JULIANE KOKOTT
FŐTANÁCSNOK INDÍTVÁNYA
Az ismertetés napja: 2021. szeptember 16. [1]

C-302/20. sz. ügy

A
kontra
Autorité des marchés financiers (értékpapírpiaci hatóság, Franciaország)

(a cour d'appel de Paris [párizsi fellebbviteli bíróság, Franciaország] által benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem)

„Előzetes döntéshozatal – Pénzügyi szolgáltatások belső piaca – A tőkepiacok működőképessége és integritása – Bennfentes információk és bennfentes kereskedelem – 2003/6/EK irányelv (A piaci visszaélésről szóló irányelv) – A bennfentes információ átadásának tilalma – 2003/124/EK irányelv – Az 1. cikk (1) bekezdése – A bennfentes információ fogalma – A pontosság és az árfolyam befolyásolására való alkalmasság kritériumai – Piaci híresztelés – Valamely piaci híresztelésről szóló újságcikk közelgő megjelenésének egy újságíró általi közlése másik személlyel – 596/2014/EU rendelet (A piaci visszaélésekről szóló rendelet) – 21. cikk – Bennfentes információ újságírás céljából történő átadása – 10. cikk – Bennfentes információ munkaviszony vagy foglalkozás szokásos keretében történő átadása"

I. Bevezetés

1. A piaci visszaélésekre vonatkozó európai szabályozás elsősorban egy integritás jellemezte és egyenlő jogokat biztosító tőkepiac biztosítását szolgálja. Ennek célja a befektetői bizalom kialakítása, amely pedig kulcsfontosságú szerepet játszik a piac gazdasági működőképessége szempontjából. [2] A bennfentes információkra vonatkozó szabályozás, amely a piaci visszaélésekre vonatkozó szabályozás lényeges részét képezi, ezt a célt a piaci résztvevők között információs szempontból történő egyenlő bánásmód révén kívánja elérni. Egyetlen befektető sem tehet szert előnyre releváns, azonban nyilvánosan nem hozzáférhető információkból azon befektetők rovására, amelyek az adott információkat nem ismer(het)ik. [3]

[1] Eredeti nyelv: német.

[2] Lásd: a piaci visszaélésről szóló irányelvre vonatkozó 2002. november 19-i bizottsági javaslat, COM(2002) 625 végleges, HL 2003. C 71. E, 62. o.: „A pénzügyi piacok túlélik az időszakos ingadozásokat és a ciklikus korrekciókat csakúgy, mint az egyes részvények gyenge teljesítményét. Ezzel szemben pusztító hatással van rájuk a befektetői bizalom erodálódása, amelyre akkor kerül sor, ha a piacok [….] alkalmasak a piaci visszaélésekre".

[3] Lásd különösen: 2007. május 10-i Georgakis ítélet (C-391/04, EU:C:2007:272, 38. pont); 2009. december 23-i Spector Photo Group és Van Raemdock ítélet (C-45/08, EU:C:2009:806, 47. és 48. pont).

2. Ezért a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás előírja, hogy egyrészt főszabály szerint lehetőleg minden releváns információt nyilvánosan hozzáférhetővé kell tenni, azáltal, hogy az értékpapír-kibocsátó köteles az őt érintő információk rendszeres közzétételére (ún. *ad hoc* közzététel).[4] Másrészt az ennek ellenére fennálló információs aszimmetria nem használható ki (a bennfentes kereskedelem tilalma[5]), illetve azt lehetőleg szűk körre kell korlátozni (a bennfentes információ jogosulatlan átadásának tilalma[6]).

3. A jelen előzetes döntéshozatal iránti kérelem lényegében a bennfentes információk átadásának tilalmára és annak korlátaira vonatkozik. Az alapeljárásban egy pénzügyi újságíró védekezik egy szankcióval szemben, amelyet bennfentes információ állítólagos továbbadása miatt szabtak ki vele szemben, és ennek során lényegében a sajtószabadsága megsértésére hivatkozik. A bennfentes információkra vonatkozó szabályozás azon céljára tekintettel, hogy lehetőleg nagymértékű átláthatóságot biztosítson, a bennfentes információk újságírók általi terjesztése legalábbis részben e szabályozás szempontjából is kívánatosnak tűnik. Különösen az információk médiában történő széles körű terjesztésének és közzétételének szakaszában azonban a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás, illetve a sajtószabadság és a véleménynyilvánítási szabadság összeütközésbe is kerülhet egymással. Az, hogy ezt az összeütközést hogyan lehet feloldani, képezi a kérdést előterjesztő Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) által a Bíróság elé terjesztett második kérdéscsoport tárgyát.

4. Ez előtt azonban e bíróság számára az a kérdés merül fel, hogy az alapeljárás felperese terhére rótt átadás egyáltalán bennfentes információt érintett-e. Az előterjesztett első kérdéscsoport keretében a Bíróságnak ebben az összefüggésben mindenekelőtt azt kell majd tisztáznia, hogy milyen körülmények között válthatja ki egy piaci híresztelés, vagyis egy felismerhetően bizonytalan információ a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás mechanizmusainak alkalmazását.

II. Jogi háttér

A. Az uniós jog

1. 2003/6 irányelv (a piaci visszaélésről szóló irányelv)

5. A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28 -i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (a továbbiakban: piaci visszaélésről szóló irányelv)[7] 1. cikkének 1. pontjában tartalmazza a „bennfentes információ" fogalmának meghatározását:

„az olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára".

[4] Lásd a piaci visszaélésekről (piaci visszaélésekről szóló rendelet), valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló, 2014. április 16-i 596/2014/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet (HL 2014. L 173., 1. o.; helyesbítés: HL 2016. L 287., 320. o.) 17. cikkét.

[5] Lásd az 596/2014 rendelet 14. cikkének a) és b) pontját.

[6] Lásd az 596/2014 rendelet 14. cikkének c) pontját.

[7] HL 2003. L 96., 16. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 4. kötet, 367. o.

6. A piaci visszaélésről szóló irányelv 2. cikke (1) bekezdése második albekezdésének c) pontja szerint a tagállamok megtiltják minden olyan személynek, aki beosztása, foglalkozása vagy feladatai végzése folytán bennfentes információkhoz fér hozzá, hogy ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy közvetlenül vagy közvetve, saját vagy harmadik személy javára az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket vegyen vagy adjon el, illetve kíséreljen meg venni vagy eladni.

7. A piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikke szerint a tagállamok ezenkívül a 2. cikkben meghatározott tilalom által érintett minden személynek megtiltják a következőket:

„a) bennfentes információ szolgáltatása bármilyen másik személynek, kivéve ha ezt az információt beosztása, foglalkozása vagy feladatai szokásos végzése keretében szolgáltatja;

b) bennfentes információ alapján másik személy részére arra vonatkozó tanácsadás, vagy másik személy rábírása arra, hogy olyan pénzügyi eszközöket vegyen vagy adjon el, amelyekre az ilyen információ vonatkozik.”

2. A 2003/124 irányelv

8. A 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2003. december 22-i 2003/124/EK bizottsági irányelv (a továbbiakban: 2003/124 irányelv) [8] első két preambulumbekezdésének szövege a következő:

„(1) Az észszerűen eljáró befektetők befektetési döntéseiket a már rendelkezésükre álló információra, azaz előzetesen rendelkezésre álló információra alapozzák. Ezért azt a kérdést, hogy a befektetési döntés meghozatalakor az észszerűen eljáró befektető feltehetően figyelembe vett-e egy adott információt, az előzetesen rendelkezésre álló információ alapján kell megítélni. Az ilyen értékelés során figyelembe kell venni az információ várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében, az információforrás megbízhatóságát, és minden más olyan piaci változót, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között.

(2) Az utólag rendelkezésre álló információ felhasználható annak a feltételezésnek az ellenőrzésére, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ árfolyamérzékeny volt-e, de nem használható fel arra, hogy olyan személy ellen járjanak el, aki a rendelkezésére álló előzetes információból észszerű következtetéseket vont le.”

9. Ezen irányelv 1. cikke pontosabban meghatározza a bennfentes információ fogalmát:

„(1) A [piaci visszaélésről szóló] irányelv 1. cikke 1. pontjának alkalmazásában azt az információt kell pontosnak tekinteni, amely létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént vagy alappal várható, hogy meg fog történni, és elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

[8] HL 2003. L 339., 70. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 6. kötet, 348. o.

(2) A [piaci visszaélésről szóló] irányelv 1. cikke 1. pontjának alkalmazásában »az az információ, amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára«, olyan információ, amelyet az észszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához."

3. Az 596/2014 rendelet (a piaci visszaélésekről szóló rendelet)

10. Az 596/2014 rendelet (a továbbiakban: piaci visszaélésekről szóló rendelet) a piaci visszaélésről szóló irányelv helyébe lépett, és 39. cikkének (2) bekezdése szerint 2016. július 3-tól kell alkalmazni a tagállamokban.

11. E rendelet (77) preambulumbekezdése kimondja:

„Ez a rendelet tiszteletben tartja az alapvető jogokat, valamint az Európai Unió Alapjogi Chartájában (a Charta) elismert elveket. Ennek megfelelően e rendeletet e jogokkal és elvekkel összhangban kell értelmezni és alkalmazni. Ez azt jelenti, hogy amikor e rendelet a sajtószabadságra és az egyéb médiában megnyilvánuló véleménynyilvánítás szabadságára vonatkozó szabályokra, valamint az újságírói szakmára vonatkozó szabályokra és kódexekre hivatkozik, e szabadságokra úgy kell figyelemmel lenni, ahogyan azokat az Unióban és a tagállamokban garantálják, illetve ahogyan azokat az Alapjogi Charta [helyesen: Charta 11. cikke] és egyéb vonatkozó rendelkezések elismerik."

12. A bennfentes információ fogalmának a piaci visszaélésekről szóló rendelet 7. cikke (1) bekezdésének a) pontjában szereplő meghatározása megegyezik a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontjában szereplő meghatározással.

13. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 7. cikkének (2) és (4) bekezdése kivonatosan a következőképpen szól:

„(2) Az (1) bekezdés alkalmazásában azt az információt kell pontosnak tekinteni, amely létező vagy alapos okkal feltételezhetően létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént vagy alapos okkal feltételezhető, hogy meg fog történni, és elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek a pénzügyi eszközök, a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök, a kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügyletek, vagy a kibocsátási egységen alapuló aukciós termékek árfolyamára gyakorolt lehetséges hatásáról. Ebben a tekintetben egy olyan, időben elhúzódó folyamat esetén, amely egy bizonyos körülményhez vagy egy bizonyos eseményhez vezet, vagy amelynek célja ilyen körülmény vagy esemény előidézése, nemcsak az ilyen jövőbeli körülményt vagy jövőbeli eseményt lehet pontos információnak tekinteni, hanem az említett jövőbeli körülményt vagy eseményt előidéző vagy ahhoz vezető folyamat köztes lépéseit is.

(4) Az (1) bekezdés alkalmazásában az az információ, amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a pénzügyi eszközök, származtatott pénzügyi eszközök, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügyletek, vagy kibocsátási egységen alapuló aukciós termékek árfolyamára, olyan információ, amelyet az észszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához."

