wennerås in T. H. Aarthun, agenti,

po predstavitvi sklepnih predlogov generalne pravobranilke na obravnavi 16. septembra 2021  
izreka naslednjo

### **Sodbo**

- 1 Predlog za sprejetje predhodne odločbe 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) (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 4, str. 367), člena 1(1) Direktive Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6 v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 6, zvezek 6, str. 348) ter členov 10 in 21 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/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES (UL 2014, L 173, str. 1).
- 2 Ta predlog je bil vložen v okviru spora med A in Autorité des marchés financiers (AMF) (organ za nadzor nad finančnimi trgi, Francija) v zvezi z odločbo zadnjenavedenega, da se A naloži denarna sankcija zaradi posredovanja informacije o skorajšnji objavi člankov, v katerih se bo poročalo o govoricah na trgu v zvezi z oddajo javnih ponudb za nakup družb, ki kotirajo na borzi.

### **Pravni okvir**

#### ***Pravo Unije***

##### *Direktiva 2003/6*

- 3 V uvodnih izjavah 1, 2 in 12 Direktive 2003/6 je bilo navedeno:  
„(1) Dejanski enotni trg finančnih storitev je odločilnega pomena za gospodarsko rast in ustvarjanje delovnih mest v [Evropski uniji].“

- (2) Integriran in učinkovit finančni trg zahteva integriteto trga. Nemoteno delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje javnosti v trge sta predpogoj za gospodarsko rast in blaginjo. Zloraba trga škoduje integriteti finančnih trgov in zaupanju javnosti v vrednostne papirje in izvedene finančne instrumente.

[...]

- (12) Zloraba trga zajema trgovanje na podlagi notranjih informacij in tržno manipulacijo. Cilj zakonodaje zoper trgovanje na podlagi notranjih informacij je isti kot cilj zakonodaje zoper tržno manipulacijo: zagotoviti integriteto finančnih trgov [Unije] in povečati zaupanje vlagateljev v te trge. [...]"

- 4 Člen 1, točka 1, prvi odstavek, te direktive je določal:

„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.“

- 5 Člen 2(1) navedene direktive je določal:

„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:

[...]

- (c) ker ima dostop do takih informacij preko opravljanja redne službe, poklica ali dolžnosti; [...]

[...]“

- 6 Člen 3 te direktive je določal:

„Države članice 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;

[...]“

*Direktiva 2003/124*

7 V uvodnih izjavah 1, 2 in 3 Direktive 2003/124 je bilo 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.
- (3) Pravno varnost tržnih udeležencev je treba povečati z natančnejšo opredelitvijo dveh elementov bistvenih za opredelitev notranje informacije, namreč natančne značilnosti te informacije in pomembnosti možnega učinka te informacije na cene finančnih instrumentov ali na z njimi povezane izvedene finančne instrumente.“

8 Člen 1 te direktive, naslovljen „Notranja informacija“, je določal:

„1. Za uporabo točke 1 člena 1 Direktive [2003/6] 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] ‚informacija, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben učinek na cene [teh] finančnih instrumentov ali na [ceno] z njimi povezan[ih] [izvedenih] finančn[ih] instrument[ov]‘ pomeni informacijo, ki bi jo razumen vlagatelj verjetno uporabil kot del osnove svojih naložbenih odločitev.“

*Uredba št. 596/2014*

9 Z Uredbo št. 596/2014 sta bili direktivi 2003/6 in 2003/124 razveljavljeni z učinkom od 3. julija 2016.

10 V uvodnih izjavah 2, 7 in 77 Uredbe št. 596/2014 je navedeno:

- „(2) Za povezan, učinkovit in pregleden finančni trg je potrebna celovitost trga. Nemoteno delovanje trgov vrednostnih papirjev in zaupanje javnosti v trge sta predpogoj za gospodarsko rast in blaginjo. Zloraba trga škoduje celovitosti finančnih trgov in zaupanju javnosti v vrednostne papirje in izvedene finančne instrumente.

[...]

(7) Zloraba trga je pojem, ki vključuje protipravno ravnanje na finančnih trgih ter se za namene te uredbe razume, da zajema trgovanje z notranjimi informacijami, njihovo protipravno razkritje in tržno manipulacijo. Takšno ravnanje onemogoča popolno in ustrezno preglednost trga, ki je predpogoj za trgovanje za vse gospodarske udeležence na povezanih finančnih trgih.

[...]

(77) Ta uredba spoštuje temeljne pravice in načela, priznane v Listini Evropske unije o temeljnih pravicah [...]. 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 [na] pravilnik[e] ali kodeks[e], ki urejajo novinarski poklic, [bi bilo treba] posvetiti pozornost tem svoboščinam, kot so zagotovljene v Uniji in državah članicah ter priznane v členu 11 Listine [Evropske unije o temeljnih pravicah] in drugih ustreznih določbah.“

11 Člen 8 te uredbe, naslovljen „Trgovanje z notranjimi informacijami“, v odstavku 4 določa:

„Ta člen se uporablja za vsako osebo, ki ima notranje informacije, ker ta oseba:

[...]

(c) ima dostop do informacij pri opravljanju redne službe, poklica ali dolžnosti [...]

[...].“

12 Člen 10 navedene uredbe, naslovljen „Protipravno razkritje notranjih informacij“, v odstavku 1 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.

Ta odstavek se uporablja za katero koli fizično ali pravno osebo v primerih ali okoliščinah iz člena 8(4).“

13 Člen 14(c) te uredbe določa, da je protipravno razkritje notranjih informacij prepovedano.

14 Člen 21 Uredbe št. 596/2014, naslovljen „Razkritje ali razširjanje informacij v sredstvih javnega obveščanja“, določa:

„Za namene člena 10, člena 12(1)(c) in člena 20, 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 [ter pravil] in kodeks[ov], 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.“

### ***Francosko pravo***

- 15 Člen 621-1 règlement général de l'Autorité des marchés financiers (splošna uredba organa za nadzor nad finančnimi trgi) v različici, ki se uporablja za spor o glavni stvari (v nadaljevanju: RGAMF), določa:

„Notranja informacija pomeni natančno informacijo, ki ni javna in se neposredno ali posredno nanaša na enega ali več izdajateljev finančnih instrumentov oziroma na enega ali več finančnih instrumentov in ki bi, če bi postala javna, lahko pomembno vplivala na ceno zadevnih finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih finančnih instrumentov.

