Zbornik sudske prakse

MIŠLJENJE NEZAVISNE ODVJETNICE
JULIANE KOKOTT
od 16. rujna 2021.[1]

Predmet C-302/20

A
protiv
Autorité des marchés financiers

(zahtjev za prethodnu odluku koji je uputio Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu, Francuska))

„Prethodni postupak – Unutarnje tržište za financijske usluge – Funkcioniranje i integritet tržištâ kapitala – Povlaštene informacije i trgovanje na temelju povlaštenih informacija – Direktiva 2003/6/EZ (Direktiva o zlouporabi tržišta) – Zabrana objavljivanja povlaštenih informacija – Direktiva 2003/124/EZ – Članak 1. stavak 1. – Pojam povlaštene informacije – Kriteriji preciznosti i mogućnosti utjecaja na cijene – Glasina na tržištu – Novinarovo otkrivanje predstojeće objave članka o glasini na tržištu drugoj osobi – Uredba (EU) br. 596/2014 (Uredba o zlouporabi tržišta) – Članak 21. – Objavljivanje povlaštene informacije za potrebe novinarstva – Članak 10. – Objavljivanje povlaštene informacije u normalnom obavljanju posla ili profesije"

I. Uvod

1. Cilj je zakonodavstva Unije o zlouporabi tržišta, kao prvo, osigurati integritet i jednakopravnost tržišta kapitala. Time treba uspostaviti povjerenje ulagatelja, koje pak ima ključnu ulogu za funkcioniranje tržišta u pogledu gospodarstva[2]. Zakonodavstvo o trgovanju na temelju povlaštenih informacija, kao sastavni dio zakonodavstva o zlouporabi tržišta, taj cilj treba ostvariti na način da se u pogledu informacija postupa jednako prema sudionicima na tržištu. Nijedan ulagatelj ne smije iz informacija koje su relevantne, ali koje nisu javno dostupne steći prednost na štetu ulagatelja koji nisu (ili ne mogu biti) svjesni informacije[3].

2. Stoga se zakonodavstvom o trgovanju na temelju povlaštenih informacija, s jedne strane, u načelu predviđa da se, ako je moguće, učine javno dostupnim sve relevantne informacije na način da izdavatelj vrijednosnih papira redovito mora objavljivati informacije koje se na njega odnose

[1] Izvorni jezik: njemački

[2] Vidjeti Komisijin Prijedlog direktive o zlouporabi tržišta od 19. studenoga 2002., COM (2002) 625 *final*, SL 2003., C 71 E, str. 62.: „Financijska tržišta opstaju tijekom periodičnih promjena i cikličkih korekcija te nezadovoljavajućih učinaka pojedinačnih dionica. Suprotno tomu, na ta tržišta razarajuće djeluje slabljenje povjerenja ulagatelja koje nastaje ako su […] [tržišta] podložna zlouporabi."

[3] Vidjeti osobito presude od 10. svibnja 2007., Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, t. 38.) i od 23. prosinca 2009., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, t. 47. i 48.).

(takozvano *ad hoc* objavljivanje)[4]. S druge strane, postojeće neravnoteže u pogledu informacija ipak se ne smiju iskorištavati (zabrana trgovanja na temelju povlaštenih informacija[5]), odnosno informacije se moraju zadržati unutar što je moguće manje skupine osoba (zabrana nezakonitog objavljivanja povlaštenih informacija[6]).

3. Ovaj zahtjev za prethodnu odluku odnosi se u biti na zabranu objavljivanja povlaštenih informacija i na ograničenja te zabrane. U glavnom postupku financijski novinar osporava sankciju koja mu je izrečena zbog navodnog otkrivanja povlaštene informacije i pritom u biti ističe povredu svoje slobode tiska. Točno je da se s obzirom na cilj zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija, koji se odnosi na to da se uspostavi najveća moguća transparentnost, čini da je novinarska obrada povlaštenih informacija u svakom slučaju barem djelomično poželjna i u pogledu zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija. Međutim, zakonodavstvo o trgovanju na temelju povlaštenih informacija te sloboda tiska i sloboda izražavanja u medijima također mogu biti u međusobnom sukobu, osobito u fazi prije sustavnog širenja i objavljivanja određene informacije u medijima. Način rješavanja sukoba jest predmet druge skupine pitanja koju je sud koji je uputio zahtjev, Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu, Francuska) postavio Sudu.

4. Međutim, taj sud prije toga pita je li se objavljivanje koje se stavlja na teret tužitelju u glavnom postupku uopće odnosilo na povlaštenu informaciju. U okviru prve upućene skupine pitanja Sud će u tom pogledu najprije trebati pojasniti u kojim se okolnostima glasinom na tržištu, odnosno informacijom koja je očito nesigurna, mogu aktivirati mehanizmi zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija.

II. Pravni okvir

A. Pravo Unije

1. Direktiva 2003/6 (Direktiva o zlouporabi tržišta)

5. Direktiva 2003/6 Europskog parlamenta i Vijeća od 28. siječnja 2003. o trgovanju na temelju povlaštenih informacija i manipuliranju tržištem (zlouporabi tržišta) (u daljnjem tekstu: Direktiva o zlouporabi tržišta)[7] u svojem članku 1. točki 1. sadržava definiciju pojma „povlaštena informacija":

„[…] znači informacija precizne naravi koja nije objavljena i koja se izravno ili neizravno odnosi na jednog ili više izdavatelja financijskih instrumenata ili na jedan ili više financijskih instrumenata, te koja bi, kada bi bila objavljena, mogla imati značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata."

[4] Vidjeti članak 17. Uredbe (EU) br. 596/2014 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o zlouporabi tržišta (Uredba o zlouporabi tržišta) te stavljanju izvan snage Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća i direktiva Komisije 2003/124/EZ, 2003/125/EZ i 2004/72/EZ (SL 2014., L 173, str. 1. i ispravak SL 2016., L 287, str. 320.).

[5] Vidjeti članak 14. točke (a) i (b) Uredbe br. 596/2014.

[6] Vidjeti članak 14. točku (c) Uredbe br. 596/2014.

[7] SL 2003., L 96, str. 16. (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 74.)

6. U skladu s člankom 2. stavkom 1. drugim podstavkom točkom (c) Direktive o zlouporabi tržišta, države članice zabranjuju svakoj osobi da, na temelju pristupa informaciji putem obavljanja svojega posla, profesije ili dužnosti, upotrijebi tu informaciju pri stjecanju ili otpuštanju, ili pokušaju stjecanja ili otpuštanja, za vlastiti račun ili za račun treće osobe, izravno ili neizravno, financijskog instrumenta na koji se ta informacija odnosi.

7. Osim toga, u skladu s člankom 3. Direktive o zlouporabi tržišta države članice svakoj osobi koja podliježe zabrani utvrđenoj člankom 2. zabranjuju da:

„(a) objavljuje povlaštene informacije bilo kojoj drugoj osobi, osim ako se informacija objavi u redovnom tijeku obavljanja posla, profesije ili dužnosti;

(b) preporuči nekoj drugoj osobi ili je navede da na temelju povlaštene informacije stekne ili otpusti financijske instrumente na koje se ta informacija odnosi."

2. Direktiva 2003/124

8. Prve dvije uvodne izjave Direktive Komisije 2003/124/EZ od 22. prosinca 2003. o provedbi Direktive 2003/6/EZ Europskog parlamenta i Vijeća u pogledu definicije i javnog objavljivanja povlaštenih informacija i definicije manipuliranja tržištem (u daljnjem tekstu: Direktiva 2003/124)[8] glase:

„(1) Razumni ulagatelji temelje svoje odluke o ulaganju na informacijama koje su im već raspoložive, dakle na dostupnim *ex ante* informacijama. Pitanje bi li razumni ulagatelj prilikom donošenja odluke o ulaganju vjerojatno uzeo u obzir određenu informaciju stoga bi se trebalo procijeniti na temelju dostupnih *ex ante* informacija. Takva procjena treba uzeti u obzir očekivani utjecaj informacije u svjetlu cjelokupne aktivnosti dotičnog izdavatelja, pouzdanosti izvora informacije i svih drugih tržišnih varijabli koje bi mogle utjecati na odgovarajući financijski instrument ili izvedeni financijski instrument koji je s njime povezan u danim okolnostima.

(2) Naknadno raspoložive informacije (*ex post* informacije) mogu se upotrijebiti za provjeru pretpostavke da su *ex ante* informacije bile cjenovno osjetljive, ali se ne bi trebale upotrijebiti za poduzimanje mjera protiv osoba koje su donijele razumne zaključke na temelju dostupnih *ex ante* informacija."

9. U članku 1. te direktive pobliže se definira pojam povlaštene informacije:

„1. Za potrebe primjene [članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta] smatra se da je informacija precizne naravi ako navodi skup okolnosti koje postoje ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će postojati ili događaj koji je nastao ili se u razumnoj mjeri može očekivati da će nastati te ako je dovoljno specifična da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku tog skupa okolnosti ili tog događaja na cijene financijskih instrumenata ili povezanih izvedenih financijskih instrumenata.

2. Za potrebe primjene [članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta], informacija koja bi, kada bi bila objavljena, mogla imati značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na

[8] SL 2003., L 339, str. 70. (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 6., svezak 3., str. 74.)

cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata' znači informacija koju bi razumni ulagatelj vjerojatno upotrijebio kao dio osnove za donošenje odluka o ulaganju."

3. Uredba br. 596/2014 (Uredba o zlouporabi tržišta)

10. Uredba br. 596/2014 (u daljnjem tekstu: Uredba o zlouporabi tržišta) zamijenila je Direktivu o zlouporabi tržišta te se u, skladu s njezinim člankom 39. stavkom 2., primjenjuje u državama članicama od 3. srpnja 2016.

11. Uvodnom izjavom 77. te uredbe određuje se:

„Ovom se Uredbom poštuju temeljna prava i načela priznata u [Povelji]. Sukladno s tim, ovu Uredbu trebalo bi tumačiti i primjenjivati u skladu s tim pravima i načelima. Posebno, kada ova Uredba upućuje na pravila koja uređuju slobodu tiska i slobodu izražavanja u drugim medijima te pravila ili kodekse kojima se uređuje novinarska struka, trebalo bi voditi računa o tim slobodama kako su zajamčene u Uniji i u državama članicama i kako su priznate u skladu s člankom 11. Povelje te drugim relevantnim odredbama."

12. Definicija pojma povlaštene informacije iz članka 7. stavka 1. točke (a) Uredbe o zlouporabi tržišta odgovara definiciji iz članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta.