14. A piaci visszaélésekről szóló rendelet „A bennfentes információk jogosulatlan közzététele” című 10. cikkének (1) bekezdése a következőképpen rendelkezik:

„E rendelet alkalmazásában a bennfentes információ jogosulatlan közzétételére [helyesen: átadására] kerül sor akkor, ha egy személy bennfentes információval rendelkezik, és azt bármely más személynek átadja, kivéve akkor, ha az információt munkaviszony, valamely foglalkozás vagy meghatározott feladatok szokásos teljesítése keretében adja át. […]”

15. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 14. cikkének c) pontja kimondja, hogy tilos a bennfentes információ jogosulatlan közzététele.

16. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke az „Információk közzététele vagy terjesztése a médiában” címet viseli, és szövege a következő:

„A 10. cikk [….] alkalmazásában, ha az információk közzététele [helyesen: átadása] vagy terjesztése, illetve az ajánlások megfogalmazása vagy terjesztése újságírás vagy a média más kifejezési formája céljából történik, az információk ilyen közzétételét [helyesen: átadását] vagy terjesztését a sajtószabadságra és az egyéb médiában megnyilvánuló véleménynyilvánítás szabadságára vonatkozó szabályok, valamint az újságírói szakmára vonatkozó szabályok és kódexek figyelembevételével kell elbírálni, az alábbiak kivételével:

a) az érintett személyek, illetve a velük szoros kapcsolatban álló személyek közvetlenül vagy közvetve előnyre vagy haszonra tesznek szert az adott információk közzétételéből [helyesen: átadásából] vagy terjesztéséből; vagy

b) az információ közzétételére [helyesen: átadására] vagy terjesztésére azzal a szándékkal kerül sor, hogy a piacot a pénzügyi eszközök kínálata, kereslete vagy ára tekintetében félrevezessék.”

B. A francia jog

17. A piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontját és a 2003/124 irányelv 1. cikkét a Règlement général de l’AMF (az AMF általános szabályzata, a továbbiakban: RGAMF) 621-1. cikke közel szó szerint átvette és így a francia jogba átültette.

18. Az RGAMF 622-1. cikke úgy rendelkezik, hogy az RGAMF 622-2. cikkében megjelölt személyek kötelesek tartózkodni a birtokukban lévő bennfentes információ felhasználásától, továbbá kötelesek tartózkodni ezen információnak a munkájuk, foglalkozásuk vagy feladataik szokásos végzésén kívül álló személyeknek történő átadásától. Az RGAMF 622-2. cikke kiterjed többek között azon személyekre, akiknek az ilyen információkhoz munkájuk, foglalkozásuk vagy feladataik ellátása során történő hozzáférés folytán bennfentes információ kerül birtokába.

III. A tényállás és az alapeljárás

19. Az alapeljárás felperese, A, nyugdíjas újságíró, aki pályafutása során különböző brit napilapoknál tevékenykedett. Legutóbb egy brit újság igen olvasott internetes oldalának dolgozott. Ott rendszeresen jelentetett meg olyan cikkeket, amelyek piaci híresztelésekről számoltak be. E cikkek közül az alapeljárás szempontjából kettő releváns.

20. Először, az alapeljárás felperese 2011. június 8-án este közzétett egy cikket egy konszern lehetséges vételi ajánlatáról, amely szerint az egy adott vállalkozás részvényeit egy konkrétan megjelölt – a vállalkozás részvényeinek árát a tőzsde zárásakor 86%-kal meghaladó – áron megvenné. A következő kereskedési napon nyitáskor az állítólagos célvállalkozás részvényeinek árfolyama 0,64%-kal, a nap folyamán pedig további 4,55%-kal emelkedett.

21. Másodszor, 2012. június 12-én este közzétett egy cikket egy további, meghatározott – az állítólagos célvállalkozás részvényeinek árát a tőzsde zárásakor körülbelül 80%-kal meghaladó – áron történő lehetséges felvásárlásról. A következő kereskedési napon e vállalkozás részvényeinek árfolyama a zárásig 17,69%-kal emelkedett. Az érintett vállalkozás két nappal később cáfolta a híresztelést.

22. Röviddel a két cikknek az érintett napilap internetes oldalán történő megjelenése előtt több egyesült királyságbeli illetőségű személy vásárolt az érintett részvényekből, majd a következő napon nyereséggel értékesítette azokat.

23. Az Autorité des marchés financiers (pénzügyi piacfelügyeleti hatóság, a továbbiakban: AMF) telefonos kapcsolati adatok kiértékelése alapján meg tudta állapítani, hogy az alapeljárás felperese a cikkek megjelenésének napján telefonon kapcsolatba lépett egy vagy több későbbi vevővel. E személyek esetében pénzügyi elemzőkről van szó, akikkel az alapeljárás felperese évek óta rendszeresen kommunikált a tőkepiacok szempontjából releváns témákról. Legalább egy esetben az érintett személy nem sokkal az alapeljárás felperesével folytatott telefonbeszélgetés befejezését követően felhívta a brókerét, aki ezt követően vételi megbízást adott a röviddel ezt követően megjelenő cikkben tárgyalt értékpapírokra vonatkozóan.

24. Az AMF azt rója az alapeljárás felperesének terhére, hogy a vonatkozó telefonbeszélgetések keretében a fent megjelölt személyekkel közölte a cikkek közelgő megjelenését. Az AMF azt az álláspontot képviseli, hogy a piaci híresztelésekről szóló újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ bennfentes információnak minősülhet, és a szóban forgó információk megfelelnek a bennfentes információnak minősítéshez szükséges feltételeknek. Ezért a szankciós bizottsága általi meghallgatást követően 40 000 euró összegű pénzügyi szankciót szabott ki az alapeljárás felperesével szemben. Az érintett értékpapírok vevőivel szemben bennfentes kereskedelem miatt szabtak ki szankciókat.

25. Az e határozattal szemben indított keresetre vonatkozó eljárás van folyamatban a kérdést előterjesztő bíróság, a Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) előtt.

26. E keresetben a felperes vitatja, hogy a későbbi vevőkkel a felvásárlásra vonatkozó híresztelésekről szóló cikkekről beszélt volna, és azt állítja, hogy a cikkek közelgő megjelenésére vonatkozó információ mindenesetre nem tekinthető bennfentes információnak. A puszta híresztelések ugyanis a rájuk jellemző bizonytalanságok és pontatlanságok miatt nem rendelkeznek a szükséges pontossággal. Az információ pontos jellege azonban a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja, illetve a piaci visszaélésekről szóló rendelet 7. cikke (1) bekezdésének a) pontja szerint a bennfentes információként történő besorolás egyik önálló feltétele. A pontosság követelménye különösen azáltal nem válik fölöslegessé, hogy az információt az árfolyam szempontjából relevánsként sorolták be. Ezenkívül a felperes szankcionálása sérti a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkét, amely a bennfentes információ átadásának tilalma alóli kivételt állapít meg az újságírók vonatkozásában. E kivételnek az ő helyzetére történő alkalmazása ezért a vele szemben kiszabott pénzügyi szankció törléséhez kell, hogy vezessen.

27. A kérdést előterjesztő bíróság azt az álláspontot képviseli, hogy különösen az értékpapírok árfolyamának az érintett cikkek megjelenését követő jelentős kilengései azt mutatják, hogy a szóban forgó információk esetében a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése és a piaci visszaélésekről szóló rendelet 7. cikkének (4) bekezdése értelmében az árfolyam szempontjából releváns információkról volt szó. Ugyanakkor nem világos, hogy a cikkek közelgő megjelenésére vonatkozó információ eleget tesz-e a pontosság feltételének, mivel a cikkek tartalma – vagyis egy piaci híresztelésre való hivatkozás – adott esetben nem kellően konkrét.

28. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazását illetően a kérdést előterjesztő bíróság arra keresi a választ, hogy az alapeljárás felperese e rendelkezés értelmében „újságírás céljából" járt-e el, valamint, hogy e rendelkezés e tekintetben kimerítő különszabályozást tartalmaz-e. A bennfentes információ átadásának tilalma alóli általános kivételhez ugyanis a Bíróság azt követeli meg, hogy a bennfentes információ átadása feltétlenül szükséges legyen valamely munkavégzéshez, továbbá, hogy arányos legyen.[9] Ezért tisztázni kell, hogy milyen követelményeket támaszt a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke, adott esetben a rendelet 10. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben, az alapeljárás felperese magatartásának jogszerűségével szemben.

IV. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések és a Bíróság előtti eljárás

29. E körülmények között a cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) úgy határozott, hogy az eljárást felfüggeszti, és az EUMSZ 267. cikk alapján előzetes döntéshozatal céljából a következő kérdéseket terjeszti a Bíróság elé:

1) Először,

a) Úgy kell-e értelmezni a piaci visszaélésről szóló irányelvnek a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben értelmezett 1. cikke 1. pontjának első albekezdését, hogy egy pénzügyi eszköz kibocsátójával kapcsolatos piaci híresztelésről tudósító újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ eleget tesz a hivatkozott cikkek által a bennfentes információnak minősüléshez megkövetelt pontosság követelményének?

b) A szóban forgó információ pontosságának értékelése szempontjából jelentőséggel bír-e az a körülmény, hogy az újságcikk, amelynek a közelgő megjelenése a szóban forgó információt jelenti, – piaci híresztelésként – említést tesz a nyilvános vételi ajánlatban szereplő árról?

c) A cikket jegyző újságíró hírneve, a megjelenést biztosító sajtóorgánum tekintélye és e megjelenésnek az annak tárgyát képező értékpapírok árfolyamára való ténylegesen jelentős *(ex post)* hatása releváns tényezők-e a szóban forgó információ pontosságának értékelése során?

2) Másodszor, azon válasz esetére, amely szerint a szóban forgó információhoz hasonló információ eleget tesz a megkövetelt pontosság követelményének:

a) Úgy kell-e értelmezni a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkét, hogy „újságírás céljából" történik egy piaci híresztelésről tudósító, az újságíró által jegyzett újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információnak az újságíró egyik szokásos forrásának történő átadása?

[9] 2005. november 22-i Grøngaard és Bang ítélet (C-384/02, EU:C:2005:708).

b) Az e kérdésre adandó válasz függ-e többek között attól, hogy az újságírót a forrás tájékoztatta-e a piaci híresztelésről, vagy sem, vagy hogy a cikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ átadása hasznos volt-e ahhoz, hogy a híresztelés hitelességére vonatkozó pontosítást szerezzen e forrástól, vagy sem?

3) Harmadszor, úgy kell-e értelmezni a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. és 21. cikkét, hogy még ha a bennfentes információt az újságíró a 21. cikk alapján „újságírás céljából" adja is át, az átadás jogos vagy jogosulatlan jellege megköveteli annak értékelését, hogy arra a 10. cikk alapján „[…] [az újságírói] foglalkozás […] szokásos […] keretében" került-e sor?

4) Negyedszer, úgy kell-e értelmezni a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkét, hogy az újságírói foglalkozás szokásos keretében a bennfentes információ átadásának e foglalkozás gyakorlásához feltétlenül szükségesnek kell lennie és tiszteletben kell tartania az arányosság elvét?