Informacija se šteje za natančno, če se nanaša na sklop okoliščin ali dogodek, ki se je zgodil ali se lahko zgodi, in omogoča oblikovanje zaključkov o možnem vplivu teh okoliščin ali tega dogodka na ceno zadevnih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih finančnih instrumentov.

Informacija, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov, je informacija, ki bi jo razumen vlagatelj lahko uporabil kot eno od osnov za svoje naložbene odločitve.“

- 16 Člen 622-1 RGAMF določa:

„Osebe, navedene v členu 622-2, ne smejo uporabljati notranjih informacij, ki jih imajo [...].

Prav tako ne smejo:

1. teh informacij sporočiti drugi osebi zunaj svojega običajnega dela, poklica ali dolžnosti ali za druge namene, kot so tisti, zaradi katerih so ji bile posredovane;

[...]“

- 17 Člen 622-2 RGAMF določa:

„Obveznosti vzdržanja iz člena 622-1 se uporabljajo za vsako osebo, ki ima notranje informacije, ker:

[...]

3. ima dostop do informacij zaradi opravljanja redne službe, poklica ali dolžnosti ali zaradi sodelovanja pri pripravi in izvedbi finančnega posla;

[...]

Te obveznosti vzdržanja se uporabljajo tudi za vse druge osebe, ki imajo notranje informacije in vedo ali bi morale vedeti, da so to notranje informacije.

[...]“

## **Spor o glavni stvari in vprašanja za predhodno odločanje**

- 18 A je več let opravljal poklic novinarja v različnih britanskih dnevnikih časopisih, nazadnje pri *Daily Mail*. V okviru svoje dejavnosti za ta časopis je pisal članke v kolumni z naslovom „Tržno poročilo“, v kateri je poročal o govoricah na trgu. A je bil med drugim avtor dveh člankov, ki sta se nanašala na vrednostne papirje, uvrščene v trgovanje na borzi Euronext, in sta bila objavljena na spletnem mestu navedenega časopisa, *Mail Online*.
- 19 V prvem od teh člankov, objavljenem 8. junija 2011, je bila navedena možna javna ponudba družbe LVMH za nakup vrednostnih papirjev družbe Hermès po ceni 350 EUR na delnico, kar je bilo 86 % več kot ob zaključku trgovanja s temi vrednostnimi papirji na dan objave tega članka. Dan po tej objavi se je cena teh delnic takoj po začetku trgovanja zvišala za 0,64 %, med trgovanjem pa za 4,55 %.
- 20 V drugem od navedenih člankov, objavljenem 12. junija 2012, je bilo navedeno, da bi za vrednostne papirje družbe Maurel & Prom lahko bila kmalu dana javna ponudba za nakup s ponujeno ceno približno 19 EUR za delnico, kar je bilo 80 % več v primerjavi z zadnjo končno ceno teh vrednostnih papirjev. Dan po objavi tega članka je bila cena teh delnic ob koncu trgovanja višja za 17,69 %. Družba Maurel & Prom je 14. junija 2012 to govorico zanikala.
- 21 V okviru preiskave, ki jo je opravil AMF, je bilo ugotovljeno, da so britanski državljani, malo preden sta bila ta članka objavljena, oddali naročila za nakup vrednostnih papirjev družb Hermès in Maurel & Prom, nato pa so po tej objavi svoje pozicije zaprli.
- 22 Direktorat za preiskave in nadzor pri AMF je z dopisom z dne 23. februarja 2016 vse zadevne osebe, med drugim A, obvestil o dejstvih, ki bi jim jih bilo mogoče očitati glede na ugotovitve preiskovalcev navedenega direktorata. Na podlagi poročila o preiskavi, ki ga je pripravil isti direktorat, je bilo 19. julija 2016 odločeno, da se tem osebam vročijo očitki zoper njih.
- 23 Tako je AMF z dopisom z dne 7. decembra 2016 na A naslovil obvestilo o očitkih, v katerem mu je očital, da je v nasprotju s členoma 622-1 in 622-2 RGAMF dvema osebama, B in C, posredoval notranjo informacijo, ki se je nanašala na skorajšnjo objavo dveh člankov, v katerih se bo poročalo o govoricah o oddaji javnih ponudb za nakup vrednostnih papirjev družb Hermès in Maurel & Prom.
- 24 Komisija za sankcije pri AMF je z odločbo z dne 24. oktobra 2018 nekatere od očitkov zoper A sprejela in mu naložila denarno sankcijo v znesku 40.000 EUR. Zlasti je menila, da informacije iz postopka v glavni stvari, ki se nanašajo na skorajšnjo objavo člankov, v katerih se bo poročalo o govoricah o transakcijah v zvezi z vrednostnimi papirji, ki kotirajo na borzi, izpolnjujejo pogoje za to, da se opredelijo kot „notranje informacije“, in ugotovila, da je A te notranje informacije v zvezi z vrednostnimi papirji družbe Hermès posredoval B in C, v zvezi z vrednostnimi papirji družbe Maurel & Prom pa C.
- 25 Predložitveno sodišče, pri katerem je bila vložena tožba zoper to odločbo, se na prvem mestu sprašuje, ali informacija, da bo kmalu objavljen članek, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov, pomeni „notranjo informacijo“ v smislu člena 1, točka 1, Direktive 2003/6, zlasti ali je v obravnavani zadevi informacija iz postopka v glavni stvari taka, da „ima natančno določene lastnosti“ v smislu opredelitve „notranje informacije“.