13. Članak 7. stavci 2. i 4. Uredbe o zlouporabi tržišta u ulomcima glase kako slijedi:

„2. Za potrebe stavka 1. smatra se da su informacije precizne naravi ako se njima ukazuje na niz okolnosti koje postoje ili za koje se razumno može očekivati da će postojati, ili na događaj koji se dogodio ili se razumno može očekivati da će se dogoditi, kada su dovoljno specifične da omoguće zaključivanje o mogućem učinku tog niza okolnosti ili događaja na cijene financijskih instrumenata ili povezanog izvedenog financijskog instrumenta, povezanih promptnih ugovora za robu ili proizvoda na dražbi utemeljenih na emisijskim jedinicama. U tom pogledu u slučaju dugotrajnog procesa čija je svrha uzrokovati ili koji ima za posljedicu određene okolnosti ili određeni događaj, te buduće okolnosti ili taj budući događaj, i također međukoraci tog procesa koji su povezani s uzrokovanjem ili koji imaju za posljedicu te buduće okolnosti ili taj budući događaj, mogu se smatrati preciznim informacijama.

4. Za potrebe stavka 1., ‚informacije koje bi, kad bi bile objavljene, vjerojatno imale značajan učinak na cijene financijskih instrumenata, izvedenih financijskih instrumenata, povezanih promptnih ugovora za robu ili proizvoda na dražbi na temelju emisijskih jedinica' znači informacije koje bi razumni ulagatelj vjerojatno iskoristio kao dio temelja za svoju odluku o ulaganju."

14. Člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta naslovljenim „Nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija" određuje se:

„Za potrebe ove Uredbe, nezakonito objavljivanje povlaštenih informacija postoji kada osoba posjeduje povlaštene informacije i objavi te informacije bilo kojoj drugoj osobi, osim kada se informacije objavljuju u normalnom obavljanju posla, profesije ili dužnosti. […]"

15. Člankom 14. točkom (c) Uredbe o zlouporabi tržišta određuje se da se ne smiju nezakonito objavljivati povlaštene informacije.

16. Članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta naslovljen je „Objavljivanje ili širenje informacija u medijima” i glasi kako slijedi:

„Za potrebe [članka 10.], kada se informacije objavljuju ili šire te kada se preporuke izrađuju ili šire za potrebe novinarstva ili drugog oblika izražavanja u medijima, takvo objavljivanje ili širenje informacija procjenjuje se uzimajući u obzir pravila koja uređuju slobodu tiska i slobodu izražavanja u drugim medijima te pravila ili kodekse kojima se uređuje novinarska struka, osim ako:

(a) dotične osobe ili osobe usko povezane s njima stječu izravnu ili neizravnu prednost ili koristi od objavljivanja ili širenja dotičnih informacija; ili

(b) objavljivanje ili širenje ima namjeru obmanjivanja tržišta o ponudi, potražnji ili cijeni financijskih instrumenata.”

B. Francusko pravo

17. Tekst članka 621-1. Règlementa général de l’AMF (Opći pravilnik AMF-a, u daljnjem tekstu: RGAMF) gotovo je istovjetno preuzet iz teksta članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta i članka 1. Direktive 2003/124 i tako prenesen u francusko pravo.

18. Člankom 622-1. RGAMF-a određuje se da se sve osobe iz članka 622-2. RGAMF-a moraju suzdržati od upotrebe povlaštene informacije koju posjeduju i moraju se suzdržati od priopćavanja te informacije osobama izvan normalnog obavljanja svojeg posla, profesije ili dužnosti. Članak 622-2. RGAMF-a obuhvaća, među ostalim, osobe koje posjeduju povlaštenu informaciju na temelju pristupa informaciji putem obavljanja svojega posla ili profesije.

III. Činjenično stanje i glavni postupak

19. Osoba A, odnosno tužitelj u glavnom postupku, jest novinar u mirovini koji je tijekom svojeg profesionalnog života obavljao novinarsku djelatnost u nekoliko britanskih dnevnih novina. Zadnje je radio za vrlo čitanu internetsku stranicu jednih britanskih novina. Ondje je redovito objavljivao članke u kojima su se prenosile glasine na tržištu. Dva su od tih članaka relevantna za glavni postupak.

20. Kao prvo, tužitelj u glavnom postupku objavio je 8. lipnja 2011. navečer članak o mogućoj ponudi koju je koncern dao za preuzimanje dionica jednog poduzeća po konkretno navedenoj cijeni, koja je za 86 % bila viša od cijene dionica poduzeća pred kraj trgovinskog dana. Po otvaranju sljedećeg trgovinskog dana cijena dionica navodnog ciljnog poduzeća porasla je za 0,64 %, a tijekom tog dana za daljnjih 4,55 %.

21. Kao drugo, 12. lipnja 2012. navečer objavio je članak o drugom mogućem preuzimanju po određenoj kupovnoj cijeni, koja je iznosila otprilike 80 % više od cijene dionica navodnog ciljnog poduzeća pred kraj trgovinskog dana. Tijekom sljedećeg trgovinskog dana cijena dionica tog poduzeća porasla je za 17,69 % pri zatvaranju. Predmetno poduzeće opovrgnulo je glasinu dva dana kasnije.

22. Nedugo prije objave dvaju članaka na internetskoj stranici dotičnih dnevnih novina nekoliko britanskih građana kupilo je te dionice te ih je prodalo sljedeći dan, pri čemu su ostvarili dobit.

23. Francuski Autorité des marchés financiers (Nadzorno tijelo za vrijednosne papire i tržišta kapitala, u daljnjem tekstu: AMF) zaključio je u okviru provjere podataka o telefonskim kontaktima da je tužitelj u glavnom postupku na dan objave članaka telefonski komunicirao s jednim ili nekoliko kasnijih kupaca. Te su osobe bile financijski analitičari s kojima je tužitelj u glavnom postupku godinama stalno raspravljao o pitanjima koja se odnose na tržišta kapitala. U najmanje jednom slučaju dotična osoba nazvala je ubrzo nakon završetka razgovora s tužiteljem u glavnom postupku svojeg brokera koji je nakon toga izdao nalog za kupnju vrijednosnih papira koji su se navodili u člancima objavljenim nedugo nakon toga.

24. AMF prigovara tužitelju u glavnom postupku da je prethodno navedenim osobama u okviru predmetnih telefonskih razgovora priopćio predstojeću objavu članaka. AMF je zastupao stajalište da informacija o predstojećoj objavi novinskog članka u kojem se prenosi glasina na tržištu može predstavljati povlaštenu informaciju i da predmetne informacije ispunjavaju uvjete za kvalifikaciju kao povlaštena informacija. Zbog toga je odbor za sankcije AMF-a nakon saslušanja tužitelju u glavnom postupku izrekao novčanu kaznu u iznosu od 40 000 eura. Kupcima predmetnih vrijednosnih papira izrečene su novčane kazne zbog trgovanja na temelju povlaštenih informacija.

25. Tužba protiv te odluke podnesena je sudu koji je uputio zahtjev, odnosno Couru d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu).

26. Tužitelj u toj tužbi osporava da je s kasnijim kupcima razgovarao o člancima koji se odnose na glasine o preuzimanju i ističe da se informacija o predstojećoj objavi tih članaka u svakom slučaju ne može smatrati povlaštenom informacijom. Naime, same glasine nemaju potrebnu preciznost zbog nesigurnosti i netočnosti koje su im svojstvene. Međutim, u skladu s člankom 1. točkom 1. Direktive o zlouporabi tržišta, odnosno člankom 7. stavkom 1. točkom (a) Uredbe o zlouporabi tržišta, precizna priroda informacije jest zaseban uvjet za njezinu kvalifikaciju kao povlaštene informacije. Konkretno, zahtjev preciznosti ne postaje suvišan na temelju toga što se informacija kvalificira kao cjenovno osjetljiva. Osim toga, sankcioniranjem tužitelja povređuje se članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta, kojim se za novinare predviđa iznimka od zabrane objavljivanja povlaštenih informacija. Stoga primjena te iznimke na njegovu situaciju treba dovesti do ukidanja novčane kazne koja mu je izrečena.

27. Sud koji je uputio zahtjev smatra da osobito značajna povećanja cijena vrijednosnih papira nakon objave predmetnih članaka pokazuju da su informacije o kojima je riječ cjenovno osjetljive informacije u smislu članka 1. stavka 2. Direktive 2003/124 i članka 7. stavka 4. Uredbe o zlouporabi tržišta. Međutim, nije jasno ispunjava li informacija o predstojećoj objavi članaka kriterij preciznosti, s obzirom na to da sadržaj članaka, odnosno upućivanje na glasinu na tržištu, može biti nedovoljno specifično.

28. S obzirom na primjenu članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta sud koji je uputio zahtjev pita je li tužitelj u glavnom postupku djelovao „za potrebe novinarstva" u smislu te odredbe i sadržava li ta odredba u tom pogledu iscrpno posebno pravilo. Naime, što se tiče općenite iznimke od zabrane objavljivanja povlaštenih informacija za potrebe profesije, Sud zahtijeva da objavljivanje povlaštene informacije treba biti nužno potrebno za obavljanje profesije i proporcionalno [9]. Stoga treba pojasniti koje zahtjeve članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta, po potrebi u vezi s člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta, utvrđuje u pogledu zakonitosti postupanja tužitelja u glavnom postupku.

[9] Presuda od 22. studenoga 2005., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708)

IV. Prethodna pitanja i postupak pred Sudom

29. U tim je okolnostima Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu) odlučio prekinuti postupak i na temelju članka 267. UFEU-a uputiti Sudu sljedeća prethodna pitanja:

1. (a) Treba li članak 1. stavak 1. prvi podstavak Direktive o zlouporabi tržišta, u vezi s člankom 1. stavkom 1. Direktive 2003/124, tumačiti na način da informacija o predstojećoj objavi novinskog članka u kojem se prenosi glasina na tržištu o izdavatelju financijskog instrumenta može ispunjavati zahtjev preciznosti iz tih članaka u svrhu kvalifikacije povlaštene informacije?

(b) Utječe li okolnost da se u novinskom članku, čija predstojeća objava čini predmetnu informaciju, kao glasina na tržištu navodi cijena iz ponude za preuzimanje, na ocjenu preciznosti predmetne informacije?

(c) Jesu li opća poznatost novinara koji je potpisao članak, ugled novinske kuće koja je osigurala njegovu objavu i doista značajan utjecaj („ex post") te objave na cijene vrijednosnih papira na koje se ta objava odnosi relevantni elementi za ocjenu preciznosti predmetne informacije?

2. Kao drugo, u slučaju odgovora da informacija kao što je ona u ovom predmetu može ispunjavati zahtjev potrebne preciznosti:

(a) Treba li članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta tumačiti na način da je novinarovo otkrivanje informacije, jednom od njegovih uobičajenih izvora, o predstojećoj objavi članka s njegovim potpisom u kojem se prenosi glasina na tržištu provedeno „za potrebe novinarstva"?

(b) Ovisi li odgovor na to pitanje osobito o tome je li taj izvor obavijestio novinara o toj glasini na tržištu ili o tome je li otkrivanje informacije o predstojećoj objavi članka bilo korisno za dobivanje pojašnjenja o vjerodostojnosti glasine od tog izvora?