30. A Bíróság előtti eljárás írásbeli szakaszában az alapeljárás felperese, az AMF, a Francia Köztársaság, a Norvég Királyság, a Svéd Királyság, a Spanyol Királyság és az Európai Bizottság foglalt állást az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésekkel kapcsolatban. Ezenkívül a Norvég Királyság kivételével valamennyi érdekelt fél részt vett a 2021. június 22-i tárgyaláson.

V. Jogi értékelés

31. Előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdéseivel a Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) végeredményben azt szeretné tisztázni, hogy az alapeljárás felperesével szemben megalapozottan alkalmaztak-e pénzügyi szankciót az RGAMF 622-1. cikkében szereplő átadási tilalom megsértése miatt.[10] E rendelkezés lényegében a piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontját ültette át a francia jogba.

32. Az 1) a)–c) kérdéssel e bíróság e tekintetben először arra keresi a választ, hogy egy piaci híresztelésről szóló újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja[11] értelmében vett „bennfentes információnak" tekinthető-e, és így főszabály szerint a piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontja szerinti átadási tilalom hatálya alá tartozik-e (lásd erről az A. részt). A 2)–4) kérdés ezt követően a bennfentes információ átadásának tilalma alóli kivételekkel foglalkozik, mégpedig az újságírói tevékenység különös összefüggésében (lásd erről a B. részt).

A. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett első kérdésről

33. Első kérdésével az előterjesztő bíróság lényegében arra kíván választ kapni, hogy a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja és a 2003/124/EK irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében pontosnak tekintendő-e egy piaci híresztelésről szóló újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ, és ha igen, milyen feltételek mellett.

34. A pontosság követelménye az első a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja szerinti négy feltétel közül, amelyek fennállása bennfentes információvá tesz valamely információt. Másodszor, ezt az információt nem hozhatták nyilvánosságra. Harmadszor, az

[10] Az átadási tilalom jelenleg közvetlenül a piaci visszaélésekről szóló rendelet 14. cikkének c) pontjával összefüggésben értelmezett 10. cikkének (1) bekezdéséből következik.

[11] A piaci visszaélésekről szóló rendelet 7. cikke (1) bekezdése a) pontjának felel meg.

információnak közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatosnak kell lennie. Negyedszer, ezen információ nyilvánosságra hozatalának valószínűleg jelentős hatást kell gyakorolnia a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára (a továbbiakban: árfolyam szempontjából releváns jelleg). [12]

35. A kérdést előterjesztő bíróság szerint a második, a harmadik és a negyedik feltétel teljesül. E bíróság különösen abból indul ki, hogy a cikkek közelgő megjelenésére vonatkozó információ a negyedik feltétel értelmében az árfolyam szempontjából releváns jellegű volt. Ez a megállapítás különösen a cikkekben tárgyalt értékpapírok árfolyamának a cikkek megjelenését követő elmozdulásán alapul.

36. A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése szerinti pontossági követelménynek két összetevője van. Egyrészről az információnak olyan körülményekre vagy eseményre kell vonatkoznia, amelyek már bekövetkeztek, vagy amelyek tekintetében alappal várható, hogy a jövőben be fognak következni. Másrészről az információnak elég konkrétnak kell lennie ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

37. E két feltétel közül a kérdést előterjesztő bíróság az elsőt, vagyis a cikk megjelenésének az átadás időpontjában alappal várható jellegét minden további nélkül alapul veszi. E bíróság tehát végeredményben csak a második feltételt, az árfolyamra gyakorolt esetleges hatások tekintetében fennálló konkrét jelleget [13] tekinti kérdésesnek. E feltétel fennállása a Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) szerint problematikus lehet, mivel az itt szóban forgó információ, vagyis az újságcikk közelgő megjelenése, híresztelésre vonatkozik. E híresztelés konkrét jellege kétséges, mivel lehetséges, hogy túlságosan pontatlannak vagy bizonytalannak kell tekinteni ahhoz, hogy abból az árfolyamra esetlegesen gyakorolt hatásra vonatkozó következtetéseket lehessen levonni. Ez a kérdést előterjesztő bíróság véleménye szerint befolyásolhatja a szóban forgó információ konkrét jellegét. A kérdést előterjesztő bíróság ezért nem tudja megállapítani bennfentes információ fennállását, noha az információt véleménye szerint nem hozták nyilvánosságra és az az árfolyam szempontjából releváns volt, következésképpen az információval rendelkező személy számára más piaci résztvevőkkel szemben különleges előnyt biztosított. [14]

38. A Bíróság ítélkezési gyakorlata szerint azonban a konkrét jelleg ismérve mint a bennfentes információ pontosságának második összetevője [15] a bennfentes információ fennállásának az árfolyam szempontjából releváns jelleghez képest önálló és független feltételét alkotja. [16] Következésképpen először azt kell megvizsgálni, hogy egy újságcikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulata értelmében konkrétnak tekinthető-e annak ellenére, hogy e cikk piaci híresztelésre vonatkozik (lásd erről az 1. szakaszt)

12 2012. június 28-i Geltl ítélet (C-19/11, EU:C:2012:397, 25. pont).

13 Az alábbiakban ezt a fogalmat a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében vett pontosság második feltételére vonatkozóan használom, és abból indulok ki, hogy a kérdést előterjesztő bíróság számára kizárólag az releváns.

14 2009. december 23-i Spector Photo Group és Van Raemdock ítélet (C-45/08, EU:C:2009:806, 52. pont).

15 Lásd a jelen indítvány 36. pontját.

16 2015. március 11-i Lafonta ítélet (C-628/13, EU:C:2015:162, 28. pont).

39. Csak ezt követően kell az előzetes döntéshozatalra előterjesztett 1) c) kérdésre tekintettel tisztázni, hogy a szóban forgó információ konkrét jellegét az a körülmény is igazolhatja-e, hogy az érintett újságcikk megjelenését követően árfolyam-elmozdulásra került sor (lásd erről a 2. szakaszt).

1. A szóban forgó információ konkrét jellegének meghatározásáról

40. A konkrét jelleg ismérvének a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulatában szereplő, már említett fogalommeghatározásából következik, hogy az információnak olyan tartalommal vagy információs értékkel kell rendelkeznie, amely lehetővé teszi az árfolyam szempontjából relevánsként (vagy nem relevánsként) történő besorolását.[17] Ez arra utal, hogy itt nem magas küszöbről van szó.[18] Ezzel sokkal inkább csak azokat az információkat kívánják kizárni, amelyek az árfolyam szempontjából fennálló relevancia értékelésére tekintettel eleve nem rendelkeznek releváns információs értékkel.

41. A 2003/124 irányelv (1) preambulumbekezdése szerint egy észszerűen eljáró befektető az árfolyam szempontjából fennálló relevancia értékelése során különösen olyan információkra támaszkodik, amelyekből megállapíthatók az információ valamely vállalkozás számára fennálló gazdasági következményei[19] és annak megbízhatósága. Ezért a konkrét jelleg ismérve a Bíróság megfogalmazása szerint csak az olyan homályos vagy általános információk kizárására irányul, amelyek egyáltalán nem teszik lehetővé következtetés levonását az általuk az érintett pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatást illetően.[20]

42. Valamely cikk közelgő megjelenésére vonatkozó, az érintett cikk szerzőjétől származó információ ugyan nem homályos. Azzal ugyanis egy megbízható forrás biztosan bekövetkezőként ír le egy konkrét eseményt. Ez az információ azonban önmagában véve nyilvánvalóan túl általános ahhoz, hogy abból egy adott pénzügyi eszköz árfolyamára vonatkozó következtetést lehessen levonni. Ilyen következtetés csak az érintett cikk tárgyával – vagyis a jelen esetben a vállalkozások felvásárlására vonatkozó piaci híreszteléssel – összefüggésben lehetséges.

43. Erre az összefüggésre az alapeljárás felperese is rámutat. Ebből arra következtet, hogy a cikkek megjelenésére vonatkozó információ csak akkor lehet konkrét, ha maga az adott cikk tárgya konkrét. A jogvita tárgyát képező cikkek tartalma azonban a jelen esetben nem konkrét, mivel híresztelésekről van szó, amelyek természetükből adódóan nem konkrétak. E tekintetben többek között a volt európai értékpapírpiaci szabályozók bizottsága (*Committee of European Securities Regulators*, CESR) által kifejtettekre hivatkozik, amelyek szerint a híresztelések éppen az ellenőrizhető és így pontos információk ellentétét jelentik.[21]

44. Véleményem szerint e két állítás egyike sem helytálló.

[17] Lásd ebben az értelemben: 2015. március 11-i Lafonta ítélet (C-628/13, EU:C:2015:162, 31. pont).

[18] Lásd ebben az értelemben: Wathelet főtanácsnok Lafonta ügyre vonatkozó indítványa (C-628/13, EU:C:2014:2472, 37. pont).

[19] Lásd a „várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében” megfogalmazást.

[20] 2015. március 11-i Lafonta ítélet (C-628/13, EU:C:2015:162, 31. pont).

[21] Lásd: 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 pont. Lásd még ebben az értelemben: CESR, Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, 20. pont, első franciabekezdés.

a) A piaci híresztelések általános (nem) konkrét jellegéről

45. Ha a piaci híreszteléseket általában véve nem konkrétnak kellene tekinteni, úgy soha nem minősülhetnének bennfentes információnak.[22] A piaci visszaélésről szóló irányelv ugyanakkor nem rendelkezik a híreszteléseknek a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás hatálya alóli kizárásáról. A 2003/124 irányelv (1) preambulumbekezdése, amint azt már kifejezetten említettem, sokkal inkább arról szól, hogy az „információforrás megbízhatósága" szerepet játszik az információs érték értékelése során. Ez azt jelenti, hogy az irányelv a bennfentes információkénti minőséghez nem követeli meg az abszolút megbízhatóságot. Ez azzal jár, hogy a megbízhatóság fokozatos tényező, és azt mindig az adott esetben kell meghatározni.

46. Ezenkívül a híresztelések a piaci gyakorlatban jelentős gyakorlati szerepet játszanak.[23] A piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikke 2. pontjának c) alpontja ennek megfelelően abból indul ki, hogy a híreszteléseket a piac feldolgozza, amennyiben félrevezető jelzéseket hordozhatnak, amelyek manipulatív módon torzíthatják az árfolyamokat. Az irányelv céljainak eléréséhez, vagyis a befektetői bizalom információs esélyegyenlőség révén történő biztosításához[24] ezen a területen meg kell tiltani az információs aszimmetriák kihasználását.