- 26 Predložitveno sodišče se sklicuje na opredelitev „natančne“ informacije iz člena 1(1) Direktive 2003/124 in se sprašuje, ali je v smislu te določbe informacija iz postopka v glavni stvari dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o njenem možnem vplivu na cene zadevnih finančnih instrumentov.
- 27 V zvezi s tem se predložitveno sodišče sprašuje, ali mora biti za to, da bi se informacija o skorajšnji objavi članka štela za „dovolj določno“, dovolj določna vsebina samega članka in – če je tako – ali, kot to trdi A, sama narava govorice na trgu izključuje to, da bi ta imela zahtevano natančnost.
- 28 Glede na posebne okoliščine zadeve iz postopka v glavni stvari se predložitveno sodišče sprašuje tudi, kako na presojo natančnosti zadevne informacije vplivajo, prvič, navedba ponujene cene v okviru eventualne javne ponudbe za nakup vrednostnih papirjev zadevnih izdajateljev finančnih instrumentov, drugič, prepoznavnost novinarja, ki se je podpisal pod članka, v katerih je bilo poročano o govoricah, in ugled medijske hiše, ki je zagotovila objavo teh člankov, ter tretjič, dejstvo, da sta navedena članka naknadno dejansko pomembno vplivala na ceno vrednostnih papirjev, ki so bili predmet navedenih govoric.
- 29 Na drugem mestu predložitveno sodišče za primer, da bi bila informacija iz postopka v glavni stvari opredeljena kot notranja informacija, sprašuje, ali se to, da novinar takšno informacijo razkrije enemu od svojih običajnih virov informacij, lahko šteje za razkritje „za novinarske namene“ v smislu člena 21 Uredbe št. 596/2014. Ker ta določba v Direktivi 2003/6 nima ustreznice, predložitveno sodišče meni, da jo je mogoče za dejansko stanje v postopku v glavni stvari uporabiti retroaktivno, in sicer kot milejšo določbo od tiste iz te direktive.
- 30 Poleg tega se predložitveno sodišče sprašuje, kakšno je razmerje med členom 21 Uredbe št. 596/2014 in členom 10 te uredbe, na katerega navedeni člen 21 napotuje in na podlagi katerega je razkritje notranje informacije protipravno, razen kadar je razkritje del običajnega opravljanja službenih nalog, poklica ali dolžnosti. Predložitveno sodišče za primer, da se navedeni člen 10 uporabi za razkritje informacij iz postopka v glavni stvari, sprašuje, ali je v skladu s sodbo z dne 22. novembra 2005, Grøngaard in Bang (C-384/02, EU:C:2005:708), to razkritje upravičeno le, če je nujno potrebno za opravljanje novinarskega poklica in se z njim spoštuje načelo sorazmernosti.
- 31 V teh okoliščinah je cour d'appel de Paris (višje sodišče v Parizu, Francija) prekinilo odločanje in Sodišču v predhodno odločanje predložilo ta vprašanja:
- „1. (a) Ali je treba člen 1, točka 1, [prvi odstavek], Direktive [2003/6] 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?
- (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, [...] izpolnjuje zahtevo glede natančnosti:

- (a) Ali je treba člen 21 Uredbe [št. 596/2014] razlagati tako, da je novinar informacijo, da bo kmalu objavljen njegov članek, ki povzema govorico na trgu, enemu od svojih običajnih virov [informacij] 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 Uredbe [št. 596/2014] razlagati tako, da je treba zakonitost ali protipravnost razkritja, tudi če novinar notranjo informacijo razkrije ,za novinarske namene‘ v smislu [tega] člena 21, presojati glede na to, ali je bilo razkritje ,del običajnega opravljanja [novinarskega] poklica‘ v smislu [tega] člena 10?
4. Ali je treba člen 10 Uredbe [št. 596/2014] razlagati tako, da mora biti razkritje notranje informacije, zato da je to razkritje del običajnega opravljanja novinarskega poklica, nujno potrebno za opravljanje tega poklica in mora spoštovati načelo sorazmernosti?“

## Vprašanja za predhodno odločanje

### *Prvo vprašanje*

- 32 Predložitveno sodišče s prvim vprašanjem v bistvu sprašuje, ali je treba člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 razlagati tako, da za opredelitev notranje informacije informacija o skorajšnji objavi članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov, lahko pomeni informacijo, ki „ima natančno določene lastnosti“ v smislu te določbe oziroma ki je „natančna“ v smislu člena 1(1) Direktive 2003/124, in ali je za presojo navedene natančnosti upoštevno to, da je v tem članku navedena cena, po kateri naj bi bili kupljeni vrednostni papirji tega izdajatelja v okviru eventualne javne ponudbe za nakup, to, kdo sta novinar, ki se je podpisal pod navedeni članek, in medijska hiša, ki je zagotovila njegovo objavo, ter to, da je ta objava dejansko vplivala na ceno navedenih vrednostnih papirjev.
- 33 Opozoriti je treba, da opredelitev pojma „notranja informacija“ iz člena 1, točka 1, Direktive 2003/6 zajema štiri bistvene elemente. Prvič, gre za informacijo, ki je natančna. Drugič, ta informacija ni javna. Tretjič, neposredno ali posredno se nanaša na enega ali več finančnih instrumentov oziroma na njihove izdajatelje. Četrto, ta informacija bi, če bi postala javna, verjetno pomembno vplivala na ceno zadevnih finančnih instrumentov ali na ceno z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov (sodba z dne 11. marca 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, točka 24 in navedena sodna praksa).
- 34 V obravnavani zadevi je informacijo iz postopka v glavni stvari, in sicer da bosta kmalu objavljena članka, v katerih se bo poročalo o govoricah na trgu v zvezi z oddajo javnih ponudb za nakup vrednostnih papirjev družb, ki kotirata na borzi, avtor navedenih člankov razkril dvema svojima običajnim virom informacij. Po mnenju predložitvenega sodišča ta informacija izpolnjuje drugi, tretji in četrti element opredelitve pojma „notranja informacija“, kot so navedeni v prejšnji točki. Glede četrtega elementa predložitveno sodišče to ugotovitev utemeljuje na eni strani s preudarkom, da bi razumni vlagatelj navedeno informacijo, ker se z njo potrjujejo obstoječe špekulacije v zvezi z zadevnimi vrednostnimi papirji, verjetno uporabil kot del osnove svojih

odločitev o naložbi vanje, na drugi strani pa z nihanji cen teh vrednostnih papirjev, do katerih je prišlo po objavi zadevnih člankov. Vendar dvomi o tem, ali je v obravnavani zadevi izpolnjen prvi element te opredelitve, ki se nanaša na natančnost te informacije.