3. Kao treće, treba li članke 10. i 21. Uredbe o zlouporabi tržišta tumačiti na način da, čak i kada novinar objavi povlaštenu informaciju „za potrebe novinarstva" u smislu članka 21., zakonitost ili nezakonitost objavljivanja treba ocijeniti ako se ono dogodilo „u normalnom obavljanju [novinarske] profesije" u smislu članka 10.?

4. Kao četvrto, treba li članak 10. Uredbe o zlouporabi tržišta tumačiti na način da, kako bi se dogodilo u normalnom obavljanju novinarske profesije, objavljivanje povlaštene informacije treba biti nužno potrebno za obavljanje te profesije te treba poštovati načelo proporcionalnosti?

30. Tužitelj u glavnom postupku, AMF, Francuska Republika, Kraljevina Norveška, Kraljevina Švedska, Kraljevina Španjolska i Europska komisija podnijeli su očitovanja o prethodnim pitanjima u pisanom postupku pred Sudom. Osim toga, svi osim Kraljevine Norveške sudjelovali su na raspravi održanoj 22. lipnja 2021.

V. Pravna ocjena

31. Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu) svojim prethodnim pitanjima u konačnici namjerava pojasniti je li tužitelju u glavnom postupku opravdano izrečena novčana kazna zbog povrede zabrane objavljivanja iz članka 622-1. RGAMF-a [10]. Tom se odredbom u francusko pravo u biti prenio članak 3. točka (a) Direktive o zlouporabi tržišta.

32. Taj sud u tom pogledu pitanjima 1.(a) do (c) najprije pita može li se informacija o predstojećoj objavi novinskog članka o glasini na tržištu smatrati „povlaštenom informacijom" u smislu članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta [11] i je li ta informacija stoga u načelu obuhvaćena zabranom objavljivanja iz članka 3. točke (a) Direktive o zlouporabi tržišta (odjeljak A.). Drugo, treće i četvrto pitanje odnose se zatim na iznimke od zabrane objavljivanja povlaštenih informacija i to u posebnom kontekstu novinarske djelatnosti (odjeljak B.).

A. Prvo prethodno pitanje

33. Svojim prvim pitanjem sud koji je uputio zahtjev u biti pita može li se i pod kojim uvjetima informacija o neposredno predstojećoj objavi novinskog članka, koji se odnosi na glasinu na tržištu, smatrati preciznom u smislu članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta i članka 1. stavka 1. Direktive 2003/124/EZ.

34. Zahtjev preciznosti predstavlja prvi od četiriju uvjeta u skladu s člankom 1. točkom 1. Direktive o zlouporabi tržišta čijim ispunjenjem informacija postaje povlaštena informacija. Drugo, ta informacija ne smije biti objavljena. Treće, ta se informacija mora, izravno ili neizravno, odnositi na jedan ili više financijskih instrumenata ili na njihove izdavatelje. Četvrto, kada bi bila objavljena, morala bi moći imati značajan utjecaj na cijene financijskih instrumenata o kojima je riječ ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata (u daljnjem tekstu: cjenovna osjetljivost) [12].

35. Sud koji je uputio zahtjev smatra da su ispunjeni drugi, treći i četvrti uvjet. Taj sud osobito polazi od toga da je informacija o predstojećoj objavi članaka bila cjenovno osjetljiva u smislu četvrtog uvjeta. To utvrđenje osobito temelji na povećanjima cijena vrijednosnih papira koji se navode u tim člancima, a do kojih je došlo nakon njihove objave.

36. U skladu s člankom 1. stavkom 1. Direktive 2003/124, zahtjev preciznosti sastoji se od dvaju dijelova. S jedne strane, informacija mora navoditi skup okolnosti ili događaj koji postoje ili za koje se u razumnoj mjeri može očekivati da će nastati. S druge strane, ta informacija mora biti dovoljno specifična da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku tog skupa okolnosti ili tog događaja na cijene financijskih instrumenata ili povezanih izvedenih financijskih instrumenata.

37. Od tih dvaju uvjeta sud koji je uputio zahtjev kao temelj bez daljnjega primjenjuje prvi uvjet, odnosno uvjet koji se odnosi na to da se u trenutku otkrivanja u razumnoj mjeri može očekivati objava članka. Stoga taj sud konačno razmatra samo drugi uvjet, odnosno specifičnost [13] u

[10] Zabrana objavljivanja sada izravno proizlazi iz članka 10. stavka 1. u vezi s člankom 14. točkom (c) Uredbe o zlouporabi tržišta.

[11] Taj članak odgovara članku 7. stavku 1. točki (a) Uredbe o zlouporabi tržišta.

[12] Presuda od 28. lipnja 2012., Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, t. 25.)

[13] U nastavku upotrebljavam taj pojam za drugi kriterij preciznosti u smislu članka 1. stavka 1. Direktive 2003/124 i polazim od toga da je samo to važno sudu.

pogledu mogućih učinaka na cijene. Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu) smatra da postojanje te specifičnosti može biti problematično zato što se informacija o kojoj je riječ u ovom slučaju, odnosno predstojeća objava novinskog članka, odnosi na glasinu. Postoje dvojbe u pogledu specifičnosti te glasine zato što se ona može smatrati nedovoljno točnom ili sigurnom da omogući donošenje zaključaka o mogućem učinku na cijene. Prema mišljenju suda koji je uputio zahtjev, to može utjecati na specifičnost informacije o kojoj je riječ. Stoga sud koji je uputio zahtjev smatra da ne može utvrditi je li riječ o povlaštenoj informaciji, iako prema njegovu mišljenju informacija nije bila objavljena i cjenovno osjetljiva te je posljedično osigurala posebnu prednost osobi koja posjeduje informaciju u odnosu na ostale sudionike na tržištu [14].

38. Međutim, prema sudskoj praksi Suda, obilježje specifičnosti kao drugi sastavni dio preciznosti povlaštene informacije [15] predstavlja, u odnosu na cjenovnu osjetljivost, zaseban i neovisan uvjet za postojanje povlaštene informacije [16]. Posljedično najprije treba ispitati može li se informacija o predstojećoj objavi novinskog članka smatrati specifičnom u smislu članka 1. stavka 1. druge mogućnosti Direktive 2003/124, unatoč tomu što se taj članak odnosi na glasinu na tržištu (odjeljak 1.).

39. Tek nakon toga u pogledu prethodnog pitanja 1.(c) treba pojasniti može li se specifičnost informacije o kojoj je riječ dodatno dokazati okolnošću da je nakon objave predmetnih novinskih članaka došlo do povećanja cijena (odjeljak 2.).

1. Utvrđivanje specifičnosti informacije o kojoj je riječ

40. Iz već navedene definicije obilježja specifičnosti iz članka 1. stavka 1. druge mogućnosti Direktive 2003/124 proizlazi da informacija treba imati sadržaj ili informativnu vrijednost koja omogućuje ocjenu te informacije kao cjenovno osjetljive (ili neosjetljive) [17]. To znači da se ne ukazuje na visoki prag [18]. Naprotiv, time treba isključiti samo informacije koje od samog početka nemaju značajnu informativnu vrijednost s obzirom na ocjenu cjenovne osjetljivosti.

41. U skladu s uvodnom izjavom 1. Direktive 2003/124, razumni ulagatelj prilikom ocjene cjenovne osjetljivosti osobito uzima u obzir informacije koje pokazuju gospodarske učinke koje određena informacija ima na poduzeće [19] i pouzdanost te informacije. Zbog toga u skladu s formulacijom Suda obilježjem specifičnosti treba isključiti samo neodređene ili općenite informacije iz kojih se ne može izvesti nikakav zaključak glede njihova mogućeg učinka na cijene financijskih instrumenata o kojima je riječ [20].

42. Točno je da informacija koju autor predmetnog članka daje o predstojećoj objavi tog članka nije neodređena. Naime, tom se informacijom opisuje konkretan događaj iz pouzdanog izvora koji će sigurno nastupiti. Međutim, ta je informacija sama po sebi očito previše općenita da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku na cijene određenog financijskog instrumenta. Taj je zaključak moguć samo u vezi s predmetom članka o kojem je riječ, što je u ovom slučaju glasina na tržištu o preuzimanjima poduzeća.

14 Presuda od 23. prosinca 2009., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, t. 52.)

15 Vidjeti točku 36. ovog mišljenja.

16 Presuda od 11. ožujka 2015., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, t. 28.)

17 Vidjeti u tom smislu presudu od 11. ožujka 2015., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, t. 31.).

18 U tom smislu mišljenje nezavisnog odvjetnika M. Watheleta u predmetu Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, t. 37.)

19 Vidjeti tekst „očekivani utjecaj […] u svjetlu cjelokupne aktivnosti dotičnog izdavatelja".

20 Presuda od 11. ožujka 2015., Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, t. 31.)

43. Na tu povezanost upućuje i tužitelj u glavnom postupku. Tužitelj iz toga zaključuje da informacija o objavljivanju članaka može biti specifična samo ako je specifičan sam predmet određenog članka. Međutim, sadržaj spornih članaka u ovom slučaju nije specifičan zato što je u tom pogledu riječ o glasinama koje po svojoj prirodi nisu specifične. Tužitelj pritom upućuje, među ostalim, na očitovanje nekadašnjeg Odbora europskih regulatora za vrijednosne papire (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) u skladu s kojim su glasine upravo suprotnost informacijama koje se mogu provjeriti i koje su stoga precizne [21].

44. Smatram da te dvije tvrdnje nisu točne.

a) Općenita (ne)specifičnost glasina na tržištu

45. Ako se smatra da glasine na tržištu općenito nisu specifične, one nikad ne mogu biti povlaštena informacija [22]. Međutim, Direktivom o zlouporabi tržišta ne predviđa se nikakvo isključivanje glasina iz zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija. Naprotiv, kao što je već navedeno, u uvodnoj izjavi 1. Direktive 2003/124 izričito se navodi da je za ocjenu informativne vrijednosti važna „pouzdanost izvora informacije". To znači da Direktiva ne pretpostavlja nikakvu apsolutnu pouzdanost za svojstvo povlaštene informacije. S time je povezana činjenica da je pouzdanost postupan čimbenik i treba ga utvrditi u svakom slučaju zasebno.

46. Osim toga, glasine imaju značajnu praktičnu ulogu u tržišnoj praksi [23]. U skladu s tim, u članku 1. točki 2. podtočki (c) Direktive o zlouporabi tržišta polazi se od toga da tržište obrađuje glasine jer mogu sadržavati obmanjujuće signale kojima se mogu manipulativno iskriviti cijene. Kako bi se postigli ciljevi Direktive, odnosno kako bi se osiguralo povjerenje ulagatelja na temelju jednakih mogućnosti informiranja [24], u tom području treba zabraniti iskorištavanje neravnoteže u pogledu informacija.