47. Ez annál is inkább érvényes, mivel a nyilvánosságra nem hozott információk megbízhatósága gyakran nem biztosított. Másként fogalmazva, a nyilvánosságra hozatalig vagy a nyilvános tisztázásig számos (jövőbeli) eseményre vonatkozó információ tekinthető híresztelésnek, illetve fogalmazható meg híreszteléskén t. Mivel a bizonytalan információk így egyébként sem kerülhetnek ki teljesen a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás hatálya alól, a konkrét jellegükre tekintettel elkerülhetetlenek az elhatárolási nehézségek. Ezért nem indokolt, hogy a híresztelések a hozzájuk kapcsolódó bizonytalanságok miatt általános jelleggel nem konkrét jellegűként kizárásra kerüljenek. Ezzel mindenesetre nem lehet jelentős jogbiztonságot teremteni.[25]

b) A cikk tárgya és megjelenése közötti összefüggésről

48. Ezen túlmenően a cikk tárgya konkrétságának hiányából nem lehet minden további nélkül a megjelenésére vonatkozó információ konkrétságának hiányára következtetni. Ez, amint azt az AMF helytállóan hangsúlyozza, figyelmen kívül hagyná, hogy valamely publikáció tartalmának információs értéke éppen azon tény alapján is módosulhat, hogy sor kerül a megjelenésére. Ez a helyzet nevezetesen a híresztelések esetében, amelyek tartalma gyakran pontatlan és amelyek megbízhatósága az azokat terjesztő személyek számától és helyzetétől függ. Egy híresztelésnek tehát a megjelenéssel növekedhet a hitelessége, a szövegszerű rögzítéssel pedig a pontossága.

49. Az ettől eltérő szemlélet ezenkívül nem lenne összeegyeztethető a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás védelmi céljával. A híresztelés megjelenéssel történő esetleges módosulásától eltekintve ugyanis a megjelenésre vonatkozó információ saját információs értékkel bír. A befektető ugyanis valamely híresztelés megjelenése időpontjának ismerete révén információs előnyre tesz szert. Ezt más befektetőkkel szemben ki tudja használni.

[22] Mivel a konkrét jelleg mint a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja értelmében vett pontosság második ismérve a bennfentes információ fennállásának elengedhetetlen feltétele.

[23] Lásd például: *Van Bommel*, Rumors, The Journal of Finance, 58. kötet, 4. szám (2003), 1499. o.

[24] Lásd e tekintetben: 2009. december 23-i Spector Photo Group és Van Raemdock ítélet (C-45/08, EU:C:2009:806, 47–49. pont).

[25] A bennfentes információ jogbiztonságot jelentő meghatározhatóságára vonatkozó célról lásd a 2003/124 irányelv (3) preambulumbekezdését.

50. A valamely cikk megjelenése és tartalma közötti összefüggést ezért helyesen úgy kell felfogni, hogy egy olyan információ konkrét jellege szempontjából, mint amelyről itt szó van, a cikk tartalma a megjelenéssel felvett formájában a döntő. A piac ugyanis éppen ezt a körülményt – a cikk megjelent tartalmát – dolgozza fel, ezért ez képezi a befektető általi értékelés alapját.

51. Tartalmi szempontból az a meghatározó, hogy a megjelent híresztelésből valamely kibocsátót érintő konkrét gazdasági következményeket lehet levezetni. Így például egy, a „gépjárműiparban" megvalósuló „nagy" felvásárlásról szóló cikket az érintett vállalkozások megjelölése nélkül általánosnak és ezért nem konkrétnak kellene tekinteni. Amennyiben a cikkből legalább hallgatólagosan lehet következtetni az érintett vállalkozásokra, úgy felvásárlásra vonatkozó híresztelés esetén az ajánlati ár megjelölése következtében a cikk és ezáltal a híresztelés ugyan még konkrétabbnak tűnik. A piac azonban, mivel a nyilvános vételi ajánlatok általában a részvényárfolyamra fizetett felvásárlási felárral járnak, ennek megjelölése nélkül is meg tudja becsülni az árfolyamra gyakorolt hatás lehetőségét. [26]

52. Az, hogy a megjelent híresztelésből meg lehet-e állapítani ezenkívül annak megbízhatóságát is, attól függ, hogy a publikációból megállapíthatóak-e kritériumok a hitelesség és a hihetőség kellően konkrét meghatározásához. Ilyen kritériumok lehetnek egyrészről a cikkben a híresztelés forrásaira való hivatkozások. Másrészről ebben az összefüggésben szerepet játszhat az újságíró hírneve, valamint a sajtóorgánum hírneve is. [27] Ezek ugyanis a közzététel révén arra utalhatnak, hogy az információt megfelelően ellenőrizték. Így például a közzéteendő információk valóságtartalmának lelkiismeretes vizsgálata az újságírók szakmai kötelezettségei közé tartozik, [28] amelyek figyelmen kívül hagyása különösen egy köztiszteletben álló újságíró esetében nem elfogadható. Emellett azonban más szempontok is szerepet játszhatnak, így például a megfogalmazás és a tartalom konkrétságának mértéke. [29] Ennyiben pedig szerepet játszhat egy konkrét ajánlati ár megjelölése. A konkrét jelleg vizsgálata során azonban (még) nem az a döntő, hogy az információ végeredményben elég megbízható-e ahhoz, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése értelmében kereskedésre késztessen; csak az szükséges, hogy szilárd és célszerű értékelést tegyen lehetővé.

2. Az utólagos árfolyamkilengésről

53. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett 1) c) kérdés keretében a Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) azt kívánja megtudni, hogy a kérdéses információ megjelenését követő *(ex post)* árfolyamkilengés szerepet játszhat-e annak értékelése során, hogy konkrét információról van-e szó.

[26] Lásd ezzel kapcsolatban még: 2005. november 22-i Grøngaard és Bang ítélet (C-384/02, EU:C:2005:708, 37. és 38. pont). Ebben az értelemben még: 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. pont.

[27] Az e tényezők szerepének empirikus kiértékeléséhez lásd: *Ahern/Sosyura*, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, *The Review of Financial Studies*, 28. kötet, 7. szám (2015), 2050. és azt követő oldalak.

[28] Lásd például a német szövetségi tartományok tartományi sajtótörvényeit, amelyek mindegyike a valóságnak megfelelő előadásra vonatkozó kötelezettséget ír elő. A valóságnak megfelelő és pontos tudósításra vonatkozó kötelezettség annak előfeltételét is képezi, hogy az újságírókat az EJEE 10. cikke keretében védelemre érdemesnek tekintsék, lásd például: EJEB, 2012. február 7., Axel Springer AG kontra Németország ítélet (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, 93. §).

[29] Lásd még: *Ahern/Sosyura* (27. lábjegyzet).

54. A bennfentes információ fennállását szükségképpen *ex ante* nézőpontból kell értékelni, mivel a bennfentes információ lényegi ismérve éppen az, hogy nem hozták nyilvánosságra. Következésképpen az utólagos árfolyamkilengés azon kérdés szempontjából, hogy valamely információ a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulata értelmében pontos-e, eleve csak közvetett jelentőséggel bírhat, mégpedig a későbbi bizonyítás keretében.

55. A 2003/124 irányelv (2) preambulumbekezdése ebben az értelemben kimondja, hogy az utólagos árfolyamkilengés felhasználható az árfolyam szempontjából *(ex ante)* releváns jelleg ellenőrzésére (anélkül azonban, hogy ezen az alapon el lehetne járni olyan személy ellen, aki a rendelkezésére álló előzetes információból észszerű következtetéseket vont le). Kézenfekvő ugyanis, hogy valamely információ az árfolyam szempontjából valóban releváns volt, ha megjelenését követően árfolyamkilengésre került sor. [30] A kérdést előterjesztő bíróság azt kérdezi, hogy ez a megfontolás alkalmazható-e a konkrét jelleget illetően.

56. Erre a kérdésre legalábbis akkor igenlő választ kellene adni, ha a bennfentes információ konkrét jellege elengedhetetlen feltétele lenne az árfolyam szempontjából releváns jellegének. Ebben az esetben lehetne az utólagos árfolyamkilengésből arra következtetni, hogy a megjelent információ konkrét jellegű volt. Látszólag több szempont szól ezen összefüggés mellett: valamely információ ugyanis a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdésében szereplő meghatározás szerint akkor releváns az árfolyam szempontjából, ha egy észszerűen eljáró, vagyis tájékozott befektető ezen információ alapján eljárna. Ez legalábbis első ránézésre azt feltételezi, hogy ezen információ tárgya tette egyáltalán lehetővé, hogy az információt e befektetési döntés szempontjából relevánsként értékeljék. Ez azonban éppen azt jelenti, hogy elég konkrét volt ahhoz, hogy lehetővé tegye a pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatásra vonatkozó következtetések levonását.

57. A kérdést előterjesztő bíróság és az alapeljárás felperese ezzel szemben láthatóan abból indul ki, hogy létezhetnek az árfolyam szempontjából releváns, azonban mégsem konkrét információk. Ha ez így lenne, az ilyen információ azonban a piaci visszaélésről szóló irányelv 1. cikkének 1. pontja szerinti első tényállási elem fennállásának hiányában nem minősülne bennfentes információnak. Következésképpen ez az álláspont ahhoz vezetne, hogy bizonyos, az árfolyam szempontjából releváns információkat, amelyek e releváns jelleg miatt az információ birtokosa számára különleges előnyt nyújtanak, kivonna a bennfentes kereskedelem tilalma alól. Ezt az előnyt tehát szankciók nélkül ki lehetne használni, ami alkalmas lenne arra, hogy aláássa befektetőknek az információs egyensúlyba vetett bizalmát. [31] Nem látom, hogy ezt milyen objektív ok indokolná. [32]

58. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett 1) c) kérdés megválaszolásához azonban nem szükséges véglegesen tisztázni, hogy létezhetnek-e nem konkrét, az árfolyam szempontjából releváns információk. Még ha ezt akarnánk is feltételezni ugyanis, általában mindenesetre elmondható, hogy egy észszerűen eljáró befektető befektetési döntéseit olyan információkra alapítja, amelyek bizonyos mértékben konkretizáltak. Másként fogalmazva, az árfolyam szempontjából releváns információ legalábbis az esetek többségében konkrét is lesz. Ez a

[30] E tekintetben emlékeztetni kell arra, hogy az árfolyam szempontjából releváns jelleg mércéje az észszerűen eljáró befektető (lásd már ezen indítvány 41. lábjegyzetét); másként fogalmazva, árfolyamkilengésre a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése értelmében az árfolyam szempontjából nem releváns információ esetén is sor kerülhet, nevezetesen akkor, ha az előre nem látható piaci reakcióra vezethető vissza.

[31] Lásd: 2009. december 23-i Spector Photo Group és Van Raemdock ítélet (C-45/08, EU:C:2009:806, 52. pont).

[32] A 2012. június 28-i Geltl ítéletben (C-19/11, EU:C:2012:397, 48. pont) a Bíróság e tekintetben a kibocsátó jogbiztonságát tekintette döntőnek, amely azonban a kibocsátót érintő híresztelések esetén nem játszhatna szerepet, mivel a kibocsátó egyébként sem köteles az őt érintő híresztelések közzétételére.

körülmény véleményem szerint elegendő ahhoz, hogy a 2003/124 irányelv (2) preambulumbekezdésében szereplő azon gondolatot, amely szerint az utólagos árfolyamkilengés legfeljebb *utal* az információ árfolyam szempontjából releváns jellegére, ki lehessen terjeszteni a konkrét jellegre. Ez a bizonyító vagy ellenőrző hatás ugyanis egyébként sem mentesít a konkrét tényállás tényleges megállapítása alól, valamint az alól, hogy mindenesetre a szankciók összefüggésében vizsgálják, hogy a bennfentes információkénti jelleg már az előzetesen fennálló körülményekből következett-e.