- 35 Opomniti je treba, da se je za večjo pravno varnost udeležencev na finančnih trgih z Direktivo 2003/124, kot je razvidno iz njene uvodne izjave 3, med drugim želel pojasniti ta prvi element.
- 36 Tako se v skladu s členom 1(1) te direktive informacija šteje za „natančno“, če sta izpolnjena dva pogoja, in sicer da ta informacija na eni strani 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, ter da je na drugi strani ta informacija dovolj določna, da omogoči oblikovanje zaključkov o možnem vplivu te serije okoliščin ali tega dogodka na cene zadevnih finančnih instrumentov ali na cene z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov.
- 37 V obravnavani zadevi predložitveno sodišče meni, da je prvi pogoj iz prejšnje točke izpolnjen, ker se z informacijo iz postopka v glavni stvari navaja dogodek – in sicer skorajšnja objava člankov – za katerega je mogoče razumno pričakovati, da bo nastopil. Vendar dvomi o tem, ali je v obravnavani zadevi izpolnjen drugi pogoj iz prejšnje točke. Zlasti se sprašuje, ali je za to, da bi se informacija o skorajšnji objavi članka, ki povzema glavne elemente tega članka, štela za „dovolj določno“ v smislu navedenega drugega pogoja, potrebno, da se za takšno šteje tudi vsebina tega članka.
- 38 V zvezi s tem drugim pogojem iz sodne prakse Sodišča izhaja, da v skladu s pomenom, ki je splošno pripisan izrazom, uporabljenim v členu 1(1) Direktive 2003/124, zadostuje, da je informacija dovolj konkretna ali specifična, da lahko pomeni podlago za presojo, ali lahko serija okoliščin ali dogodek, ki sta navedena v tej informaciji in kot sta opisana v točki 36 te sodbe, vplivata na cene finančnih instrumentov, na katere se ta informacija nanaša. Zato se v skladu z ugotovitvami Sodišča s to določbo iz pojma „notranja informacija“ izključujejo le „nejasne ali splošne informacije, na podlagi katerih ni mogoče sklepati o njihovem možnem vplivu na ceno zadevnih finančnih instrumentov“ (sodba z dne 11. marca 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, točka 31).
- 39 V zvezi s tem se predložitveno sodišče sprašuje, ali govorica po svoji naravi spada v kategorijo „nejasnih in splošnih informacij“ v smislu navedene sodne prakse, tako da informacije o skorajšnji objavi članka, v katerem se bo poročalo o govorici, ni mogoče šteti za „notranjo informacijo“.
- 40 Najprej je treba navesti, da se informacija iz postopka v glavni stvari, in sicer da bosta objavljena članka v zvezi z govoricami na trgu glede načrtovanih javnih ponudb za nakup, nanaša na dve različni vrsti prihodnjih dogodkov, in sicer, prvič, na objavo člankov in, drugič, na oddajo ponudb, ki sta navedeni v teh člankih. Kot pa je razvidno iz točke 37 te sodbe, se predložitveno sodišče opira na veliko verjetnost nastopa dogodkov prve vrste, iz česar sklepa o izpolnjenosti prvega pogoja iz točke 36 te sodbe, ki je potreben za to, da bi bila informacija natančna v smislu člena 1, točka 1, Direktive 2003/6 in člena 1(1) Direktive 2003/124. Vendar predložitveno sodišče v zvezi z drugim pogojem, navedenim v tej točki 36, dvomi o tem, ali zadostna natančnost, ki je priznana na podlagi prvega pogoja, in sicer v zvezi s skorajšnjo objavo člankov, že sama po sebi omogoča ugotovitev, da lahko ta okoliščina vpliva na cene finančnih instrumentov, na katere se

nanaša ta informacija, zaradi česar bi bil izpolnjen tudi drugi pogoj, ali pa mora tudi vsebina zadevnih člankov izpolnjevati to zahtevo po natančnosti, torej v obravnavani zadevi glede govoric na trgu o eventualnem nastopu dogodkov druge vrste, to je oddaje nameravanih ponudb.

- 41 Ugotoviti je treba, da pa je to, ali je informacija o skorajšnji objavi članka natančna v smislu navedenih določb, tesno povezano z natančnostjo informacije, ki je predmet tega članka. Če namreč ni natančnih navedb v zvezi z informacijo, ki bo objavljena, informacija o tej objavi ne omogoča sklepov o možnem vplivu te objave na ceno zadevnih finančnih instrumentov v skladu s členom 1(1) Direktive 2003/124.
- 42 Po tem pojasnilu je, na prvem mestu, že iz besedila člena 1(1) Direktive 2003/124, v skladu s katerim se informacija šteje za „natančno“, če med drugim navaja dogodek, za katerega se lahko razumno pričakuje, da bo nastopil, in če je dovolj določna, da je mogoče sklepati o možnem vplivu tega dogodka na cene zadevnih finančnih instrumentov, razvidno, da je treba preučiti vsak primer posebej. Tako tega, da je informacija natančna, ni mogoče že v osnovi izključiti zgolj iz razloga, da spada v kategorijo posebnih informacij, kot so informacije o skorajšnji objavi člankov, v katerih se bo poročalo o govoricah na trgu v zvezi z eventualno oddajo javne ponudbe za nakup.
- 43 Taka izključitev bi bila poleg tega v nasprotju s ciljem Direktive 2003/6, ki je, kot je razvidno iz uvodnih izjav 2 in 12 te direktive, zagotoviti integriteto finančnih trgov Unije in povečati zaupanje vlagateljev na teh trgih, ki temelji zlasti na tem, da bodo ti postavljeni v enakopraven položaj in zaščiteni pred nezakonito uporabo notranjih informacij (sodba z dne 11. marca 2015, Lafonta, C-628/13, EU:C:2015:162, točka 21 in navedena sodna praksa). Cilj prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki je določena v členu 2(1) te direktive, je tako zagotoviti enakost sopogodbениkov pri borzni transakciji, tako da se prepreči, da bi eden od njih, ki ima notranjo informacijo in je zato v ugodnejšem položaju v primerjavi z drugimi vlagatelji, od nje imel korist v škodo tistih, ki te informacije ne poznajo (sodba z dne 23. decembra 2009, Spector Photo Group in Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, točka 48 in navedena sodna praksa).
- 44 Kot pa je generalna pravobranilka v bistvu navedla v točki 49 sklepnih predlogov, lahko dejstvo, da je vlagatelj seznanjen s skorajšnjo objavo govorice, v nekaterih okoliščinah zadostuje za to, da pridobi prednost pred drugimi vlagatelji.
- 45 Če bi bilo torej treba šteti, da informacije zgolj zato, ker se nanaša na objavo govorice, ni mogoče opredeliti kot „notranjo informacijo“ v smislu člena 1, točka 1, Direktive 2003/6, veliko število informacij, ki bi lahko vplivale na cene zadevnih finančnih instrumentov, ne bi spadalo na področje uporabe te direktive ter bi jih torej udeleženci na finančnih trgih, ki s temi informacijami razpolagajo in ki imajo od njih korist, lahko uporabili v škodo tistih, ki teh informacij nimajo (glej v tem smislu sodbo z dne 28. junija 2012, Geltl, C-19/11, EU:C:2012:397, točka 36 in navedena sodna praksa).
- 46 Iz teh preudarkov izhaja, da tega, da se lahko informacija šteje za natančno v smislu člena 1, točka 1, Direktive 2003/6 in člena 1(1) Direktive 2003/124, ni mogoče izključiti zgolj zato, ker se ta informacija nanaša na skorajšnjo objavo članka v zvezi z govorico na trgu.
- 47 Kljub temu je treba, na drugem mestu, preučiti stopnjo natančnosti govorice, ki se nanaša na eventualno oddajo javne ponudbe za nakup, zato da bi se presodilo, ali informacija o objavi članka, v katerem se bo poročalo o taki govorici, dejansko izpolnjuje drugi pogoj iz navedene točke v zvezi z možnim vplivom zadevne objave na cene zadevnih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov. Vendar se pri tej presoji ne sme spregledati dejstvo,