47. To vrijedi tim više što često nije osigurana pouzdanost informacija koje nisu objavljene. Drugim riječima, brojne informacije o (budućim) događajima mogu se smatrati glasinom, odnosno mogu se formulirati kao glasina do objavljivanja ili javnog pojašnjenja. Stoga, budući da nesigurne informacije ionako ne mogu u potpunosti biti isključene iz područja primjene zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija, neizbježne su poteškoće u pogledu razgraničenja s obzirom na njihovu specifičnost. Slijedom toga, nije opravdano da se glasine zbog nesigurnosti koje su im svojstvene paušalno isključe kao nedovoljno specifične. U svakom slučaju, time se ne može uspostaviti nikakva značajna pravna sigurnost [25].

b) Povezanost između predmeta i objavljivanja članka

48. Osim toga, nepostojanje specifičnosti predmeta članka ne znači da se bez daljnjega može zaključiti da informacija o objavi tog članka nije specifična. Kao što to pravilno ističe i AMF, time se ne uzima u obzir da se informativna vrijednost sadržaja objave može promijeniti upravo zbog

[21] Vidjeti CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, 1,5. U tom smislu vidjeti i CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, t. 20. prva alineja.

[22] Naime, specifičnost je kao drugo obilježje preciznosti u smislu članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta nužan uvjet za postojanje povlaštene informacije.

[23] Vidjeti primjerice *Van Bommel*, Rumors, The Journal of Finance, svezak 58., br. 4, (2003.), str. 1499.

[24] Vidjeti u tom pogledu presudu od 23. prosinca 2009., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, t. 47. do 49.).

[25] Što se tiče cilja mogućnosti određivanja povlaštene informacije u pogledu pravne sigurnosti, vidjeti uvodnu izjavu 3. Direktive 2003/124.

činjenice da je uslijedila objava. To je osobito slučaj u pogledu glasina, čiji je sadržaj često netočan i čija pouzdanost ovisi o broju i statusu osoba koje šire tu glasinu. Stoga glasina može biti postati vjerodostojna na temelju objave te također može postati precizna na temelju njezina utvrđenja u tekstu.

49. Osim toga, drukčije stajalište nije u skladu sa svrhom zaštite koju ima zakonodavstvo o trgovanju na temelju povlaštenih informacija. Naime, neovisno o mogućoj promjeni glasine na temelju njezine objave, informacija o objavi ima vlastitu dodanu informativnu vrijednost. Ulagatelj saznanjem trenutka objave glasine stječe, naime, prednost u pogledu informacija. On tu prednost može iskoristiti u odnosu na druge ulagatelje.

50. Stoga povezanost između objavljivanja i sadržaja članka pravilno treba shvatiti na način da je u pogledu specifičnosti informacije kao što je ona o kojoj je riječ u ovom slučaju relevantan sadržaj članka u obliku koji dobiva objavljivanjem. Naime, tržište obrađuje upravo tu okolnost, odnosno objavljeni sadržaj članka, i stoga predstavlja osnovu za ocjenu ulagatelja.

51. U sadržajnom pogledu relevantno je da se iz objavljene glasine mogu zaključiti konkretni gospodarski učinci za izdavatelja. Tako primjerice članak o „velikom" preuzimanju „u automobilskom sektoru" bez navođenja predmetnih poduzeća valja smatrati previše općenitim i stoga nedovoljno specifičnim. Ako se na temelju članka barem implicitno može zaključiti da je riječ o predmetnim poduzećima, točno je da navođenje cijene ponude u slučaju glasine o preuzimanju čini članak i time glasinu još specifičnijima. Međutim, budući da su javna preuzimanja redovito povezana s plaćanjem premija za preuzimanje na cijene dionica, tržište može procijeniti mogućnost učinka cijene i ako se to ne navede [26].

52. Odgovor na pitanje može li se na temelju objavljene glasine također utvrditi i pouzdanost te glasine ovisi o tome proizlaze li iz objave kriteriji za dovoljno konkretno određivanje vjerodostojnosti i pouzdanosti. S jedne strane, ti kriteriji mogu se sastojati od upućivanja na izvore glasine u članku. S druge strane, u tom pogledu može biti važan ugled novinara kao i ugled novinske kuće [27]. Naime, to može podrazumijevati da je informacija dovoljno provjerena. Tako je primjerice savjesna provjera istinitosti informacija koje treba objaviti dio profesionalnih dužnosti novinara [28], čije nepoštovanje ne treba pretpostaviti u pogledu ugledne novinarke ili uglednog novinara. Međutim, uz to mogu biti važni i drugi kriteriji, primjerice razina konkretnosti formulacija i sadržaja [29]. U tom pogledu pak može biti važno navođenje konkretne cijene ponude. Međutim, prilikom provjere specifičnosti (još) nije važno je li informacija naposljetku dovoljno pouzdana kako bi se opravdao poticaj na trgovanje u smislu članka 1. stavka 2. Direktive 2003/124; ta informacija samo treba omogućiti pouzdanu i svrhovitu procjenu.

[26] Vidjeti u tom pogledu i presudu od 22. studenoga 2005., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, t. 37. i 38.). U tom smislu i CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, 1.8.

[27] Što se tiče empirijske ocjene važnosti tih čimbenika, vidjeti *Ahern/Sosyura*, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, The Review of Financial Studies, svezak 28. br. 7 (2015.), str. 2050. i sljedeće.

[28] Vidjeti primjerice zakone njemačkih saveznih zemalja o tisku u kojima se dosljedno propisuje dužnost provjere istinitosti. Dužnost istinitog i preciznog izvještavanja također je uvjet za to da se smatra da novinarke i novinare u okviru članka 10. EKLJP-a treba zaštititi, vidjeti primjerice presudu ESLJP-a od 7. veljače 2012., Axel Springer AG protiv Njemačke (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, t. 93.).

[29] Vidjeti također *Ahern/Sosyura* (bilješka 27.).

2. Ex post povećanje cijena

53. Osim toga, u okviru prethodnog pitanja 1.(c) Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu) pita može li povećanje cijena nakon objave sporne informacije (*ex post*) biti važno prilikom ocjene pitanja je li riječ o specifičnoj informaciji.

54. Postojanje povlaštene informacije nužno treba ocijeniti iz *ex ante* perspektive jer je temeljno obilježje povlaštene informacije upravo to da nije objavljena. Posljedično, u pogledu pitanja je li informacija precizna u smislu članka 1. stavka 1. druge mogućnosti Direktive 2003/124 naknadno povećanje cijena od samog početka može postati relevantno samo neizravno, i to u okviru kasnijeg dokazivanja.

55. U tom se smislu uvodnom izjavom 2. Direktive 2003/124 predviđa da se naknadno povećanje cijena može upotrijebiti za provjeru cjenovne osjetljivosti (*ex ante*) (a da se pritom na temelju toga ne bi trebala moći poduzeti mjera protiv osoba koje su donijele razumne zaključke na temelju dostupnih *ex ante* informacija). Naime, logično je da je informacija uistinu bila cjenovno osjetljiva ako je nakon njezina objavljivanja došlo do povećanja cijena [30]. Sud koji je uputio zahtjev pita može li se to razmatranje primijeniti na specifičnost.

56. U svakom slučaju, na to pitanje valja potvrdno odgovoriti ako je specifičnost povlaštene informacije nužan uvjet za njezinu cjenovnu osjetljivost. U tom je slučaju iz naknadnog povećanja cijena također moguće zaključiti da je objavljena informacija bila specifična. Čini se da u prilog tome idu brojni elementi: naime, u skladu s definicijom iz članka 1. stavka 2. Direktive 2003/124, informacija je cjenovno osjetljiva ako bi razumni odnosno informirani ulagatelj djelovao na temelju te informacije. Time se barem na prvi pogled pretpostavlja da je predmet te informacije zapravo tek omogućio njezinu ocjenu kao važne za tu odluku o ulaganju. Međutim, upravo to znači da je ta informacija bila dovoljno specifična da omogući donošenje zaključka o mogućem učinku na cijene financijskih instrumenata.

57. Suprotno tomu, sud koji je uputio zahtjev i tužitelj u glavnom postupku očito polaze od toga da mogu postojati cjenovno osjetljive informacije koje ipak nisu specifične. Međutim, ako bi to bilo točno, takva informacija ne bi bila povlaštena informacija zbog toga što nije ispunjen prvi uvjet iz članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta. Naposljetku, to je stajalište dovelo do toga da se određene cjenovno osjetljive informacije, koje zbog te cjenovne osjetljivosti osiguravaju posebnu prednost za osobu koja posjeduje informaciju, izuzimaju iz zabrane trgovanja na temelju povlaštenih informacija. Stoga se ta prednost može iskoristiti a da se ne sankcionira, što bi moglo narušiti povjerenje ulagateljâ u ravnotežu u pogledu informacija [31]. Za to se ne može utvrditi nikakav objektivan razlog [32].

58. Međutim, u svrhu odgovora na prethodno pitanje 1.(c) naposljetku ne treba pojasniti mogu li postojati cjenovno osjetljive informacije koje nisu specifične. Naime, čak i kad bi se to pretpostavilo, u svakom slučaju općenito se ipak smatra da razumni ulagatelj svoje odluke o ulaganju temelji na informacijama koje imaju određenu razinu konkretnosti. Drugim riječima, cjenovno osjetljiva informacija također je specifična barem u većini slučajeva. Smatram da je ta

[30] U tom pogledu valja podsjetiti da se provjera cjenovne osjetljivosti temelji na razumnom ulagatelju (vidjeti točku 41. ovog mišljenja); drugim riječima, do povećanja cijena može doći i u pogledu informacije koja nije cjenovno osjetljiva u smislu članka 1. stavka 2. Direktive 2003/124, odnosno ako je do tog povećanja cijena došlo uslijed nepredvidljive reakcije na tržištu.

[31] Vidjeti presudu od 23. prosinca 2009., Spector Photo Group i Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, t. 52.).

[32] Sud je u presudi od 28. lipnja 2012., Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, t. 48.), u tom pogledu uputio na pravnu sigurnost za izdavatelja koja, međutim, ne bi trebala biti važna u slučaju glasina koje se odnose na njega jer izdavatelj ionako nije obvezan objaviti glasine koje se odnose na njega.

okolnost dovoljna kako bi se ideja iz uvodne izjave 2. Direktive 2003/124, u skladu s kojom naknadno povećanje cijena u najboljem slučaju *upućuje* na cjenovnu osjetljivost informacije, proširila na specifičnost. Naime, taj učinak dokazivanja ili provjere ionako ne oslobađa od toga da se uistinu utvrde konkretne činjenice i u svakom slučaju u kontekstu sankcija ispita je li priroda povlaštene informacije već proizlazila iz postojećih *ex ante* okolnosti.