3. Közbenső következtetés

59. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett első kérdésre ezért a következő választ kell adni: egy újságcikk szerzőjétől származó, a – tárgyként valamely vállalkozás felvásárlásával kapcsolatos piaci híreszteléssel foglalkozó – cikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ megfelel a piaci visszaélésről szóló irányelvnek a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulatával összefüggésben értelmezett 1. cikke 1. pontja szerinti pontosság követelményének, amennyiben a cikk tárgya megjelent formájában olyan konkrét, hogy abból egy vagy több pénzügyi eszköz árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásra vonatkozó következtetést lehet levonni. Ez a helyzet akkor, ha a cikk megjelenéséből olyan támpontok következnek, amelyek alapján értékelhető a cikkben szereplő információk megbízhatósága és a cikkből valamely kibocsátót érintő gazdasági következményeket lehet levezetni. Jelentőséggel bírhat a cikket jegyző újságíró ismertsége és hírneve, a megjelenést biztosító sajtóorgánum tekintélye, továbbá az a körülmény, hogy a cikk az érintett vételi ajánlat tekintetében említést tesz egy meghatározott árról. Az érintett információ megjelenését követő esetleges árfolyamkilengés a 2003/124 irányelv (2) preambulumbekezdése értelmében felhasználható annak a feltételezésnek az ellenőrzésére, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ ezen irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulata értelmében konkrét volt.

B. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdésről

60. Amennyiben a kérdést előterjesztő bíróság a fenti mércék alkalmazásával arra a következtetésre jutna, hogy a jogvita tárgyát képező cikk közelgő megjelenésére vonatkozó információt bennfentes információnak kell tekinteni, úgy ezt követően felmerül a kérdés, hogy ezen információ átadása, vagyis az érintett személyekkel való közlése is jogellenes és így szankcionálandó volt-e.

61. A jogvita tárgyát képező események időpontjában hatályos rendelkezés, a piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontja nem zárja ki a bennfentes információk minden átadását. Az ilyen információ átadása ehelyett csak akkor tilos, amennyiben erre nem valamely „beosztás[…], foglalkozás[…] vagy feladat[ok] szokásos végzése keretében” kerül sor. E rendelkezés alapjául annak felismerése szolgál, hogy az átadás kategorikus tilalma más fontos folyamatok megbénításához vezetne. Gyakorlatilag ugyanis elképzelhetetlen, hogy a vállalkozások tevékenysége bennfentes információk kezelése és egy, a vállalkozáson belüli korlátozott személyi kör (például az illetékes részlegek) vagy külső személyek (például ügyvédek és könyvvizsgálók) részére történő átadása nélkül lehetséges lenne.

62. A Bíróság ugyanakkor pontosította, hogy az átadás tilalma alóli ezen kivételt megszorítóan kell értelmezni, és az csak akkor alkalmazható, ha az átadás a szakmai célokra feltétlenül szükséges és tiszteletben tartja az arányosság elvét. [33]

63. A piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontjával közel szó szerint megegyező rendelkezés található jelenleg a piaci visszaélésekről szóló rendelet (14. cikkének c) pontjával összefüggésben értelmezett) 10. cikkének (1) bekezdésében. Ezenkívül a jelenleg hatályos szabályozás részeként a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke előírja, hogy újságírási célok esetén a piaci visszaélésekről szóló rendelet említett 10. cikkének alkalmazása során figyelembe kell venni a sajtószabadságra és az egyéb médiában megnyilvánuló véleménynyilvánítás szabadságára vonatkozó szabályokat, valamint az újságírói szakmára vonatkozó szabályokat és kódexeket.

64. A Cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság) az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdésével arra kérdez rá, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet megjelölt rendelkezéseire tekintettel hogyan kell értékelni a cikkek közelgő megjelenésének közlését, vagyis, hogy e rendelkezések szerint fennállnak-e az átadás tilalma alóli kivétel feltételei.

65. Következésképpen azt kell tisztázni, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet milyen jogi szabályozást ír elő a bennfentes információk újságírással összefüggésben történő kezelésére vonatkozóan. Így végső soron azt kell meghatározni, hogyan lehet megfelelő egyensúlyt teremteni a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság, illetve a piac integritásának védelme között, amely utóbbira a Bíróság a foglalkozás gyakorlása keretében történő átadás tilalmának jellemzően szigorú megközelítése révén különös hangsúlyt fektet. Ezért az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdést együtt kell megválaszolni (lásd erről a 2. szakaszt).

66. Előzetesen azonban foglalkozni kell az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések elfogadhatóságával, mivel a piaci visszaélésekről szóló rendelet, amint azt a kérdést előterjesztő bíróság maga is megállapította, az alapeljárás tárgyát képező események időpontjában még nem lépett hatályba, hanem még a piaci visszaélésről szóló irányelv rendelkezései voltak hatályosak (lásd erről az 1. szakaszt).

1. A piaci visszaélésekről szóló rendelet alapeljárásban történő alkalmazhatóságáról (az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdés elfogadhatósága)

67. A kérdést előterjesztő bíróság azt az álláspontot képviseli, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke az időbeli hatályánál fogva egyébként alkalmazandó piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontjához képest az újságírók számára kedvezőbb rendelkezést jelent, amely a jelen szankciós összefüggésben a *lex mitior* elve [34] alapján a hatálybalépése előtt befejeződött cselekményekre is alkalmazandó. Következésképpen a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkére vonatkozó kérdések az alapeljárásban a határozathozatal szempontjából relevánsak.

[33] 2005. november 22-i Grøngaard és Bang ítélet (C-384/02, EU:C:2005:708, 34. pont).

[34] Lásd a Charta 49. cikke (1) bekezdésének harmadik mondatát. Az átadás tilalmának megsértése a kérdést előterjesztő bíróság által kifejtettek szerint a francia jogban büntetőjogi jellegű. Ezenkívül a Bíróság már megállapította, hogy a piaci visszaélésekre vonatkozó szabályozásban előírt közigazgatási szankciók is lehetnek büntető jellegűek, és ezért többek között indokolhatják a Charta 48. cikkének alkalmazását, lásd: 2021. február 2-i Consob ítélet (C-481/19, EU:C:2021:84, 42. és 43. pont).

68. Azt, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke valóban enyhébb szabályozást tartalmaz-e, nem lehet minden további nélkül megállapítani, tekintettel arra, hogy az alapvető jogokat, különösen a Charta 11. cikkét és az EJEE 10. cikkét már a piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikke a) pontjának hatálya alatt is figyelembe kellett venni az irányelv értelmezése és alkalmazása során.[35] Ennek értékelése ehelyett végső soron attól függ, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkét konkrétan hogyan kell értelmezni. Mivel azonban éppen ez képezi az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések tárgyát, a megfelelő igazságszolgáltatás követelményeinek az felel meg, ha e kérdéseket érdemben vizsgáljuk.[36]

69. Ez érvényesül a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdését illetően is, amelynek értelmezésére az előzetes döntéshozatalra előterjesztett harmadik és negyedik kérdés kifejezetten rákérdez. E tekintetben ugyan a piaci visszaélésről szóló irányelv 3. cikkének a) pontja – legalábbis szövegét tekintve – hasonló rendelkezést tartalmaz, így első ránézésre kizártnak tűnik a *lex mitior* elv alkalmazása. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke azonban kifejezetten hivatkozik a 10. cikkre, így a rendelkezések egy egységes szabályozási rendszer részét képezik. Ezért a megfelelő értelmezés biztosítása érdekében e két rendelkezést egymáshoz való viszonyukban kell vizsgálni.

70. Következésképpen az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdés érdemi vizsgálata elfogadható.

2. A bennfentes információk átadásának tilalma alól az újságírói tevékenység céljára biztosított kivételekről

71. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdés egyrészről a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének az alapeljárásban való alkalmazhatóságára vonatkozik. A kérdést előterjesztő bíróság arra keresi a választ, hogy egy cikk közelgő megjelenésének közlése bennfentes információ „újságírás céljából” történő átadásának tekinthető-e. Másrészről a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke és 10. cikkének (1) bekezdése közötti viszonyra kérdez rá.

72. E kérdésfeltevés alapjául az szolgál, hogy az alapeljárás felperese azt az álláspontot képviseli, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke az újságírói tevékenységre vonatkozó kimerítő különszabályozást alkot. E tevékenységre ezért nem vonatkoznak a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikke szerinti, a bennfentes információ foglalkozással összefüggésben történő átadásának jogszerűségével szemben támasztott általános követelmények. Következésképpen újságírói tevékenység esetén a Bíróság által meghatározott, a bennfentes információ átadásának feltétlenül szükséges jellegére és arányosságára vonatkozó követelményt[37] sem kell vizsgálni.

[35] Lásd még a piaci visszaélésről szóló irányelv (44) preambulumbekezdését.

[36] Lásd ebben az értelemben: 2002. február 26-i Tanács kontra Boehringer ítélet (C-23/00 P, EU:C:2002:118, 52. pont); 2019. november 5-i EKB és társai kontra Trasta Komercbanka és társai ítélet (C-663/17 P, C-665/17 P és C-669/17 P, EU:C:2019:923, 46. pont).

[37] Lásd ezzel kapcsolatban a jelen indítvány 62. pontját.

a) A bennfentes információ „újságírás céljából” történő átadásának fogalmáról

1) A fogalom értelmezéséről

73. E háttérre tekintettel a jelen eljárásban különösen az AMF és a francia kormány az „újságírás céljából” fogalmának különösen megszorító értelmezését képviselte. Eszerint ez a fogalom csak valamely információnak magára a közzétételére és az azzal közvetlenül összefüggő cselekményekre terjed ki. Ezek szerint e fogalom nem terjedne ki egy cikk közelgő megjelenésének közlésére, mivel ezt csupán szűk személyi kör előtt tárják fel, tehát nem teszik közzé, és nem is szolgálja közvetlenül az érintett cikk közzétételét.

74. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének értelmére és céljára tekintettel azonban az „újságírás céljából” fogalmának ilyen értelmezése nehezen elfogadhatónak bizonyul. Ez az értelmezés ugyanis, ha következetesen végigvisszük, a tulajdonképpeni közzétételt megelőzően folytatott újságírói tevékenység jelentős részét, vagyis a kutatási tevékenységet a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás kontextusában eleve kizárná a sajtószabadság és a véleménynyilvánítás szabadsága által biztosított védelem köréből. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke alkalmazási körének azonban meg kell egyeznie a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság által biztosított védelem körével.[38] Ez felel meg a rendelet célkitűzésének, amint azt a piaci visszaélésekről szóló rendelet (77) preambulumbekezdése mutatja. Eszerint az ezen alapvető jogokra a rendelet szövegében történő valamennyi hivatkozásnak biztosítania kell, hogy e jogokra úgy legyenek figyelemmel, ahogyan azokat a Charta és az EJEE elismeri.