da se natančnost govoric ne upošteva za ugotovitev, ali so te govorice kot take dovolj določne, da omogočajo oblikovanje zaključkov o vplivu na cene zadevnih instrumentov, temveč za ugotovitev, ali je informacija o skorajšnji objavi članka, ki se nanaša na te govorice, dovolj določna, da omogoča oblikovanje zaključkov o vplivu na cene, ki jih ta objava lahko povzroči.

- 48 Res je, da je za govorico, kot navaja A, značilna stopnja negotovosti. Vendar je zanesljivost dejavnik, ki ga je treba ugotoviti v vsakem primeru posebej. Ker je verodostojnost govorice upoštevna za ugotovitev, ali je informacija o skorajšnji objavi članka, ki se nanaša na to govorico, dovolj določna, da omogoča oblikovanje zaključkov o vplivu na cene, ki bi ga ta objava lahko povzročila, je treba v ta namen zlasti upoštevati stopnjo natančnosti vsebine navedene govorice in zanesljivost vira, ki o njej poroča.
- 49 V zvezi s tem informacije, ki povzema elemente, kot so ti, ki so izraženi v govoricah, omenjenih v člankih iz postopka v glavni stvari, v katerih so navedeni tako ime zadevnega izdajatelja finančnih instrumentov kot pričakovani pogoji javne ponudbe za nakup, ni mogoče opredeliti kot „nejasne ali splošne informacije, na podlagi kater[e] ni mogoče sklepati o [njenem] mogočem vplivu na ceno zadevnih finančnih instrumentov“ v smislu sodne prakse, navedene v točki 38 te sodbe.
- 50 V tem okviru to, da je kot sestavni del govorice o javni ponudbi za nakup vrednostnih papirjev izdajatelja finančnih instrumentov navedena cena, predlagana za nakup teh vrednostnih papirjev, lahko vpliva na presojo navedene natančnosti zadevne informacije. Vendar za opredelitev informacije, ki se nanaša na to govorico, kot „natančne“ taka navedba ni nujna, če ta informacija vsebuje druge elemente v zvezi z navedeno javno ponudbo za nakup. Kot je generalna pravobranilka navedla v točki 51 sklepnih predlogov, taka ponudba namreč na splošno vključuje prevzemno premijo, ki se plača na ceno delnice, kar omogoča trgu, da oceni možen vpliv na to ceno.
- 51 Poleg vsebine zadevnega članka lahko tudi drugi elementi prispevajo k natančnosti informacije o skorajšnji objavi tega članka, da bi se presodil možen vpliv na cene zadevnih finančnih instrumentov ali z njimi povezanih izvedenih finančnih instrumentov. V zvezi s tem je prepoznavnost novinarja, ki se je podpisal pod članke, in prepoznavnost medijske hiše, ki je zagotovila objavo teh člankov, glede na okoliščine obravnavanega primera mogoče šteti za odločilni, ker ta elementa omogočata presojo verodostojnosti zadevnih govoric, saj se lahko zgodi, da vlagatelji domnevajo, da te govorice prihajajo od virov, ki jih ta novinar in ta medijska hiša štejeta za zanesljive.
- 52 To pomeni, da kadar so nekatere osebe obveščene o tem, da bo članek, ki je tik pred objavo, vseboval informacijo, navedeno v točki 50 te sodbe, ter glede na okoliščine primera o identiteti avtorja tega članka in medijske hiše, ki bo zagotovila objavo tega članka, so take navedbe, če potrjujejo verodostojnost govorice, o kateri bo poročano v članku, upoštevne za presojo, ali je informacija o skorajšnji objavi takega članka dovolj določna, da je mogoče na njeni podlagi oblikovati zaključke o vplivu na cene, ki jih bo ta objava lahko imela.
- 53 Poleg tega predložitveno sodišče sprašuje, ali je (naknaden) dejansko pomemben vpliv objave na ceno vrednostnih papirjev, na katere se ta objava nanaša, upošteven element za presojo natančnosti informacije o tej objavi.

- 54 Glede tega je treba opozoriti, da je v zvezi s četrtem elementom opredelitve „notranje informacije“, kot je navedena v členu 1, točka 1, Direktive 2003/6, in sicer da bi informacija, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene zadevnih finančnih instrumentov, v uvodni izjavi 2 Direktive 2003/124 navedeno, da se lahko naknadne informacije 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.
- 55 Za informacijo, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na ceno zadevnih vrednostnih papirjev, pa je treba na splošno šteti, da izpolnjuje prvi element navedene opredelitve, in sicer da ima informacija natančno določene lastnosti, ker načeloma objava neke informacije ne more imeti takega vpliva, če že sama ta informacija ni take narave.
- 56 Zato dejanski vpliv objave na ceno vrednostnih papirjev, navedenih v tej objavi, lahko pomeni naknadni dokaz o natančnosti informacije, ki se nanaša na navedeno objavo. Vendar ta vpliv sam po sebi – in ne da bi bili preučeni drugi elementi, ki so bili znani ali razkriti pred navedeno objavo – ne more zadostovati za ugotovitev take natančnosti.
- 57 Na podlagi zgornjih preudarkov je treba na prvo vprašanje odgovoriti, da je treba člen 1, točka 1, Direktive 2003/6 razlagati tako, da za opredelitev notranje informacije informacija o skorajšnji objavi članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov, lahko pomeni informacijo, ki „ima natančno določene lastnosti“ v smislu te določbe oziroma ki je „natančna“ v smislu člena 1(1) Direktive 2003/124, ter da je to, da je v tem članku nato navedena cena, po kateri naj bi bili kupljeni vrednostni papirji tega izdajatelja v okviru eventualne javne ponudbe za nakup, in to, kdo sta novinar, ki se je podpisal pod navedeni članek, in medijska hiša, ki je zagotovila objavo tega članka, upoštevno za presojo navedene natančnosti, če so bili ti elementi sporočeni pred to objavo. Dejanski vpliv te objave na ceno vrednostnih papirjev, na katere se ta objava nanaša, sicer lahko pomeni naknadni dokaz o natančnosti navedene informacije, vendar ta vpliv sam po sebi – in ne da bi bili preučeni drugi elementi, ki so bili znani ali razkriti pred navedeno objavo – ne more zadostovati za ugotovitev take natančnosti.