3. Međuzaključak

59. Stoga odgovor na prvo prethodno pitanje glasi: informacija koju je autor novinskog članka dao o predstojećoj objavi tog članka, koji se odnosi na glasinu na tržištu o preuzimanju poduzeća, ispunjava zahtjev preciznosti iz članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta, u vezi s člankom 1. stavkom 1. drugom mogućnosti Direktive 2003/124, ako je predmet članka u njegovu objavljenom obliku toliko specifičan da omogućuje donošenje zaključka o mogućem učinku na cijene jednog ili više financijskih instrumenata. To je slučaj kad iz objave članka proizlaze naznake na temelju kojih se može ocijeniti pouzdanost informacija koje on sadržava i ako se na temelju njih može donijeti zaključak o gospodarskim učincima na izdavatelja. Značajni mogu biti opća poznatost i ugled novinarke ili novinara koja je potpisala ili koji je potpisao članak, ugled novinske kuće koja ga je objavila i okolnost da se u članku navodi određena cijena za predmetnu ponudu za preuzimanje. Moguće povećanje cijena nakon objave predmetne informacije može se, u smislu uvodne izjave 2. Direktive 2003/124, upotrijebiti za provjeru pretpostavke da je *ex ante* informacija bila specifična u smislu članka 1. stavka 1. druge mogućnosti te direktive.

B. Drugo, treće i četvrto prethodno pitanje

60. Ako sud koji je uputio zahtjev na temelju primjene prethodno navedenih kriterija zaključi da informaciju o predstojećoj objavi spornih članaka treba ocijeniti kao povlaštenu informaciju, kao sljedeće postavlja se pitanje je li otkrivanje te informacije, odnosno obavještavanje dotičnih osoba, također bilo nezakonito, što je stoga trebalo sankcionirati.

61. Članku 3. točki (a) Direktive o zlouporabi tržišta, odredbi koja je bila na snazi u trenutku spornog događaja, nije protivno svako otkrivanje povlaštenih informacija. Naprotiv, u skladu s tom odredbom, objavljivanje tih informacija zabranjuje se, osim ako se „informacija objavi u redovnom tijeku obavljanja posla, profesije ili dužnosti”. Ta se odredba temelji na shvaćanju da kategorička zabrana objavljivanja dovodi do onemogućavanja drugih važnih procesa. Naime, u praksi je nezamislivo da je djelatnost poduzeća moguća a da pritom ne dolazi do obrade i objavljivanja povlaštenih informacija ograničenoj skupini osoba unutar poduzeća (primjerice nadležnim odjelima) ili izvan njega (primjerice odvjetnicima i revizorima).

62. Međutim, Sud je pojasnio da tu iznimku od zabrane objavljivanja treba usko tumačiti i da se primjenjuje samo ako je objavljivanje nužno potrebno za obavljanje profesije i ako se poštuje načelo proporcionalnosti [33].

63. Odredba koja je gotovo istovjetna tekstu članka 3. točke (a) Direktive o zlouporabi tržišta trenutačno se nalazi u članku 10. stavku 1. Uredbe o zlouporabi tržišta (u vezi s člankom 14. točkom (c) Uredbe o zlouporabi tržišta). Osim toga, u pogledu trenutačne pravne situacije člankom 21. Uredbe o zlouporabi tržišta predviđa se da za potrebe novinarstva prilikom primjene

[33] Presuda od 22. studenoga 2005., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, t. 34.)

navedenog članka 10. Uredbe o zlouporabi tržišta treba uzeti u obzir pravila koja uređuju slobodu tiska i slobodu izražavanja u drugim medijima te pravila ili kodekse kojima se uređuje novinarska struka.

64. Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu) sada svojim drugim, trećim i četvrtim prethodnim pitanjem pita kako treba ocijeniti obavještavanje o predstojećoj objavi članaka s obzirom na navedene odredbe Uredbe o zlouporabi tržišta, odnosno jesu li u skladu s tim odredbama ispunjeni uvjeti u pogledu iznimke od zabrane objavljivanja.

65. Slijedom toga, valja pojasniti pitanje koji se pravni režim predviđa Uredbom o zlouporabi tržišta za postupanje s povlaštenim informacijama u novinarskom kontekstu. Time konačno valja utvrditi kako treba uspostaviti odgovarajuću ravnotežu između slobode tiska i slobode izražavanja u medijima i zaštite integriteta tržišta, koju Sud osobito naglašava na temelju uglavnom stroge primjene zabrane objavljivanja u kontekstu obavljanja profesije. Stoga na drugo, treće i četvrto prethodno pitanje valja zajedno odgovoriti (odjeljak 2.).

66. Međutim, najprije treba razmotriti dopuštenost prethodnih pitanja jer Uredba o zlouporabi tržišta, kao što je to utvrdio sam sud koji je uputio zahtjev, još nije bila na snazi u trenutku nastanka događaja o kojem je riječ u glavnom postupku, nego su se još primjenjivale odredbe Direktive o zlouporabi tržišta (odjeljak 1.).

1. Primjenjivost Uredbe o zlouporabi tržišta u glavnom postupku (dopuštenost drugog, trećeg i četvrtog prethodnog pitanja)

67. Sud koji je uputio zahtjev smatra da članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta, u odnosu na članak 3. točku (a) Direktive o zlouporabi tržišta koji je zapravo primjenjiv u vremenskom pogledu, predstavlja povoljniju odredbu za novinarke i novinare koju u ovom kontekstu sankcije na temelju načela *lex mitior*[34] treba primijeniti i na radnje koje su završile prije njezina stupanja na snagu. Slijedom toga, pitanja koja se odnose na članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta relevantna su za rješavanje glavnog postupka.

68. Pitanje sadržava li uistinu članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta blažu odredbu ne može se bez daljnjega utvrditi s obzirom na okolnost da je i u slučaju primjene članka 3. točke (a) Direktive o zlouporabi tržišta prilikom njegova tumačenja i primjene već trebalo poštovati temeljna prava[35], osobito članak 11. Povelje i članak 10. EKLJP-a. Naprotiv, ta ocjena naposljetku ovisi o tome kako konkretno treba tumačiti članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta. Međutim, budući da je upravo to predmet prethodnih pitanja, u skladu je sa zahtjevima dobrog sudovanja meritorno ispitati ta pitanja[36].

69. To vrijedi i u pogledu članka 10. stavka 1. Uredbe o zloporabi tržišta, čije se tumačenje izričito traži u trećem i četvrtom prethodnom pitanju. Točno je da članak 3. točka (a) Direktive o zloporabi tržišta u tom pogledu sadržava usporedivu odredbu, barem što se tiče teksta, tako da se na prvi pogled čini da je u ovom slučaju isključena primjena načela *lex mitior*. Međutim, u

[34] Vidjeti članak 49. stavak 1. treću rečenicu Povelje. U skladu s opisom koji je naveo sud koji je uputio zahtjev, povreda zabrane objavljivanja u francuskom je pravu kaznenopravne prirode. Osim toga, Sud je već odlučio da i upravnopravne sankcije u zakonodavstvu o zlouporabi tržišta mogu biti kaznene prirode i stoga opravdavaju, među ostalim, primjenu članka 48. Povelje, vidjeti presudu od 2. veljače 2021., Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, t. 42. i 43.).

[35] Vidjeti i uvodnu izjavu 44. Direktive o zlouporabi tržišta.

[36] Vidjeti u tom smislu presude od 26. veljače 2002., Vijeće/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, t. 52.) i od 5. studenoga 2019., ESB i dr./Trasta Komercbanka i dr. (C-663/17 P, C-665/17 P i C-669/17 P, EU:C:2019:923, t. 46.).

članku 21. Uredbe o zlouporabi tržišta izričito se upućuje na članak 10., pri čemu odredbe čine dio jedinstvenog skupa pravila. Stoga je potrebno da se obje odredbe ispitaju u pogledu njihova međusobnog odnosa kako bi se zajamčilo pravilno tumačenje.

70. Slijedom toga, dopušteno je meritorno ispitati drugo, treće i četvrto prethodno pitanje.

2. Iznimke od zabrane objavljivanja povlaštenih informacija za novinarsku djelatnost

71. Drugo, treće i četvrto prethodno pitanje odnose se, s jedne strane, na primjenjivost članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta u glavnom postupku. Sud koji je uputio zahtjev pita može li se obavještavanje o predstojećoj objavi članka smatrati otkrivanjem povlaštene informacije „za potrebe novinarstva". S druge strane, taj sud postavlja pitanje o odnosu između članka 21. i članka 10. stavka 1. Uredbe o zloporabi tržišta.

72. To se pitanje temelji na činjenici da tužitelj u glavnom postupku zastupa stajalište da je članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta posebno iscrpno pravilo za novinarsku djelatnost. Stoga se na tu djelatnost ne primjenjuju opći zahtjevi u pogledu zakonitosti objavljivanja povlaštene informacije u profesionalnom kontekstu u skladu s člankom 10. Uredbe o zlouporabi tržišta. Slijedom toga, ne treba ispitati ni zahtjev nužne potrebe i proporcionalnosti objavljivanja povlaštene informacije [37] u okviru novinarskih djelatnosti koji je utvrdio Sud.

a) Pojam objavljivanja povlaštene informacije „za potrebe novinarstva"

1) Tumačenje pojma

73. U tim su okolnostima osobito AMF i francuska vlada u ovom postupku zastupali posebno usko tumačenje pojma „za potrebe novinarstva". U skladu s uskim tumačenjem, taj pojam treba obuhvaćati samo objavljivanje same informacije i radnje koje su s time izravno povezane. U skladu s tim, taj pojam ne obuhvaća obavještavanje o predstojećoj objavi članka jer se sama ta obavijest otkriva samo maloj skupini osoba i stoga se ni ne objavljuje niti izravno služi objavljivanju predmetnog članka.

74. Međutim, iz smisla i svrhe članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta proizlazi da se takvo tumačenje pojma „za potrebe novinarstva" teško može opravdati. Naime, ako se logika tog tumačenja dovede do njegove krajnosti, njime se u kontekstu zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija od samog početka iz područja zaštite slobode tiska i slobode izražavanja isključuje značajan dio novinarske djelatnosti prije stvarnog objavljivanja, odnosno aktivnost istraživanja. Međutim, područje primjene članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta treba odgovarati području zaštite slobode tiska i slobode izražavanja u medijima [38]. To je u skladu s ciljem Uredbe, kao što to pokazuje uvodna izjava 77. Uredbe o zlouporabi tržišta. U skladu s tom uvodnom izjavom, svakim upućivanjem na ta temeljna prava u tekstu Uredbe treba osigurati da ih se poštuje kako su utvrđena u Povelji i EKLJP-u.

[37] Vidjeti u tom pogledu točku 62. ovog mišljenja.

[38] Suprotno tomu, ako su se navedena temeljna prava u pogledu uskog tumačenja u svakom slučaju namjeravala uključiti u područje provjere normalnog obavljanja novinarske profesije u smislu članka 10. stavka 1. Uredbe o zlouporabi tržišta, članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta, odnosno njegovo usko tumačenje, uopće ne bi imali praktični značaj.