75. Ez annál is inkább így van, mivel ellenkező esetben a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének csak viszonylag szűk alkalmazási köre maradna. Legalábbis akkor, ha valamely információ közzétételére széles körben terjesztett sajtóorgánumban kerül sor, az már a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazásától teljesen függetlenül megengedett. Az ilyen közzététel ugyanis megszünteti az információ nyilvánosságra nem hozott jellegére vonatkozó feltételt és így annak bennfentes információ jellegét.[39]

76. Az Emberi Jogok Európai Bírósága (a továbbiakban: EJEB) az EJEE 10. cikkére[40] tekintettel ugyan hangsúlyozza az újságírás azon funkcióját, hogy információkat és gondolatokat terjesszen valamennyi közérdeklődésre számot tartó kérdésben.[41] Ebből azonban nem lehet arra következtetni, hogy a sajtószabadság tartalmi szempontból is csak az információk tulajdonképpeni közzétételét és az azzal szorosan összefüggő tevékenységeket védi. Az EJEB sokkal inkább kifejezetten olyan tevékenységeket is bevon a védelem körébe, amelyek – a

[38] Ha ezzel szemben az említett alapvető jogokat megszorító értelmezés esetén legalábbis az újságírói foglalkozás – piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése szerinti – szokásos gyakorlásának vizsgálata keretében figyelembe kívánnánk venni, úgy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke, illetve annak megszorító értelmezése semmilyen gyakorlati jelentőséggel nem bírna.

[39] Lásd ebben az értelemben: 2007. május 10-i Georgakis ítélet (C-391/04, EU:C:2007:272, 39. pont), amely szerint bennfentessel szemben információs aszimmetria hiányában nem lehet bennfentes kereskedelmet elkövetni. Ez másként lehet, ha az információt igen szűk körben olvasott sajtótermékben teszik közzé.

[40] Az EJEE 10. cikke szerinti garanciák a Charta 52. cikkének (3) bekezdése értelmében a véleménynyilvánítás szabadságára és a sajtószabadságra tekintettel a Charta 11. cikke szerinti garanciáknak felelnek meg, lásd: a Chartához fűzött magyarázatok (HL 2007. C 303., 21., 33. o.), valamint: 2016. május 4-i Philip Morris Brands és társai ítélet (C-547/14, EU:C:2016:325, 147. pont); 2019. február 14-i Buivids ítélet (C-345/17, EU:C:2019:122, 65. pont). Az EJEE-ben foglalt vonatkozó jogok nyújtotta garanciák alapulvétele során a Charta 52. cikkének (3) bekezdéséhez fűzött magyarázatok (HL 2007. C 303., 33. o.) szerint nem csak azok szövegét, hanem az EJEB ítélkezési gyakorlatát is figyelembe kell venni, lásd: 2016. június 30-i Toma és Biroul Executorului Judecătoresc Horaţiu-Vasile Cruduleci ítélet (C-205/15, EU:C:2016:499, 41. pont).

[41] Lásd: EJEB, 2012. február 7., Axel Springer kontra Németország ítélet (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, 79. §); 2016. november 8., Magyar Helsinki Bizottság kontra Magyarország ítélet (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, 168. §); lásd még: 2008. december 16-i Satakunnan Markkinapörssi és Satamedia ítélet (C-73/07, EU:C:2008:727, 61. pont).

kutatáshoz és a nyomozáshoz hasonlóan – csak a későbbi terjesztést vagy közzétételt előkészítő jellegűek. Sőt, e tevékenységeket különösen védelemre érdemesnek tekinti.[42] Erre tekintettel a valamely tényállásnak egy forrásnál[43] történő, az előzetes döntéshozatalra előterjesztett 2) c) kérdésben említett, közzététel előtti ellenőrzése kétségtelenül a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság által biztosított védelem körébe, és ezáltal a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazási körébe tartozik. Ez akkor is így van, ha az alapeljárás felperese az ilyen ellenőrzés során jelezte, hogy hamarosan az e tényállásról szóló cikke fog megjelenni.

77. Az AMF előadása szerint az alapeljárás felperese és a későbbi vevők közötti beszélgetések azonban nem valamely információ ellenőrzésére szolgáltak, hanem annak puszta közlésére korlátozódtak, hogy az érintett híresztelésről szóló cikk fog megjelenni.

78. A sajtószabadság által biztosított védelem köre azonban egy ilyen cselekményre is kiterjedhet. Az EJEB e tekintetben nem követeli meg, hogy az érintett cselekmény közvetlenül egy meghatározott publikáció céljára szolgáljon. Így az EJEB egy rendszeresen büntetőügyekről tudósító újságíró esetében úgy tekintette, hogy minden további nélkül a sajtószabadság által biztosított védelem körébe tartozik az, hogy egy ügyészségi alkalmazottól bizalmas információkat kérdez meg azzal a céllal, hogy általában véve tájékozott maradjon a nyomozásokat illetően anélkül, hogy egy konkrét publikáción vagy kutatáson dolgozna.[44]

79. A sajtószabadság által biztosított védelem fennállása, és így a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazhatósága szempontjából tehát csak az fontos, hogy valamely cselekményt vagy tevékenységet újságírói – és nem magánszemélykénti – minőségben[45] végezzenek. Ehhez az szükséges, hogy az mind objektíve, mind a szándékot tekintve összefüggjön az érintett személy újságírói tevékenységével. Ezen újságírói tevékenységnek általában véve arra kell irányulnia, hogy információkat adjanak át a nyilvánosságnak. Az azonban nem szükséges, hogy maga a kérdéses cselekmény a nyilvánosság tájékoztatásában álljon.

80. Következésképpen a cikk közelgő megjelenésének közlését már akkor a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke értelmében vett „újságírás céljából” történő átadásnak kellene tekinteni, ha a kérdést előterjesztő bíróság arra a következtetésre jutna, hogy egy pénzügyi újságíró kutatási tevékenységét a gyakorlatban pénzügyi elemzőkkel történő kapcsolatfelvételek jellemzik, amelyek keretében többek között közelgő cikkekre és azok megjelenésére vonatkozó információkat is megosztanak.

81. Másként kell azonban megítélni a helyzetet, ha a szóban forgó kapcsolatfelvételek nem a (jövőbeli) cikkekhez történő információszerzés keretében mozognak, hanem attól teljesen függetlenül arra a célra irányultak volna, hogy információs előnyt szerezzenek, illetve azt kihasználják. Az ezen értékeléshez szükséges ténybeli megállapításokat a kérdést előterjesztő bíróságnak kell megtennie.[46]

[42] EJEB, 2006. április 25., Dammann kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 52. §).

[43] A források védelméről lásd többek között: 1996. március 27., Goodwin kontra Egyesült Királyság ítélet (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889); 2017. október 5., Becker kontra Norvégia ítélet (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

[44] EJEB, 2006. április 25., Dammann kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 28. §).

[45] Az „újságíróként történő eljárás következtében”, lásd: EJEB, 2015. október 20., Pentikäinen kontra Finnország ítélet (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 35. §); 2016. január 5., Erdtmann kontra Németország ítélet (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, 16. §).

[46] Lásd ezzel kapcsolatban részletesebben alább a jelen indítvány 85. és azt követő pontjait.

82. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazhatóságától elválasztandó kérdést jelent azonban az, hogy az ilyen újságírói gyakorlat végeredményben bennfentes információk jogszerű átadásának minősül-e. Az alapeljárás felperese által állítottaktól eltérően ugyanis az a körülmény, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének tényállási feltételei teljesülnek, még nem vezet az átadási tilalom alóli kivételhez. Ez a vetület képezi az előzetes döntéshozatalra előterjesztett harmadik kérdés tárgyát.

83. E tekintetben már a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének szövegéből következik, hogy „[a] 10. cikk […] alkalmazásában […] az információk […] közzétételét [helyesen: átadását] […] a sajtószabadságra és az egyéb médiában megnyilvánuló véleménynyilvánítás szabadságára vonatkozó szabályok, valamint az újságírói szakmára vonatkozó szabályok és kódexek figyelembevételével kell elbírálni”. Így a rendelkezés nyilvánvalóan abból indul ki, hogy a bennfentes információk újságírás céljából történő átadása esetén is a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése az irányadó rendelkezés az e közlés jogszerűségének elbírálása szempontjából. Csak annak keretében kerülhet egyáltalán sor a vonatkozó alapvető jogok, valamint szakmai etikai szabályok figyelembevételére. Ennek megfelelően a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke nem rendelkezik önálló jogkövetkezményről, így már emiatt sem jelenthet az átadás tilalma alóli önálló kivételt.

84. Ebből következik, hogy az újságírás céljából történő átadás jogszerűsége vagy jogosulatlansága második lépésként annak értékelésétől függ, hogy arra a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése értelmében az újságírói foglalkozás szokásos keretében került-e sor.[47] Ez pedig indokolja azt, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazási körét a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság által biztosított védelem körével azonosnak tekintsük, és következésképpen azokban az esetekben feltételezzük a bennfentes információk „újságírás céljából” történő átadását, amelyekben ezen átadásra újságírói minőségben kerül sor.[48]

2) Az újságírási cél fennállásának a konkrét esetben történő bizonyításáról

85. A fenti megfontolásokból[49] már kitűnik, hogy az újságírási cél fennállásának (illetve fenn nem állásának) vizsgálata és bizonyítása ténybeli szempontból nehézségekkel járhat.

86. Az átadási tilalom megsértésének bizonyítása az általános szabályok szerint az illetékes állami szervek feladata; e szerveknek kell tehát bizonyítaniuk azt is, hogy az átadásra nem újságírás céljából került sor. E célból bizonyítaniuk kell a cselekmény objektív körülményeit, amelyek alapján az ügyben eljáró bíróságnak meg kell állapítania, hogy azokból következik-e az érintett újságírói tevékenységével való összefüggés, vagy legalábbis megállapíthatók-e arra utaló konkrét támpontok.

87. E tekintetben kézenfekvő, hogy egy bíróság könnyebben elfogadhatja az újságírási cél fennállását, ha az érintett újságíró magyarázattal szolgál arra vonatkozóan, hogy a terhére rótt cselekmény hogyan illeszkedik az újságírói tevékenységébe. Ez azonban nem vezethet ahhoz, hogy az újságírási cél fennállásának bizonyítását végeredményben az érintett személyre terheljék. Sokkal inkább minden érintett személyt közigazgatási szankcióra irányuló eljárásban is megillet a

[47] Lásd ezzel kapcsolatban részletesebben alább a jelen indítvány 89. és azt követő pontjait.

[48] Lásd ezzel kapcsolatban a jelen indítvány 79. pontját.

[49] Lásd különösen a jelen indítvány 80. pontját.

hallgatáshoz való jog,[50] amelynek gyakorlásából nem származhat hátránya. Ugyanígy az ártatlanság vélelme (a Charta 4. cikkének (1) bekezdése) a bennfentes bűncselekmények üldözése területén is érvényesül.[51] Következésképpen nem követelhető meg egy újságírótól, hogy az érintett információ átadásának céljáról nyilatkozzon. Ez végső soron az újságírói források védelme igényeinek is megfelel.