### ***Drugo, tretje in četrto vprašanje***

#### *Uvodne ugotovitve*

- 58 Drugo, tretje in četrto vprašanje se nanašajo na razlago členov 10 in 21 Uredbe št. 596/2014, ki je bila sprejeta po nastanku dejanskega stanja v postopku v glavni stvari. Predložitveno sodišče meni, da ta člen 21 vseeno vsebuje milejše določbe od tistih, ki izhajajo iz Direktive 2003/6, ki je veljala ob nastanku tega dejanskega stanja, in da bi ga bilo zato treba retroaktivno uporabiti za navedeno dejansko stanje. Po mnenju navedenega sodišča se z navedenim členom uvaja posebna ureditev, ki v Direktivi 2003/6 ni določena in katere cilj je med drugim omejiti opredelitev kršitve, ki jo pomeni protipravno razkritje notranjih informacij, kadar je zadevno razkritje opravljeno za novinarske namene.
- 59 Glede tega je, kot je generalna pravobranilka navedla v točki 68 sklepnih predlogov, odgovor na vprašanje, ali so določbe člena 21 Uredbe št. 596/2014 na zadevnem področju milejše od določb iz Direktive 2003/6, tako da se dejansko uporabijo v sporu o glavni stvari (glej v tem smislu sodbo z dne 6. oktobra 2015, Delvigne, C-650/13, EU:C:2015:648, točka 53), odvisen od tega, kako je treba ta člen razlagati. Poleg tega, čeprav je člen 10 te uredbe ustreznik člena 3(a) Direktive

2003/6 in zato ni mogoče šteti, da določa milejše pravilo od tistega iz te zadnjenavedene določbe, iz napotitve na ta člen 10, ki jo vsebuje navedeni člen 21, izhaja, da so določbe teh členov tesno povezane in da jih ni mogoče uporabljati ločeno. Zato ni mogoče takoj ugotoviti, da imata člen 10 navedene uredbe in člen 3 navedene direktive popolnoma enak pomen in obseg, kar zadeva razkritje notranjih informacij s strani novinarja.

- 60 V teh okoliščinah vprašanje uporabe členov 10 in 21 Uredbe št. 596/2014 za zadevo iz postopka v glavni stvari spada pod vsebinsko preučitev drugega, tretjega in četrtega vprašanja (glej po analogiji sodbo z dne 28. oktobra 2021, Komisija za protivodeystvie na koruptsiyata i za otnemane na nezakonno pridobitoto imushtestvo, C-319/19, EU:C:2021:883, točka 25 in navedena sodna praksa).

### *Vsebinska presoja*

#### *– Drugo vprašanje*

- 61 Predložitveno sodišče z drugim vprašanjem v bistvu sprašuje, ali je treba člen 21 Uredbe št. 596/2014 razlagati tako, da to, da novinar enemu od svojih običajnih virov informacij razkrije informacijo o skorajšnji objavi svojega članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu, pomeni razkritje „za novinarske namene“ v smislu tega člena.
- 62 Iz člena 21 Uredbe št. 596/2014 izhaja, da se med drugim za namene člena 10 te uredbe, ki se nanaša na protipravno razkritje notranjih informacij, v primeru razkritja informacij za novinarske namene ali druge oblike izražanja v medijih to razkritje presoja ob upoštevanju pravil, ki urejajo svobodo tiska in svobodo izražanja v drugih medijih, ter pravil ali kodeksov, ki urejajo novinarski poklic, razen če ima oseba, ki je to informacijo razkrila, ali z njo tesno povezane osebe neposredno ali posredno korist ali dobiček od razkritja zadevnih informacij ali če je bil namen te osebe z razkritjem zavesti trg.
- 63 Za ugotovitev, ali se razkritje „za novinarske namene“ v smislu tega člena 21 nanaša na primer, da novinar razkrije informacijo enemu od svojih običajnih virov informacij, ali pa se nanaša le na priobčitev javnosti v tisku ali drugih medijih, je treba opozoriti, da razlaga določbe prava Unije zahteva, da se poleg njenega besedila upoštevajo tudi kontekst, v katerega se umešča, ter cilji in namen akta, katerega del je.
- 64 V zvezi z besedilom člena 21 Uredbe št. 596/2014 je treba ugotoviti, da se izraz „za novinarske namene“ nanaša na razkritja informacij, ki služijo novinarski dejavnosti, in torej ne nujno le na razkritja informacij, ki vključujejo objavo informacij kot takih, ampak tudi na tista, ki so del procesa, ki pripelje do take objave.
- 65 Glede konteksta in ciljev, ki se uresničujejo z Uredbo št. 596/2014, iz njene uvodne izjave 2 izhaja, da je namen te uredbe zagotoviti celovitost finančnih trgov s tem, da se prepove zloraba trga, kot sta trgovanje na podlagi notranjih informacij in nezakonito razkritje notranjih informacij. Iz uvodne izjave 77 navedene uredbe je še razvidno, da je treba ta cilj uresničevati ob spoštovanju temeljnih pravic in načel Listine Evropske unije o temeljnih pravicah (v nadaljevanju: Listina), zlasti svobode tiska in svobode izražanja v drugih medijih, kot sta zagotovljeni v Uniji in v državah članicah ter potrjeni v členu 11 Listine in poleg tega omenjeni v členu 21 Uredbe št. 596/2014.