75. To osobito vrijedi s obzirom na činjenicu da bi u suprotnom slučaju članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta imao relativno malo područje primjene. Naime, ako se objavljivanje informacije u svakom slučaju provodi unutar široko rasprostranjene novinske kuće, to je objavljivanje već dopušteno potpuno neovisno o primjeni članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta. Takvim objavljivanjem uklanja se, naime, uvjet koji se odnosi na to da informacija nije objavljena i time njezina priroda povlaštene informacije [39].

76. Točno je da Europski sud za ljudska prava (u daljnjem tekstu: ESLJP) s obzirom na članak 10. EKLJP-a naglašava [40] funkciju novinarstva koja se odnosi na to da se šire informacije i ideje o svim pitanjima od javnog interesa [41]. Međutim, iz toga se ne može zaključiti da su objektivno slobodom tiska zaštićeni i samo stvarno objavljivanje informacija i aktivnosti koje su s time usko povezane. Naprotiv, ESLJP u područje zaštite izričito uključuje aktivnosti koje su,poput istraživanja i izvještavanja, samo priprema za kasnije širenje ili objavljivanje. Tim se aktivnostima čak priznaje potreba za posebnom zaštitom [42]. U tim je okolnostima provjera činjenica kod izvora [43] prije nego što se objave, a koja se navodi u prethodnom pitanju 2.(b), nesporno obuhvaćena područjem zaštite slobode tiska i slobode izražavanja u medijima i stoga područjem primjene članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta. To također vrijedi ako tužitelj u glavnom postupku u okviru takve provjere otkrije da se nalazi neposredno pred objavom članka o tim činjenicama.

77. Međutim, kao što je to naveo AMF, svrha razgovora između tužitelja u glavnom postupku i kasnijih kupaca nije bila provjera određene informacije, nego su se ti razgovori odnosili samo na jednostavnu obavijest o predstojećoj objavi članka o predmetnoj glasini.

78. Ipak, i takva se radnja može obuhvatiti područjem zaštite slobode tiska. ESLJP u tom pogledu ne zahtijeva da predmetna radnja izravno ima korist od određene objave. Tako se u slučaju novinara koji redovito izvještava o kaznenim predmetima smatra da je provjera povjerljivih informacija kod zaposlenika državnog odvjetništva s ciljem da novinar općenito bude obaviješten o istragama a da ne radi na određenoj objavi ili da ne provodi određeno istraživanje, bez daljnjega obuhvaćena područjem zaštite slobode tiska [44].

79. Stoga je za primjenu područja zaštite slobode tiska i, slijedom toga, za primjenjivost članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta relevantno samo da se radnja ili aktivnost obavlja u svojstvu novinara, a ne u svojstvu privatne osobe [45]. Za to je potrebno da je ta radnja, i s objektivnog aspekta i s

[39] Vidjeti u tom smislu presudu od 10. svibnja 2007., Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, t. 39.), u skladu s kojom se s upućenom osobom ne može trgovati na temelju povlaštenih informacija zbog toga što ne postoji neravnoteža u pogledu informacija. Drukčije može biti ako se informacija u novinskom proizvodu objavljuje s vrlo ograničenim dosegom.

[40] Jamstva iz članka 10. EKLJP-a, u smislu članka 52. stavka 3. Povelje, s obzirom na slobodu tiska i slobodu izražavanja odgovaraju jamstvima iz članka 11. Povelje, vidjeti Objašnjenja koja se odnose na Povelju (SL 2007., C 303, str. 21. i 33.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 1. svezak 7., str. 124. i 136.), kao i presude od 4. svibnja 2016., Philip Morris Brands i dr. (C-547/14, EU:C:2016:325, t. 147.) i od 14. veljače 2019., Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, t. 65.). U skladu s objašnjenjima iz članka 52. stavka 3. Povelje (SL 2007., C 303, str. 33.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 1., svezak 7., str. 136.), prilikom oslanjanja na jamstva određenih prava iz EKLJP-a ne treba uzeti u obzir samo tekst EKLJP-a, nego i sudsku praksu ESLJP-a, vidjeti presudu od 30. lipnja 2016., Toma i Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, t. 41.).

[41] Vidjeti presude ESLJP-a od 7. veljače 2012., Axel Springer protiv Njemačke (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, t. 79.) i od 8. studenoga 2016., Magyar Helsinki Bizottság protiv Mađarske (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, t. 168.); vidjeti i presudu od 16. prosinca 2008., Satakunnan Markkinapörssi i Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, t. 61.).

[42] Presuda ESLJP-a od 25. travnja 2006., Dammann protiv Švicarske (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, t. 52.)

[43] Što se tiče zaštite izvora, vidjeti samo presude od 27. ožujka 1996., Goodwin protiv Ujedinjene Kraljevine (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889) i od 5. listopada 2017., Becker protiv Norveške (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

[44] Presuda ESLJP-a od 25. travnja 2006., Dammann protiv Švicarske (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, t. 28.)

[45] Kao „posljedica djelovanja u svojstvu novinara”, vidjeti presude ESLJP-a od 20. listopada 2015., Pentikäinen protiv Finske (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, t. 35.) i od 5. siječnja 2016., Erdtmann protiv Njemačke (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, t. 16.).

aspekta namjere, povezana s novinarskom djelatnošću dotične osobe. Takva novinarska djelatnost mora se općenito temeljiti na tome da se informacije objavljuju. Međutim, sporna radnja ne mora se nužno sastojati od obavještavanja javnosti.

80. Slijedom toga, obavještavanje o predstojećoj objavi članka smatralo bi se objavljivanjem „za potrebe novinarstva" u smislu članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta već onda kad sud koji je uputio zahtjev zaključi da istraživačku aktivnost financijskog novinara u praksi obilježavaju kontakti s financijskim analitičarima u okviru kojih se razmjenjuju i informacije o predstojećim člancima i njihovoj objavi.

81. Međutim, drukčija ocjena zahtijeva se ako se sporni kontakti nisu odvijali u okviru prikupljanja informacija za (buduće) članke, nego se njima, potpuno neovisno o tome, nastojao postići cilj da se stekne prednost u pogledu informacija odnosno da se iskoristi takva prednost. Takva činjenična utvrđenja koja su potrebna za tu ocjenu treba izvesti sud koji je uputio zahtjev [46].

82. Pitanje koje pak treba odvojiti od pitanja primjenjivosti članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta odnosi se na to predstavlja li takva novinarska praksa u konačnici zakonito objavljivanje povlaštenih informacija. Naime, suprotno tvrdnjama tužitelja u glavnom postupku, okolnost da su ispunjeni uvjeti iz članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta još ne dovodi do iznimke od zabrane objavljivanja. Na to se odnosi treće prethodno pitanje.

83. U tom pogledu već iz teksta članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta proizlazi da se „[z]a potrebe članka 10. […] objavljivanje […] procjenjuje […] uzimajući u obzir pravila koja uređuju slobodu tiska i slobodu izražavanja u drugim medijima te pravila ili kodekse kojima se uređuje novinarska struka". Stoga se tom odredbom očito polazi od toga da je i u slučaju objavljivanja povlaštenih informacija za potrebe novinarstva članak 10. stavak 1. Uredbe o zlouporabi tržišta relevantna odredba za ocjenu zakonitosti tog objavljivanja. Samo se u okviru te odredbe mogu uzeti u obzir predmetna temeljna prava, kao i pravila kojima se uređuje novinarska struka. U skladu s tim, člankom 21. Uredbe o zlouporabi tržišta ne predviđa se nikakva zasebna pravna posljedica i već zbog toga ne može predstavljati nikakvu zasebnu iznimku od zabrane objavljivanja.

84. Kao drugo, iz toga slijedi da zakonitost ili nezakonitost objavljivanja za potrebe novinarstva treba ocijeniti s obzirom na pitanje je li to objavljivanje izvršeno u normalnom obavljanju novinarske profesije u smislu članka 10. stavka 1. Uredbe o zlouporabi tržišta [47]. Time se pak opravdava to da područje primjene članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta treba izjednačiti s područjem zaštite slobode tiska i slobode izražavanja u medijima i da, slijedom toga, objavljivanje povlaštenih informacija „za potrebe novinarstva" valja pretpostaviti uvijek kad je to objavljivanje izvršeno u svojstvu novinara [48].

2) Dokazivanje u pojedinačnom slučaju da je riječ o objavljivanju za potrebe novinarstva

85. Iz prethodnih razmatranja [49] već je jasno da provjera i dokazivanje je li riječ o objavljivanju za potrebe novinarstva u činjeničnom pogledu može stvoriti poteškoće.

[46] U tom pogledu vidjeti pobliže točku 85. i sljedeće točke ovog mišljenja.

[47] U tom pogledu točka 89. i sljedeće točke ovog mišljenja

[48] Vidjeti u tom pogledu točku 79. ovog mišljenja.

[49] Vidjeti osobito točku 80. ovog mišljenja.

86. U skladu s općim pravilima, povredu zabrane objavljivanja trebaju dokazati nadležna državna tijela; stoga ta tijela također moraju dokazati da objavljivanje nije izvršeno za potrebe novinarstva. U tu svrhu moraju dokazati objektivne okolnosti djela na temelju kojih sud koji odlučuje o meritumu treba utvrditi proizlazi li iz toga povezanost s novinarskom djelatnošću dotične osobe ili u tom pogledu postoje barem konkretne naznake.

87. Pritom je očito da sud jednostavnije može pretpostaviti da je riječ o objavljivanju za potrebe novinarstva ako dotična novinarka ili dotični novinar pojasni na koji je način sporna radnja povezana s njezinom ili njegovom novinarskom djelatnošću. Međutim, to ne smije dovesti do toga da se dokazivanje je li riječ o objavljivanju za potrebe novinarstva u konačnici stavlja na teret dotičnoj osobi. Naprotiv, svaka dotična osoba ima i u okviru postupka o upravnoj sankciji pravo na šutnju [50], čije ostvarivanje toj osobi ne smije nanijeti štetu. Isto tako, pretpostavka nedužnosti (članak 4. stavak 1. Povelje) primjenjuje se i u području progona kaznenih djela zlouporabe povlaštenih informacija [51]. Slijedom toga, od novinarke ili novinara ne može se zahtijevati da podnose dokaze u pogledu potrebe objavljivanja predmetne informacije. Naposljetku, to je u skladu s potrebama zaštite novinarskih izvora.