88. Kétség esetén ezért hivatásos újságírók tekintetében a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke értelmében vett „újságírás céljából" történő átadás csak akkor zárható ki, ha a cselekmény objektív körülményei semmilyen belső összefüggésben nem állnak a szakmai tevékenységükkel. Ennek hiányában azt kell – a nemzeti jogban e tekintetben előírt módszerek alkalmazásával – bizonyítani, hogy ezen átadásra szubjektíve foglalkozástól idegen, illetve személyes célból került sor.

b) A piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben értelmezett 21. cikke értelmében vett, az újságírói „foglalkozás […] szokásos [keretének]" vizsgálatáról

89. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése szerint valamely bennfentes információ átadása nem jogosulatlan, ha arra valamely „foglalkozás […] szokásos […] keretében" kerül sor. E tekintetben felmerül a kérdés, hogy ez a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikkének alkalmazási körében csak akkor terjed-e ki valamely közlésre, ha az az újságírói foglalkozás gyakorlásához a Grøngaard és Bang ítélkezési gyakorlat értelmében feltétlenül szükséges és tiszteletben tartja az arányosság elvét.[52]

90. Az eredetileg a 89/592 irányelv[53] 3. cikkének a) pontjával kapcsolatban kialakított Grøngaard és Bang ítélkezési gyakorlat minden további nélkül alkalmazható a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdésére. A rendelkezések szövege ugyanis messzemenően azonos, és azok a megfontolások, amelyek a Bíróságot a „foglalkozás szokásos […] [kerete]" kritériumának ezen értelmezésére késztették, továbbra is relevánsak. Közelebbről, a bennfentes információk átadását továbbra is a tőkepiacok működését és a befektetők azokba vetett bizalmát érintő súlyos veszélynek tekintik,[54] és emiatt az átadási tilalom alóli kivételeknek korlátozottaknak kell maradniuk. Sőt, a jogalkotó által a piac integritása védelmének tulajdonított jelentőséget tovább erősíti, hogy a szabályozási rendszer a piaci visszaélésekről szóló rendelet révén rendeleti formára tett szert.[55]

91. A kérdést előterjesztő bíróság számára felmerül azonban a kérdés, hogy ez az ítélkezési gyakorlat a piaci visszaélésekről szóló rendelet (10. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben értelmezett) 21. cikke keretében is érvényes-e. Mivel ugyanis a sajtó fő funkciója éppen abban áll,

[50] Lásd: 2021. február 2-i Consob ítélet (C-481/19, EU:C:2021:84, 42. pont).

[51] Lásd a piaci visszaélések büntetőjogi szankcióiról szóló, 2014. április 16-i 2014/57/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv (piaci visszaélésekről szóló irányelv) (11) preambulumbekezdését.

[52] Lásd ezzel kapcsolatban már a jelen indítvány 62. pontját.

[53] A bennfentes kereskedelemről szóló szabályok összehangolásáról szóló, 1989. november 13-i 89/592/EGK tanácsi irányelv (HL 1989. L 334., 30. o.).

[54] A 2005. november 22-i Grøngaard és Bang ítéletben (C-384/02, EU:C:2005:708, 33. pont) szereplő érvelés szerint. Lásd ezzel kapcsolatban egyrészt a 89/592 irányelv második és ötödik preambulumbekezdését, és másrészt a piaci visszaélésekről szóló rendelet (1), (2) és (23) preambulumbekezdését.

[55] Ebben az értelemben a piaci visszaélésekről szóló rendelet (4) preambulumbekezdése is. Ezt megerősíti továbbá az is, hogy a piaci visszaélések büntetőjogi szankcióiról szóló, 2014. április 16-i 2014/57/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv (piaci visszaélésekről szóló irányelv) (HL 2014. L 173., 179. o.), különösen annak 4. cikke a bennfentes bűncselekmények bizonyos eseteire a tagállami jogban büntetőjogi szankciókat követel meg.

hogy közérdeklődésre számot tartó témákkal kapcsolatos gondolatokat és információkat terjesszen,[56] az átadási tilalom szigorú megközelítése az újságírói szakma gyakorlását különösen korlátozza.

92. Ebből azonban – a kérdést előterjesztő bíróság által az előzetes döntéshozatalra előterjesztett negyedik kérdésben felvetettektől eltérően – nem következik, hogy a Bíróság által az átadási tilalom alóli kivétellel szemben támasztott szigorú feltételek az újságírással összefüggésben eleve nem alkalmazandóak. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke sokkal inkább csak azt mutatja, hogy ezt az ítélkezési gyakorlatot úgy kell alkalmazni, hogy az ne vezessen a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság megsértéséhez.

93. Ennek során a pénzügyi újságírás területén különbséget kell tenni aszerint, hogy az újságírói tevékenység kizárólag a befektetői közönség érdeklődési körén belül mozog, vagy azon túlmenően általános politikai vagy társadalmi érdeklődésre számot tartó témákat is érint-e. Az EJEB ítélkezési gyakorlata szerint ugyanis a társadalmi vagy politikai szempontból releváns viták keretében szűk körben van lehetőség a sajtószabadság korlátozására,[57] míg a korlátozott közérdeklődésre számot tartó tudósításoknak nem kell ugyanolyan súlyt tulajdonítani.[58]

94. E mércék szerint a vállalkozások jogellenes magatartásának feltárásához, amely gyakran a gazdaság szabályozására vagy állami szervek esetleges mulasztásaira vonatkozó nyilvános vitával jár együtt, a tisztázás iránti nagy fokú igény, és így fokozott nyilvános érdeklődés kapcsolódik.[59] Ez különösen amiatt is így van, mivel a vállalkozások hajlamosak arra, hogy a rájuk nézve kedvezőtlen információkat ne tegyék közzé, még ha ez adott esetben sérti is a piaci visszaélésekről szóló rendelet 17. cikkének (1) bekezdéséből következő *ad hoc* közzétételi kötelezettséget. A sajtó így „közéleti őrkutyaként" működik.[60] Ahhoz azonban, hogy ezt a funkciót hatékonyan be tudja tölteni, viszonylag tág keretek között megengedett kell, hogy legyen számára az, hogy bennfentes információkat is feldolgozzon és szükség esetén átadjon.

95. Ezzel szemben a bennfentes információk átadásának korlátozásai inkább igazolhatók a kizárólag a befektetői kör érdeklődésére számot tartó tudósítások esetében. E tudósítások csupán a piac tájékozódáshoz fűződő általános érdekét szolgálják ki, amely ugyan a tőkepiaci jog információhatékonyságra és átláthatóságra irányuló céljaira tekintettel önálló közérdeknek tekintendő.[61] Ezt az érdeket azonban már a tőkepiaci jog szerinti közzétételi mechanizmusok szolgálják.[62] A jelen ügyben fennállóhoz hasonló vállalkozásfelvásárlások esetében például a már említett *ad hoc* közzététel mellett a 2004/25 irányelv a vételi ajánlat ajánlattevő általi közzétételét is előírja.[63]

[56] Lásd ezzel kapcsolatban már a jelen indítvány 76. pontját és 41. lábjegyzetét.

[57] EJEB, 2007. június 7., Dupuis és társai kontra Franciaország ítélet (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, 40. §); 2007. december 10., Stoll kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 117. és azt követő §-ok); 2016. március 29., Bédat kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, 49. §).

[58] Lásd ebben az értelemben: EJEB, 2016. június 23., Brambilla kontra Olaszország ítélet (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, 59. §).

[59] Prominens példaként Bethany McLean „Is Enron Overpriced?" című cikke (Fortune, 2001. március 5.) említhető, amely hozzájárult az USA egyik legnagyobb vállalati botrányának feltárásához. További például szolgálnak Renate Daum kutatásai, aki Németországban a könyvelési botrányt tárta fel a ComRoad ügyben („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen", 2003). Ezenkívül a *Financial Times* újságírói már 2015-ben kétségeket fogalmaztak meg a Wirecard AG pénzügyi beszámolóinak integritásával kapcsolatban (Dan McCrum, „The House of Wirecard", *Financial Times*, 2015. április 27.).

[60] Ebben az értelemben legutóbb: EJEB, 2021. május 20., Amaghlobeli és társai kontra Grúzia ítélet (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, 36. §).

[61] Lásd ezzel kapcsolatban már a jelen indítvány 1. pontját.

[62] A sajtó ugyanakkor ezen a területen is fontosabb funkcióra tehet szert, ha fennáll a veszélye, hogy ezek a mechanizmusok bizonyos információk tekintetében kudarcot vallanak, lásd ezzel kapcsolatban már a jelen indítvány 94. pontját.

[63] Lásd a nyilvános vételi ajánlatról szóló, 2004. április 21-i 2004/25/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (HL 2004. L 142., 12. o.; magyar nyelvű különkiadás 17. fejezet, 2. kötet, 20. o.) 6. cikkét.

96. A piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben értelmezett 21. cikkének alkalmazása és az átadás feltétlenül szükséges jellegére vonatkozó kritérium vizsgálata szempontjából ez a következőket jelenti: az EJEB ítélkezési gyakorlata szerint mindenesetre a tudósításhoz fűződő nagy közérdeklődés fennállása esetén is vizsgálni kell, hogy az újságírási célt nyilvánvalóan más módon is el lehetett volna-e érni. [64]

97. A jelen ügyhöz hasonló ügyben ezen túlmenően egy szigorúbb vizsgálati mérce alkalmazásával az is megvizsgálható, hogy az információt már kellő mértékben ellenőrizték-e, ami alapvetően az újságíró mérlegelésére van bízva. Mindenesetre vizsgálható, hogy az ellenőrzés a cikk közelgő megjelenésének említése nélkül is lehetséges lett volna-e. Amennyiben a kérdést előterjesztő bíróság megállapítaná, hogy a cikk megjelenésének közlésére nem az ellenőrzéssel összefüggésben került sor, [65] meg kellene vizsgálni, hogy az átadás az újságírói feladatok teljesítéséhez egyébként ténylegesen szükséges volt-e, és különösen, hogy csak így lehetett-e biztosítani az információáramlást a jövőbeli cikkek céljára.

98. E háttérre tekintettel a jelen ügyben nem tűnik eleve kizártnak, hogy a kérdést előterjesztő bíróság arra a következtetésre fog jutni, hogy a közelgő megjelenés közlése nem volt feltétlenül szükséges.

99. Ellenkező esetben ezt követően a sajtószabadságnak és a piac integritásának a tulajdonképpeni arányossági vizsgálat keretében történő mérlegelése során egyrészről azt kellene figyelembe venni, hogy bennfentes információ átadása következtében bennfentes kereskedelemre került sor. [66]

100. Ennek következtében először is valós pénzügyi kár következik be. Amennyiben ugyanis a bizalommal levő befektetők előtt az érintett információk ismeretlenek, – az információ tartalmától függően – eladják értékpapírjaikat vagy további értékpapírokat vásárolnak. Mindenekelőtt a különösen figyelmes befektetők szenvednek kárt, mivel ők különösen gyorsan reagálnak a bennfentes kereskedelem okozta, másként nem magyarázható árfolyammozgásokra. Ezenkívül középtávon fennáll annak veszélye, hogy a befektetők elveszítik az összességében véve a piacba vetett bizalmukat és kilépnek a piacról. Ezáltal ugyanis éppen azok a (figyelmes) befektetők távoznak, amelyek a piacon az árfolyamok gyors és helytálló alakulását biztosítják. Emellett és következésképpen fennáll annak veszélye, hogy általában véve a nyilvánosság elveszíti a piacok működésébe vetett bizalmát, [67] amelyet a jogalkotó véleménye szerint aligha lehet helyreállítani. [68]

[64] Így az EJEB vizsgálja például, hogy a kívánt információkat jogszerű úton is meg lehetett volna-e szerezni, lásd például: EJEB, 2021. május 20., Amaghlobeli és társai kontra Grúzia ítélet (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, 39. §); 2006. április 25., Dammann kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 53. és 56. §). Lásd még: 2015. október 20., Pentikäinen kontra Finnország ítélet (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 101. §), amelynek keretében az EJEB megvizsgálta, hogy a kérelmező ugyanolyan jól tudta volna-e folytatni a tudósítást, ha eleget tett volna a rendőrség utasításának.