- 66 Za upoštevanje pomena teh temeljnih svoboščin v vsaki demokratični družbi je treba pojme, ki so z njima povezani, med katerimi je pojem „novinarski nameni“, razlagati široko (glej po analogiji sodbo z dne 14. februarja 2019, Buivids, C-345/17, EU:C:2019:122, točka 51 in navedena sodna praksa).
- 67 Poleg tega je treba za razlago člena 11 Listine, kot določa njen člen 52(3), upoštevati sodno prakso Evropskega sodišča za človekove pravice v zvezi s členom 10 Evropske konvencije o varstvu človekovih pravic in temeljnih svoboščin, podpisane 4. novembra 1950 v Rimu (glej v tem smislu sodbo z dne 14. februarja 2019, Buivids, C-345/17, EU:C:2019:122, točka 65 in navedena sodna praksa).
- 68 Iz te sodne prakse pa izhaja, da so ne le objave, ampak tudi pripravljala dejanja za objavo, kot so zbiranje informacij ter raziskovalne in preiskovalne dejavnosti novinarja, del svobode tiska, kot je določena v členu 10 navedene konvencije, in so na tej podlagi varovana (glej v tem smislu ESČP, 25. april 2006, Dammann proti Švici, CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, točka 52, ter ESČP, 27. junij 2017, Satakunnan Markkinapörssi Oy in Satamedia Oy proti Finski, CE:ECHR:2017:0627JUD000093113, točka 128).
- 69 Če je torej končni cilj novinarske dejavnosti sporočanje informacij javnosti, je treba šteti, da lahko razkritje, ki se opravi za namene opravljanja te dejavnosti, vključno z razkritjem v okviru pripravljanih raziskovalnih del novinarja za objavo, pomeni razkritje informacij za novinarske namene v smislu člena 21 Uredbe št. 596/2014.
- 70 V zadevi iz postopka v glavni stvari bi lahko bilo tako zlasti v primeru, ki ga navaja predložitveno sodišče, v katerem bi bil cilj razkritja informacije o skorajšnji objavi članka preveriti ali pridobiti pojasnila o govorici, ki je predmet tega člena, ne glede na to, ali je naslovnik tega razkritja vir navedene govorice ali ne. Navedeno sodišče mora presoditi, ali je bilo v obravnavani zadevi dejansko tako.
- 71 Glede na navedeno je treba na drugo vprašanje odgovoriti, da je treba člen 21 Uredbe št. 596/2014 razlagati tako, da to, da novinar enemu od svojih običajnih virov informacij razkrije informacijo o skorajšnji objavi svojega članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu, pomeni razkritje „za novinarske namene“ v smislu tega člena, če je to razkritje potrebno za opravljanje novinarske dejavnosti, ki vključuje pripravljalo raziskovalno delo za objavo.

– *Tretje in četrto vprašanje*

- 72 Predložitveno sodišče s tretjim in četrtem vprašanjem, ki ju je treba preučiti skupaj, v bistvu sprašuje, ali je treba člena 10 in 21 Uredbe št. 596/2014 razlagati tako, da je zakonitost ali protipravnost razkritja notranje informacije s strani novinarja za novinarske namene odvisna od tega, ali je to razkritje del običajnega opravljanja novinarskega poklica.
- 73 Člen 10(1) Uredbe št. 596/2014 določa, da do protipravnega razkritja notranjih informacij, ki je s členom 14(c) te uredbe prepovedano, 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.

- 74 Ker je ta opredelitev protipravnega razkritja notranjih informacij v navedenem členu 10 podana „za namene [...] [U]redbe [št. 596/2014]“, je treba šteti, da se uporablja za položaje iz člena 21 te uredbe. To potrjuje besedilo zadnjenavedene določbe, ki se nanaša na presojo razkritja notranje informacije za novinarske namene, med drugim za namene člena 10 te uredbe.
- 75 Iz tega izhaja, da člen 21 Uredbe št. 596/2014 ni samostojna podlaga, ki odstopa od člena 10 te uredbe, za ugotovitev zakonitosti ali protipravnosti razkritja notranjih informacij za novinarske namene. Taka ugotovitev mora temeljiti na tem členu 10, pri čemer pa je treba upoštevati pojasnila iz navedenega člena 21.
- 76 V zvezi s tem je treba ugotoviti, da je člen 10(1) Uredbe št. 596/2014 v povezavi s členom 14(c) te uredbe v bistvu ustreznik člena 3(a) Direktive Sveta 89/592/EGS z dne 13. novembra 1989 o usklajevanju predpisov o trgovanju z notranjimi informacijami (UL, posebna izdaja v slovenščini, poglavje 1989, zvezek 334, str. 30) in člena 3(a) Direktive 2003/6, ki sta državam članicam nalagala obveznost, da prepovejo razkrivanje notranjih informacij. Natančneje, člen 10 Uredbe št. 596/2014 s tem, da določa, da razkritje notranje informacije ni protipravno, kadar je del običajnega opravljanja službenih nalog, poklica ali dolžnosti, vsebuje enako izjemo od prepovedi razkritja notranjih informacij kot navedeni določbi teh direktiv.
- 77 Poleg tega, kot zlasti izhaja iz uvodne izjave 2 Uredbe št. 596/2014, je cilj te uredbe – in navedenih direktiv pred njo – med drugim varovati celovitost finančnih trgov in krepi zaupanje vlagateljev, to zaupanje pa temelji zlasti na tem, da bodo ti vlagatelji postavljeni v enakopraven položaj in zaščiteni pred protipravno uporabo notranjih informacij (glej v tem smislu sodbo z dne 23. decembra 2009, Spector Photo Group in Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, točka 47 in navedena sodna praksa).
- 78 Zato izjema iz člena 10(1) Uredbe št. 596/2014, tako kot izjema iz člena 3(a) Direktive 89/592, določa pogoj tesne povezave med razkritjem notranje informacije in opravljanjem dela, poklica ali dolžnosti, da bi bilo tako razkritje upravičeno. Načeloma je treba to izjemo razlagati ozko, saj je razkritje notranje informacije zakonito le, če je nujno potrebno za to opravljanje in se pri njem spoštuje načelo sorazmernosti, kot je Sodišče navedlo v sodbi z dne 22. novembra 2005, Grøngaard in Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, točki 31 in 34).
- 79 Ob tem je treba opozoriti, da sta bili v zadevi, v kateri je bila izdana navedena sodba, osebi, ki sta razkrili zadevne notranje informacije, predstavnik delavcev v upravnem odboru družbe, ki je bil tudi član odbora za zvezo skupine podjetij, in predsednik poklicnega sindikata.
- 80 Kadar pa novinar razkrije notranje informacije „za novinarske namene“ v smislu člena 21 Uredbe št. 596/2014, je treba navedeno izjemo, kot je bilo v bistvu poudarjeno v točkah 65 in 66 te sodbe, razlagati tako, da se ohrani polni učinek te določbe glede na njen cilj, kot je naveden tudi v uvodni izjavi 77 te uredbe, in sicer spoštovanje svobode tiska in svobode izražanja v drugih medijih, ki sta zagotovljeni zlasti s členom 11 Listine (glej po analogiji sodbo z dne 29. julija 2019, Spiegel Online, C-516/17, EU:C:2019:625, točka 55).
- 81 Tako je treba zahtevo, ki izhaja iz člena 10 Uredbe št. 596/2014, in sicer da je tako razkritje potrebno za opravljanje novinarskega poklica, in sorazmernost tega razkritja presojati ob upoštevanju dejstva, da je treba ta člen 10, ker pomeni omejitev temeljne pravice, zagotovljene s členom 11 Listine, razlagati v skladu z zahtevami iz člena 52(1) Listine.