88. Stoga se u slučaju dvojbe u pogledu profesionalnih novinarki i novinara objavljivanje „za potrebe novinarstva" u smislu članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta može isključiti samo ako objektivne okolnosti djela ni na koji način nisu neodvojivo povezane s njihovom profesionalnom djelatnošću. Umjesto toga, na temelju primjene metoda koje se u tom pogledu predviđaju u nacionalnom pravu trebalo bi se moći dokazati da je objavljivanje izvršeno subjektivno za potrebe koje nisu povezane s profesijom, odnosno da je izvršeno za privatne potrebe.

b) Provjera „normalno[g] obavljanj[a] […] profesije" novinara u smislu članka 21. u vezi s člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta

89. U skladu s člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta, objavljivanje povlaštene informacije nije nezakonito ako je izvršeno „u normalnom obavljanju […] profesije". Pritom se postavlja pitanje obuhvaća li područje primjene članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta samo objavljivanje koje je nužno potrebno za obavljanje novinarske profesije u smislu presude Grøngaard i Bang i kojim se poštuje načelo proporcionalnosti [52].

90. Sudska praksa koja je u pogledu članka 3. točke (a) Direktive 89/592 [53] prvotno proizlazila iz presude Grøngaard i Bang može se bez daljnjega primijeniti na članak 10. stavak 1. Uredbe o zlouporabi tržišta. Naime, tekstovi odredbi većim su dijelom istovjetni, a razmatranja koja su navela Sud na takvo tumačenje kriterija „normalnog obavljanja profesije" i dalje su relevantna. Konkretno, objavljivanje povlaštenih informacija i dalje se smatra ozbiljnom opasnošću za funkcioniranje tržištâ kapitala i povjerenje ulagateljâ [54], zbog čega iznimke od zabrane

[50] Vidjeti presudu od 2. veljače 2021., Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, t. 42.).

[51] Vidjeti uvodnu izjavu 11. Direktive 2014/57/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o kaznenopravnim sankcijama za zlouporabu tržišta (Direktiva o zlouporabi tržišta).

[52] Vidjeti u tom pogledu točku 62. ovog mišljenja.

[53] Direktiva Vijeća 89/592/EEZ od 13. studenoga 1989. o usklađivanju propisa o trgovanju na temelju povlaštenih informacija (SL 1989., L 334, str. 30.)

[54] U tom smislu argumentacija u presudi od 22. studenoga 2005., Grøngaard i Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, t. 33.). Vidjeti u tom pogledu, s jedne strane, uvodne izjave 2. i 5. Direktive 89/592 i, s druge strane, uvodne izjave 1., 2. i 23. Uredbe o zlouporabi tržišta.

objavljivanja trebaju ostati ograničene. Značenje koje zakonodavac Unije pridaje zaštiti integriteta tržišta čak postaje snažnije time što je skup pravila na temelju Uredbe o zlouporabi tržišta dobio oblik uredbe [55].

91. Međutim, sud koji je uputio zahtjev pita primjenjuje li se ta sudska praksa i u okviru članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta (u vezi s člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta). Naime, budući da je glavna funkcija novinarstva upravo ta da se šire ideje i informacije o pitanjima od javnog interesa [56], obavljanje novinarske profesije ograničava se na poseban način na temelju stroge primjene zabrane objavljivanja.

92. Međutim, suprotno razmatranjima suda koji je uputio zahtjev u okviru četvrtog prethodnog pitanja, iz toga ne slijedi da se od samog početka ne primjenjuju strogi uvjeti u pogledu iznimke od zabrane objavljivanja u kontekstu novinarstva koje je utvrdio Sud. Naprotiv, članak 21. Uredbe o zlouporabi tržišta samo ukazuje na to da tu sudsku praksu treba primijeniti na način koji ne dovodi do povrede slobode tiska i slobode izražavanja u medijima.

93. U skladu s tim, u području financijskog novinarstva pritom treba razlikovati između toga obavlja li se novinarska djelatnost isključivo unutar interesne skupine ulagatelja ili se odnosi i na pitanja od općeg političkog ili društvenog interesa. Naime, prema sudskoj praksi ESLJP-a, u okviru društveno ili političko relevantnih debata ne postoji dovoljno prostora za ograničenje slobode tiska [57], dok obavijestima s ograničenim javnim interesom ne treba pridati isto značenje [58].

94. U skladu s tim kriterijima, u pogledu otkrivanja protupravnih radnji poduzeća, koje je često povezano s javnom raspravom o regulaciji gospodarstva ili mogućim propustima državnih tijela, postoji velika potreba za pojašnjavanjem i stoga izražen javni interes [59]. To osobito vrijedi i zbog toga što poduzeća nisu sklona objaviti informacije koje su za njih nepovoljne, čak i ako se time eventualno povređuje obveza *ad hoc* objavljivanja koja proizlazi iz članka 17. stavka 1. Uredbe o zlouporabi tržišta. Stoga tisak ima funkciju „javnog čuvara" [60]. Međutim, kako bi tisak mogao djelotvorno izvršavati tu funkciju treba mu u uglavnom velikodušnom okviru dopustiti da obrađuje i povlaštenu informaciju i, ako je potrebno, da objavi tu informaciju.

95. Suprotno tomu, ograničenja objavljivanja povlaštenih informacija više se mogu opravdati u pogledu obavijesti koje se isključivo odnose na skupinu ulagatelja. Te obavijesti služe samo općem interesu u pogledu informiranja tržišta, za koje je točno da ih, s obzirom na ciljeve učinkovitosti informacija i transparentnosti u pravu o tržištu kapitala, treba smatrati zasebnim javnim interesom [61]. Međutim, taj se interes ostvaruje već na temelju mehanizama objavljivanja u

[55] U tom smislu i uvodna izjava 4. Uredbe o zlouporabi tržišta. Osim toga, to je potkrijepljeno na temelju toga da se Direktivom 2014/57/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 16. travnja 2014. o kaznenopravnim sankcijama za zlouporabu tržišta (Direktiva o zlouporabi tržišta) (SL 2014., L 173, str. 179.), a osobito njezinim člankom 4., za određene slučajeve kaznenih djela zlouporabe povlaštenih informacija zahtijevaju kaznenopravne sankcije u pravu država članica.

[56] Vidjeti u tom pogledu točku 76. i bilješku 41. ovog mišljenja.

[57] Presuda ESLJP-a od 7. lipnja 2007., Dupuis i dr. protiv Francuske (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, t. 40.); od 10. prosinca 2007., Stoll protiv Švicarske (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, t. 117. i sljedeće) i od 29. ožujka 2016., Bédat protiv Švicarske (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, t. 49.)

[58] Vidjeti u tom smislu presudu ESLJP-a od 23. lipnja 2016., Brambilla protiv Italije (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, t. 59.).

[59] Kao istaknut primjer valja navesti članak „Is Enron Overpriced?" autorice Bethany McLean (Fortune od 5. ožujka 2001), koji je doveo do otkrivanja jednog od najvećih poduzetničkih skandala u SAD-u. Još jedan primjer jesu istraživanja Renate Daum u kojima je u Njemačkoj otkriven knjigovodstveni skandal u slučaju ComRoad („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen", 2003.). Osim toga, novinari Financial Timesa već su 2015. istaknuli dvojbe u pogledu integriteta financijskog izvještavanja društva Wirecard AG (Dan McCrum, „The House of Wirecard", Financial Times od 27. travnja 2015.).

[60] U tom smislu nedavna presuda ESLJP-a od 20. svibnja 2021., Amaghlobeli i dr. protiv Gruzije (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, t. 36.)

[61] Vidjeti u tom pogledu točku 1. ovog mišljenja.

okviru prava o tržištu kapitala [62]. Primjerice u pogledu preuzimanja poduzeća, kao u ovom slučaju, osim već navedenog *ad hoc* objavljivanja predviđa se i da ponuditelj u skladu s Direktivom 2004/25 objavi ponudu za preuzimanje [63].

96. Za primjenu članka 21., u vezi s člankom 10. stavkom 1. Uredbe o zlouporabi tržišta, i provjeru kriterija nužne potrebe objavljivanja to znači sljedeće: prema sudskoj praksi ESLJP-a, i u slučaju da postoji velik javni interes u pogledu izvještavanja u svakom slučaju treba provjeriti jesu li postojala očita alternativna rješenja za ostvarivanje novinarskih ciljeva [64].

97. Osim toga, u slučaju kao što je ovaj, na temelju primjene strožeg kriterija provjere također se može ispitati je li se informacija dovoljno provjerila, što u načelu treba procijeniti novinarka ili novinar. U svakom slučaju, može se ispitati je li provjera također bila moguća a da se ne navede predstojeća objava članka. Ako sud koji je uputio zahtjev utvrdi da obavijest o objavljivanju članka nije otkrivena u vezi s provjerom [65], treba provjeriti je li objavljivanje inače uistinu bilo potrebno za ispunjavanje novinarskih dužnosti, a osobito je li se samo tako mogao osigurati protok informacija za buduće članke.

98. Čini se da u tim okolnostima u ovom slučaju nije isključena mogućnost da sud koji je uputio zahtjev zaključi da je obavijest o predstojećoj objavi bila nužno potrebna.

99. U suprotnom slučaju, prilikom odvagivanja slobode tiska i integriteta tržišta u okviru provjere proporcionalnosti u pravom smislu riječi, s jedne strane, treba zatim uzeti u obzir da je zbog objavljivanja povlaštene informacije uslijedilo trgovanje na temelju povlaštenih informacija [66].

100. Naime, time najprije nastaju stvarne financijske štete. Ako, naime, ulagateljima koji imaju povjerenja nisu poznate predmetne informacije, oni ovisno o sadržaju informacije prodaju svoje vrijednosne papire ispod njihove vrijednosti ili ih kupuju iznad njihove vrijednosti. Šteta se prije svega nanosi posebno pažljivim ulagateljima zato što oni osobito brzo reagiraju na kretanja cijena koja su prouzročena trgovanjem na temelju povlaštenih informacija i koja se ne mogu objasniti na drugi način. U srednjoročnom pogledu također postoji opasnost od toga da ti ulagatelji izgube povjerenje u tržište u cjelini i napuste ga. Zbog toga tržište napuštaju upravo oni (pažljivi) ulagatelji koji na tržištu osiguravaju brzo i pravilno formiranje cijena. Uz to i slijedom toga postoji opasnost od toga da javnost općenito izgubi povjerenje u funkcioniranje tržištâ [67], koje je prema zakonodavčevu mišljenju gotovo nemoguće ponovno uspostaviti [68].

[62] Međutim, tisak može i u tom području imati važniju funkciju ako postoji opasnost da ti mehanizmi zakažu u pogledu određenih informacija, vidjeti točku 94. ovog mišljenja.

[63] Vidjeti članak 6. Direktive 2004/25/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o ponudama za preuzimanje (SL 2004., L 142, str. 12.) (SL, posebno izdanje na hrvatskom jeziku, poglavlje 17., svezak 1., str. 141.).

[64] Tako primjerice ESLJP provjerava jesu li se željene informacije mogle pribaviti i na zakonit način, vidjeti primjerice presude ESLJP-a od 20. svibnja 2021., Amaghlobeli i dr. protiv Gruzije (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, t. 39.) i od 25. travnja 2006., Dammann protiv Švicarske (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, t. 53 i 56.). Vidjeti i presudu od 20. listopada 2015., Pentikäinen protiv Finske (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, t. 101.) u okviru koje je ESLJP ispitao je li žalitelj mogao nastaviti sa svojim izvještavanjem jednako dobro i da je postupao u skladu s policijskim nalogom.