[65] A különböző ténybeli feltételezésekhez lásd a jelen indítvány 76. és 80. pontját.

[66] A harmadik feleknél vagy a védett jogtárgy tekintetében bekövetkezett jogsérelem relevanciájáról lásd: EJEB, 2014. július 1., A. B. kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, 55. §), hivatkozással a 2007. június 7-i Dupuis és társai kontra Franciaország ítéletre (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Lásd még: 2007. december 10., Stoll kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 130. §).

[67] Lásd ezzel kapcsolatban a piaci visszaélésekről szóló rendelet (2) preambulumbekezdését, valamint 13. cikke (2) bekezdésének a) pontját. Lásd még a jelen indítvány 1. pontját.

[68] Lásd például: a piaci visszaélésről szóló irányelvre vonatkozó 2002. november 19-i bizottsági javaslat, COM(2002) 625 végleges, HL 2003. C 71. E, 62. o.

101. Másrészről a mérlegelés során figyelembe kell venni, hogy a sajtót a szóban forgó szabályozás vagy annak alkalmazása – vagyis a konkrét esetben az átadási tilalom – nem tarthatja vissza általános jelleggel attól, hogy bizonyos témákban kutasson vagy publikáljon.[69] E tekintetben jelentős szerepet játszik a fenyegető szankció súlyossága.[70]

102. Ugyanakkor a sajtó érintett tagjának védelemre érdemessége az egyedi esetben attól függ, hogy e személy kötelességszerűen és felelősségteljesen járt-e el.[71] Különös – noha nem véglegesen döntő – jelentőséggel bír ennek során, hogy e személy eljárása jogszerű volt-e.[72] Egy, a jelen ügyhöz hasonló ügyben következésképpen szerepet játszhat, hogy az újságíró – az esetlegesen büntethető saját magatartásán kívül – (tudatosan) mennyiben vesz részt más által elkövetett bűncselekményben, például bennfentes kereskedelemben.

103. A bennfentes információkra vonatkozó szabályozás pénzügyi újságírás vonatkozásában fennálló, esetleges visszatartó hatását[73] illetően az alapeljárás felperese ugyan hangsúlyozza, hogy nem sértett szakmai etikai szabályt, amely az adott körülmények között tiltaná egy cikk közelgő megjelenésének közlését.[74] E tekintetben azonban egyrészt a kérdést előterjesztő bíróságnak kell vizsgálnia, hogy ebből az következik-e, hogy a felperes magatartása ténylegesen megfelelt az újságírói gyakorlatnak. Másrészt a jelen összefüggésben még az újságírói szakmai szabályok betartásából sem lehet – legalábbis a jelen esetben – minden további nélkül arra következtetni, hogy a bennfentes információ átadása jogszerű volt. A tagállamokban alkalmazandó szakmai etikai normák ugyanis a sajtószabadság és a bennfentes információkra vonatkozó szabályozás közötti összeütközést csak érintőlegesen szabályozzák,[75] így pusztán az újságírói tevékenységre vonatkozó szakmai etikai szabályok figyelembevételével nem biztosítható a sajtószabadság és a piac integritása közötti egyensúly, amelyre a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke törekszik. Így továbbra is a sajtószabadság és a véleménynyilvánítási szabadság nyújtotta alapvető jogi garanciák jelentik a döntő mércét, amelynek tartalmát az egyszerű jogalkotó vagy a szakmai szövetségek egyébként sem határozhatják meg szabadon.

[69] EJEB, 2006. április 25., Dammann kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 57. §); 2007. december 10., Stoll kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 154. §).

[70] Az EJEB például egy 800 svájci frank összegű pénzügyi szankciót viszonylag alacsonynak tekintett, lásd: EJEB, 2007. december 10., Stoll kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 157. §).

[71] A „felelősségteljes újságírás" érvelési alakzatáról lásd: EJEB, 2006. április 25., Dammann kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 55. §); 2007. június 7., Dupuis és társai kontra Franciaország ítélet (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, 43. §); 2015. október 20., Pentikäinen kontra Finnország ítélet (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 90. §).

[72] EJEB, 2015. október 20., Pentikäinen kontra Finnország ítélet (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 90. §); 2016. január 5., Erdtmann kontra Németország ítélet (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, 20. §).

[73] Ezzel kapcsolatban lásd például: EJEB, 2007. november 22., Voskuil kontra Hollandia ítélet (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, 65. §); 2010. szeptember 14., Sanoma Uitgevers B.V. kontra Hollandia ítélet (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, 59. §); 2011. október 25., Altuğ Taner Akçam kontra Törökország ítélet (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, 75. §).

[74] Ebben az összefüggésben a szakmai etikai szabályok jelentőségéről lásd: EJEB, 2007. december 10., Stoll kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 145. és azt követő §-ok).

[75] Így például az IPSO Editors' Code of Practice pénzügyi újságírásra vonatkozó Clause 13-je csak az újságíró bennfentes információ általi saját pénzügyi érintettségének esetére terjed ki. A német Presserat (sajtótanács) gazdasági és pénzügyi piaci tudósításra vonatkozó releváns magatartási alapelvei arra szorítkoznak, hogy a II. 1.) a) pontban előírják, hogy bennfentes információkat „főszabály szerint" nem szabad továbbadni.

104. Amennyiben ezek alapján egy olyan magatartást, amelyet egy újságíró a szakmai etikai szabályok kizárólagos figyelembevételével megengedettnek tarthatott, mégis az átadási tilalom megsértésének kellene tekinteni, úgy ezt a körülményt azáltal lehet figyelembe venni, hogy nem alkalmaznak szankciót.[76] Ezzel is biztosítható a tőkepiacok szempontjából releváns területen az újságírók tevékenységének jogbiztonságot nyújtó kerete.[77]

c) Közbenső következtetés

105. A fentiek alapján az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második, harmadik és negyedik kérdésre azt a választ kell adni, hogy a piaci visszaélésekről szóló rendelet 21. cikke értelmében „újságírás céljából" történő átadásról van szó, ha az átadásra újságírói minőségben kerül sor. Az átadás jogszerűsége azonban ebben az esetben is attól függ, hogy az a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése értelmében az újságírói munkaviszony vagy foglalkozás szokásos keretében történik-e. Ennek az a feltétele, hogy az átadás e célra feltétlenül szükséges legyen és tiszteletben tartsa az arányosság elvét. Az átadás újságírói tevékenységhez feltétlenül szükséges jellegének és az arányosságának értékelése során a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság követelményeit, illetve a tőkepiacok integritását az átadás következtében fenyegető veszélyeket kell egymással szembeállítani. Az arányosság vizsgálata során egyrészről különösen az érintett újságírói munka témájához fűződő közérdeklődést, az újságíró védelemre érdemességét, valamint a szankció súlyosságát kell figyelembe venni. Másrészről többek között az releváns, hogy a bennfentes kereskedelem veszélye nyilvánvaló volt-e és a konkrét esetben megvalósult-e.

VI. Végkövetkeztetés

106. A fenti megfontolásokra tekintettel azt javaslom, hogy a Bíróság a cour d'appel de Paris (párizsi fellebbviteli bíróság, Franciaország) által előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdésekre a következő választ adja:

1) A 2003/6 irányelvnek (a piaci visszaélésről szóló irányelv) a 2003/124/EK irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulatával összefüggésben értelmezett 1. cikkének 1. pontját úgy kell értelmezni, hogy egy újságcikk szerzőjétől származó, a – tárgyként valamely vállalkozás felvásárlásával kapcsolatos piaci híreszteléssel foglalkozó – cikk közelgő megjelenésére vonatkozó információ megfelel a piaci visszaélésről szóló irányelvnek a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulatával összefüggésben értelmezett 1. cikke 1. pontja szerinti pontosság követelményének, amennyiben a cikk tárgya megjelent formájában olyan konkrét, hogy abból egy vagy több pénzügyi eszköz árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásra vonatkozó következtetést lehet levonni. Ez a helyzet akkor, ha a cikk megjelenéséből olyan támpontok következnek, amelyek alapján értékelhető a cikkben szereplő információk megbízhatósága és a cikkből valamely kibocsátót érintő gazdasági következményeket lehet levezetni. Jelentőséggel bírhat a cikket jegyző újságíró ismertsége és hírneve, a megjelenést biztosító sajtóorgánum tekintélye, továbbá az a körülmény, hogy a cikk az érintett vételi ajánlat tekintetében említést tesz egy meghatározott árról.

[76] A piaci visszaélésekről szóló rendelet nem kötelez büntetések vagy közigazgatási jogi szankciók kiszabására, hanem például a magatartástól a jövőre nézve történő eltiltás lehetőségét is előírja, lásd piaci visszaélésekről szóló rendelet 30. cikke (2) bekezdésének a) pontját.

[77] Lásd: EJEB, 2015. február 24., Haldimann és társai kontra Svájc ítélet (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, 61. §), amely szerint figyelembe kell venni, hogy az újságírók a szakmai etikai szabályokra tekintettel jóhiszeműen jártak-e el.

Az érintett információ megjelenését követő esetleges árfolyamkilengés a 2003/124/EK irányelv (2) preambulumbekezdése értelmében felhasználható annak a feltételezésnek az ellenőrzésére, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ ezen irányelv 1. cikke (1) bekezdésének második fordulata értelmében konkrét volt.

2) Az 596/2014/EU rendelet 21. cikkét a rendelet 10. cikkének (1) bekezdésével összefüggésben úgy kell értelmezni, hogy „újságírás céljából" történő átadásról van szó, ha az átadásra újságírói minőségben kerül sor. Az átadás jogszerűsége azonban ebben az esetben is attól függ, hogy az a piaci visszaélésekről szóló rendelet 10. cikkének (1) bekezdése értelmében az újságírói munkaviszony vagy foglalkozás szokásos keretében történik-e. Ennek az a feltétele, hogy az átadás e célra feltétlenül szükséges legyen és tiszteletben tartsa az arányosság elvét. Az átadás újságírói tevékenységhez feltétlenül szükséges jellegének és az arányosságának értékelése során a sajtószabadság és a médiában érvényesülő véleménynyilvánítási szabadság követelményeit, illetve a tőkepiacok integritását az átadás következtében fenyegető veszélyeket kell egymással szembeállítani. Az arányosság vizsgálata során egyrészről különösen az érintett újságírói munka témájához fűződő közérdeklődést, az újságíró védelemre érdemességét, valamint a szankció súlyosságát kell figyelembe venni. Másrészről az döntő, hogy a bennfentes kereskedelem veszélye nyilvánvaló volt-e és a konkrét esetben megvalósult-e.