- 82 Zato je treba, na prvem mestu, glede zahteve, da mora biti tako razkritje potrebno za opravljanje novinarske dejavnosti, ki vključuje, kot je bilo poudarjeno v točki 71 te sodbe, pripravljalna raziskovalna dela za objavo, med drugim upoštevati potrebo novinarja, da preveri informacije, s katerimi se je seznanil.
- 83 Posledično je treba – kot je generalna pravobranilka v bistvu navedla v točki 97 sklepnih predlogov – če je bilo razkritje, kakršno je to v postopku v glavni stvari, opravljeno za objavo članka, preučiti, ali je to razkritje presegalo tisto, kar je bilo potrebno za preverjanje informacij iz tega članka. Natančneje, v zvezi s preverjanjem informacije o govorici na trgu je treba glede na okoliščine primera preučiti, ali je bilo potrebno, da novinar tretji osebi poleg vsebine zadevne govorice razkrije posebno informacijo v zvezi s skorajšnjo objavo članka, v katerem se bo o tej govorici poročalo.
- 84 Na drugem mestu, za ugotovitev, ali je tako razkritje sorazmerno v smislu člena 10 Uredbe št. 596/2014, je treba preučiti, ali bi bila omejitev svobode tiska, ki bi jo povzročila prepoved takega razkritja, pretirana glede na škodo, ki bi jo tako razkritje lahko povzročilo za celovitost finančnih trgov.
- 85 Med elementi, ki jih je treba upoštevati pri tej presoji, je treba upoštevati, prvič, potencialni odvračalni učinek take prepovedi za opravljanje novinarske dejavnosti, vključno s pripravljalnim raziskovalnim delom.
- 86 Drugič, preveriti je treba tudi, ali je novinar z zadevnim razkritjem ravnal v skladu s pravili in kodeksi, ki urejajo njegov poklic, kot so navedeni v členu 21 Uredbe št. 596/2014. Vendar kot je generalna pravobranilka navedla v točki 103 sklepnih predlogov, zgolj na podlagi spoštovanja teh pravil in teh kodeksov ni mogoče sklepati, da je bilo razkritje notranje informacije sorazmerno v smislu člena 10 Uredbe št. 596/2014.
- 87 Tretjič, kot je generalna pravobranilka navedla v točki 100 sklepnih predlogov, je treba upoštevati tudi negativne učinke razkritja zadevnih notranjih informacij za celovitost finančnih trgov. Natančneje, če je bilo po tem razkritju izvedeno trgovanje na podlagi notranjih informacij, lahko to povzroči finančno izgubo pri drugih vlagateljih in srednjeročno izgubo zaupanja v finančne trge.
- 88 Iz tega izhaja, da razkritje notranjih informacij ne posega le v zasebne interese nekaterih vlagateljev, temveč tudi – splošneje – v javni interes za zagotovitev popolne in ustrezne preglednosti trga, da bi se zaščitila njegova celovitost in zagotovilo zaupanje vseh vlagateljev, kot je opozorjeno v točki 77 te sodbe. Zato mora predložitveno sodišče upoštevati tudi dejstvo, da je javni interes, ki se je lahko uresničeval s takim razkritjem, v nasprotju ne le z zasebnimi interesi, ampak tudi z javnim (glej po analogiji ESČP, 10. december 2007, Stoll proti Švici, CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, točka 116).
- 89 Ob upoštevanju vseh zgornjih preudarkov je treba na tretje in četrto vprašanje odgovoriti, da je treba člena 10 in 21 Uredbe št. 596/2014 razlagati tako, da je razkritje notranje informacije s strani novinarja zakonito, če se za to razkritje šteje, da je potrebno za opravljanje njegovega poklica in da se pri njem spoštuje načelo sorazmernosti.

## **Stroški**

- 90 Ker je ta postopek za stranki v postopku v glavni stvari ena od stopenj v postopku pred predložitvenim sodiščem, to odloči o stroških. Stroški za predložitev stališč Sodišču, ki niso stroški omenjenih strank, se ne povrnejo.

Iz teh razlogov je Sodišče (veliki senat) razsodilo:

1. Člen 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) je treba razlagati tako, da za opredelitev notranje informacije informacija o skorajšnji objavi članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu v zvezi z izdajateljem finančnih instrumentov, lahko pomeni informacijo, ki „ima natančno določene lastnosti“ v smislu te določbe oziroma ki je „natančna“ v smislu člena 1(1) Direktive Komisije 2003/124/ES z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6 v zvezi z opredelitvijo in razkritjem notranjih informacij javnosti ter opredelitvijo tržne manipulacije, ter da je to, da je v tem članku nato navedena cena, po kateri naj bi bili kupljeni vrednostni papirji tega izdajatelja v okviru eventualne javne ponudbe za nakup, in to, kdo sta novinar, ki se je podpisal pod navedeni članek, in medijska hiša, ki je zagotovila objavo tega članka, upoštevno za presojo navedene natančnosti, če so bili ti elementi sporočeni pred to objavo. Dejanski vpliv te objave na ceno vrednostnih papirjev, na katere se ta objava nanaša, sicer lahko pomeni naknadni dokaz o natančnosti navedene informacije, vendar ta vpliv sam po sebi – in ne da bi bili preučeni drugi elementi, ki so bili znani ali razkriti pred navedeno objavo – ne more zadostovati za ugotovitev take natančnosti.
2. Člen 21 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/ES, 2003/125/ES in 2004/72/ES je treba razlagati tako, da to, da novinar enemu od svojih običajnih virov informacij razkrije informacijo o skorajšnji objavi svojega članka, v katerem se bo poročalo o govorici na trgu, pomeni razkritje „za novinarske namene“ v smislu tega člena, če je to razkritje potrebno za opravljanje novinarske dejavnosti, ki vključuje pripravljalo raziskovalno delo za objavo.
3. Člena 10 in 21 Uredbe št. 596/2014 je treba razlagati tako, da je razkritje notranje informacije s strani novinarja zakonito, če se za to razkritje šteje, da je potrebno za opravljanje njegovega poklica in da se pri njem spoštuje načelo sorazmernosti.

Podpisi