[65] Što se tiče različitih činjeničnih pretpostavki, vidjeti točke 76. i 80. ovog mišljenja.

[66] Što se tiče relevantnosti povrede prava koje se počinjene u pogledu trećih osoba ili zaštićenog pravnog dobra, vidjeti presudu ESLJP-a od 1. srpnja 2014., A. B. protiv Švicarske (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, t. 55.) u kojoj se upućuje na presudu od 7. lipnja 2007., Dupuis i dr. protiv Francuske (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Vidjeti i presudu od 10. prosinca 2007., Stoll protiv Švicarske (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, t. 130.).

[67] Vidjeti u tom pogledu uvodnu izjavu 2. i članak 13. stavak 2. točku (a) Uredbe o zlouporabi tržišta. Vidjeti i točku 1. ovog mišljenja.

[68] Vidjeti primjerice Komisijin Prijedlog direktive o zlouporabi tržišta od 19. studenoga 2002., COM (2002) 625 *final*, SL 2003., C 71 E, str. 62.

101. S druge strane, prilikom odvagivanja treba uzeti u obzir da se novinari predmetnom odredbom ili njezinom primjenom, odnosno konkretno zabranom objavljivanja, općenito ne smiju odvratiti od toga da istražuju ili objavljuju određena pitanja [69]. Pritom značajnu ulogu ima težina sankcije koja se može izreći [70].

102. Međutim, zaštita dotičnog novinara u pojedinačnom slučaju ovisi o tome je li taj novinar djelovao propisno i odgovorno [71]. Iako nije odlučujuće, pritom je osobito važno je li njegovo djelovanje bilo zakonito [72]. Naposljetku, u slučaju kao što je ovaj važno može biti u kojem je opsegu novinarka ili novinar, uz svoje moguće kazneno djelovanje, (svjesno) umiješana ili umiješan u drugo kazneno djelo, primjerice u kazneno djelo trgovanja na temelju povlaštenih informacija koje je počinila neka druga osoba.

103. Što se tiče mogućeg odvraćajućeg učinka [73] zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija u pogledu financijskog novinarstva, točno je da tužitelj u glavnom postupku ističe da nije povrijedio nijedno pravilo kojim se uređuje novinarska struka i kojim se zabranjuje obavještavanje o predstojećoj objavi članka u okolnostima slučaja [74]. Međutim, s jedne strane, sud koji je uputio zahtjev u tom pogledu treba provjeriti slijedi li iz toga da je tužiteljevo ponašanje uistinu bilo u skladu s novinarskom praksom. S druge strane, samo poštovanje pravila o novinarskoj struci, barem u ovom kontekstu, ne znači da se bez daljnjega može zaključiti da je objavljivanje povlaštene informacije bilo zakonito. Naime, strukovnim pravilima koja se primjenjuju u državama članicama sukob slobode tiska i zakonodavstva o trgovanju na temelju povlaštenih informacija samo se djelomično površno uređuje [75], tako da se jednostavnim oslanjanjem na strukovna pravila za novinarsku djelatnost ne može uspostaviti ravnoteža između slobode tiska i integriteta tržišta koja je cilj članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta. Stoga su jamstva temeljnih prava slobode tiska i slobode izražavanja odlučujući kriterij, čiji sadržaj redovni zakonodavac ili strukovna organizacija u svakom slučaju ne mogu slobodno odrediti.

[69] Presuda ESLJP-a od 25. travnja 2006., Dammann protiv Švicarske (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, t. 57.) i od 10. prosinca 2007., Stoll protiv Švicarske (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, t. 154.)

[70] ESLJP je primjerice novčanu kaznu od 800 švicarskih franaka smatrao relativno niskom, vidjeti presudu ESLJP-a od 10. prosinca 2007., Stoll protiv Švicarske (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, t. 157.).

[71] Što se tiče argumenta „odgovornog novinarstva", vidjeti presude ESLJP-a od 25. travnja 2006., Dammann protiv Švicarske (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, t. 55.); od 7. lipnja 2007., Dupuis i dr. protiv Francuske (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, t. 43.) i od 20. listopada 2015., Pentikäinen protiv Finske (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, t. 90.).

[72] Presude ESLJP-a od 20. listopada 2015., Pentikäinen protiv Finske (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, t. 90.) i od 5. siječnja 2016., Erdtmann protiv Njemačke (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, t. 20.)

[73] Vidjeti u tom pogledu primjerice presude ESLJP-a od 22. studenoga 2007., Voskuil protiv Nizozemske (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, t. 65.); od 14. rujna 2010., Sanoma Uitgevers B. V. protiv Nizozemske (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, t. 59.) i od 25. listopada 2011., Altuğ Taner Akçam protiv Turske (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, t. 75.).

[74] Što se tiče značenja strukovnih pravila u tom kontekstu, vidjeti presudu ESLJP-a od 10. prosinca 2007., Stoll protiv Švicarske (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, t. 145. i sljedeće).

[75] Tako primjerice odredba 13. IPSO Editors' Codea of Practice koja se odnosi na financijsko novinarstvo obuhvaća samo slučaj u kojem povlaštena informacija utječe na samog novinara. Točkom II. 1. (a) relevantnih načela ponašanja njemačkog Presserata (Vijeće za medije) u pogledu gospodarskog izvještavanja i izvještavanja o financijskim tržištima samo se propisuje da se povlaštene informacije „u načelu" ne smiju objavljivati.

104. Ako se u skladu s tim načelima određeno ponašanje, koje novinarka ili novinar smatraju dopuštenim ako se oslanjaju samo na strukovna pravila, ipak smatra povredom zabrane objavljivanja, ta se okolnost može uzeti u obzir na način da se ne izrekne nikakva sankcija [76]. Na taj se način također može osigurati pravno siguran okvir za djelatnost novinarski i novinara u području koje se odnosi na tržište kapitala [77].

c) Međuzaključak

105. S obzirom na sva prethodna razmatranja, na drugo, treće i četvrto prethodno pitanje valja odgovoriti na način da je riječ o objavljivanju „za potrebe novinarstva" u smislu članka 21. Uredbe o zlouporabi tržišta ako je objavljivanje izvršeno u svojstvu novinara. Međutim, zakonitost objavljivanja i u tom slučaju ovisi o tome je li ono izvršeno u normalnom obavljanju posla ili profesije novinara u smislu članka 10. stavka 1. Uredbe o zlouporabi tržišta. To pretpostavlja da je objavljivanje za te potrebe nužno potrebno i da se poštuje načelo proporcionalnosti. Prilikom ocjene nužne potrebe i proporcionalnosti objavljivanja za novinarsku djelatnost treba usporediti zahtjeve slobode tiska i slobode izražavanja u medijima s opasnostima za integritet tržištâ kapitala koje objavljivanje može prouzročiti. Prilikom provjere proporcionalnosti osobito valja uzeti u obzir, s jedne strane, javni interes u pogledu teme predmetnog novinarskog rada, zaštitu novinara te težinu sankcije. S druge strane, važno je je li opasnost od trgovanja na temelju povlaštenih informacija bila očita i je li se ona ostvarila u konkretnom slučaju.

VI. Zaključak

106. S obzirom na prethodna razmatranja, predlažem Sudu da na prethodna pitanja koja mu je uputio Cour d'appel de Paris (Žalbeni sud u Parizu, Francuska) odgovori na sljedeći način:

1. Članak 1. točku 1. Direktive 2003/6 (Direktiva o zlouporabi tržišta), u vezi s člankom 1. stavkom 1. drugom mogućnosti Direktive 2003/124/EZ, valja tumačiti na način da informacija koju je autor novinskog članka dao o predstojećoj objavi tog članka, koji se odnosio na glasinu na tržištu o preuzimanju poduzeća, ispunjava zahtjev preciznosti iz članka 1. točke 1. Direktive o zlouporabi tržišta, u vezi s člankom 1. stavkom 1. drugom mogućnosti Direktive 2003/124, ako je predmet članka u njegovu objavljenom obliku toliko specifičan da omogućuje donošenje zaključka o mogućem učinku na cijene jednog ili više financijskih instrumenata. To je slučaj kad iz objave članka proizlaze naznake na temelju kojih se može ocijeniti pouzdanost informacija koje on sadržava i ako se na temelju njih može donijeti zaključak o gospodarskim učincima na izdavatelja. Značajni mogu biti opća poznatost i ugled novinarke ili novinara koja je potpisala ili koji je potpisao članak, ugled novinske kuće koja ga je objavila i okolnost da se u članku navodi određena cijena za predmetnu ponudu za preuzimanje.

   Moguće povećanje cijena nakon objave predmetne informacije može se, u smislu uvodne izjave 2. Direktive 2003/124, upotrijebiti za provjeru pretpostavke da je *ex ante* informacija bila specifična u smislu članka 1. stavka 1. druge mogućnosti te direktive.

[76] Uredba o zlouporabi tržišta ne obvezuje samo na izricanje kazni ili upravnopravnih sankcija, nego se njome predviđa i mogućnost da se primjerice naloži prestanak povrede ubuduće, vidjeti članak 30. stavak 2. točku (a) Uredbe o zlouporabi tržišta.

[77] Vidjeti presudu ESLJP-a od 24. veljače 2015., Haldimann i dr. protiv Švicarske (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, t. 61.) u skladu s kojom treba uzeti u obzir jesu li novinarke ili novinari u pogledu strukovnih pravila djelovali u dobroj vjeri.

2. Članak 21., u vezi s člankom 10. stavkom 1. Uredbe (EU) br. 596/2014, valja tumačiti na način da je riječ o objavljivanju povlaštenih informacija „za potrebe novinarstva” ako je objavljivanje izvršeno u svojstvu novinara. Međutim, zakonitost objavljivanja i u tom slučaju ovisi o tome je li ono izvršeno u normalnom obavljanju posla ili profesije novinara u smislu članka 10. stavka 1. Uredbe o zlouporabi tržišta. To pretpostavlja da je objavljivanje za te potrebe nužno potrebno i da se poštuje načelo proporcionalnosti. Prilikom ocjene nužne potrebe i proporcionalnosti objavljivanja za novinarsku djelatnost treba usporediti zahtjeve slobode tiska i slobode izražavanja u medijima s opasnostima za integritet tržištâ kapitala koje objavljivanje može prouzročiti. Prilikom provjere proporcionalnosti osobito valja uzeti u obzir, s jedne strane, javni interes u pogledu teme predmetnog novinarskog rada, zaštitu novinara te težinu sankcije. S druge strane, relevantno je je li opasnost od trgovanja na temelju povlaštenih informacija bila očita i je li se ona ostvarila u konkretnom slučaju.