Oikeustapauskokoelma

JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS
JULIANE KOKOTT
16 päivänä syyskuuta 2021 [1]

Asia C-302/20

A
vastaan
Autorité des marchés financiers

(Ennakkoratkaisupyyntö – Cour d'appel de Paris (Pariisin ylioikeus, Ranska))

Ennakkoratkaisupyyntö – Rahoituspalvelujen sisämarkkinat – Pääomamarkkinoiden toimintakyky ja luotettavuus – Sisäpiiritiedot ja sisäpiirikaupat – Direktiivi 2003/6/EY (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) – Sisäpiiritiedon ilmaisemista koskeva kielto – Direktiivi 2003/124/EY – 1 artiklan 1 alakohta – Sisäpiiritiedon käsite – Täsmällisyyttä ja mahdollista hintavaikutusta koskevat arviointiperusteet – Markkinahuhu – Toimittaja ilmaisee toiselle henkilölle markkinahuhua koskevan artikkelin tulevan julkaisemisen – Asetus (EU) N:o 596/2014 (markkinoiden väärinkäyttöasetus) – 21 artikla – Sisäpiiritiedon ilmaiseminen journalistisiin tarkoituksiin – 10 artikla – Sisäpiiritiedon ilmaiseminen osana työn tai ammatin tavanomaista suorittamista

I Johdanto

1. Eurooppalaisen markkinoiden väärinkäyttöoikeuden tavoitteena on ensi sijassa luotettavien ja yhdenvertaisten pääomamarkkinoiden varmistaminen. Sillä pyritään saavuttamaan sijoittajien luottamus, joka puolestaan on avainasemassa markkinoiden taloudellisen toimintakyvyn takaamiseksi. [2] Sisäpiirioikeudella, joka on markkinoiden väärinkäyttöä koskevan oikeudenalan olennainen osa, tähän tavoitteeseen pyritään kohtelemalla markkinatoimijoita yhdenvertaisesti tiedonsaannin osalta. Yhdenkään sijoittajan ei ole tarkoitus hyötyä merkityksellistä tiedoista, jotka eivät ole julkisesti saatavilla, sellaisten sijoittajien vahingoksi, joilla tätä tietoa ei voi olla. [3]

[1] Alkuperäinen kieli: saksa.

[2] Ks. komission ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi 19.11.2002, KOM(2002) 625 lopullinen, EYVL 2003, C 71 E, s. 62: ”Rahoitusmarkkinat selviävät ajoittaisista heilahteluista, suhdannekorjauksista ja yksittäisten osakkeiden ennakoitua suuremmasta arvonlaskusta. Markkinat eivät kuitenkaan kestä sijoittajien luottamuksen heikkenemistä, jos – – [ne] ovat alttiit väärinkäytölle – –”

[3] Ks. erityisesti tuomio 10.5.2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, 38 kohta) ja tuomio 23.12.2009, Spector Photo Group ja Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, 47 ja 48 kohta).

2. Näin ollen sisäpiirioikeudessa säädetään yhtäältä, että lähtökohtaisesti kaikki merkitykselliset tiedot on asetettava julkisesti saataville siten, että arvopapereiden liikkeeseenlaskijan on julkaistava säännöllisesti itseään koskevat tiedot (niin kutsuttu ad hoc -julkisuus). [4] Toisaalta tästä huolimatta olemassa olevaa tietojen epäsymmetriaa ei saa hyödyntää (sisäpiirikauppoja koskeva kielto [5]), ja se on mahdollisuuksien mukaan rajattava pieneen piiriin (sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista koskeva kielto [6]).

3. Nyt käsiteltävänä oleva ennakkoratkaisupyyntö koskee lähinnä sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevaa kieltoa ja sen rajoja. Pääasian oikeudenkäynnissä taloustoimittaja vastustaa seuraamusta, joka hänelle on määrätty sisäpiiritiedon väitetyn ilmaisemisen perusteella, ja vetoaa pääasiallisesti siihen, että hänen lehdistönvapauttaan on loukattu. On totta, että kun otetaan huomioon sisäpiirioikeuden tavoitteena oleva mahdollisimman suuri avoimuus, sisäpiiritiedon journalistinen käsittely vaikuttaa ainakin osittain suotavalta myös sisäpiirioikeuden kannalta. Kuitenkin erityisesti vaiheessa, joka edeltää tiedon laajamittaista levittämistä ja julkaisemista tiedotusvälineissä, sisäpiirioikeus ja lehdistön- ja sananvapaus tiedotusvälineissä voivat myös joutua ristiriitaan keskenään. Se, kuinka tämä ristiriita voidaan ratkaista, on kohteena toisessa kysymyssarjassa, jonka ennakkoratkaisua pyytänyt Cour d'appel de Paris (Pariisin ylioikeus, Ranska) esittää unionin tuomioistuimelle.

4. Tätä ennen kyseisen tuomioistuimen on kuitenkin pohdittava sitä, koskeeko ilmaiseminen, josta pääasian kantajaa moititaan, ylipäänsä sisäpiiritietoa. Ensimmäisen kysymyssarjan osalta unionin tuomioistuimen on tässä yhteydessä ennen kaikkea täsmennettävä, missä olosuhteissa markkinahuhu eli selvästi epävarma tieto voi käynnistää sisäpiirioikeuden mekanismit.

II Oikeudellinen kehys

A Unionin oikeus

1. Direktiivi 2003/6/EY (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi)

5. Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY (jäljempänä MAD-direktiivi; MAD tulee sanoista "market abuse directive") [7] 1 artiklan 1 alakohdassa määritellään sisäpiiritiedon käsite niin, että sillä tarkoitetaan

"– – täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan."

[4] Ks. markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta 16.4.2014 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 (markkinoiden väärinkäyttöasetus) (EUVL 2014, L 173, s. 1) 17 artikla.

[5] Ks. asetuksen (EU) N:o 566/2014 14 artiklan a ja b alakohta.

[6] Ks. asetuksen (EU) N:o. 566/20 14 artiklan c alakohta.

[7] EUVL 2003, L 96, s. 16.

6. MAD-direktiivin 2 artiklan 1 kohdan toisen alakohdan c alakohdan mukaan jäsenvaltioiden on kiellettävä henkilöitä, joilla on työnsä, ammattinsa tai tehtäviensä perusteella hallussaan sisäpiiritietoa, käyttämästä kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla tai yrittämällä hankkia tai luovuttaa omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joita kyseinen tieto koskee.

7. Lisäksi MAD-direktiivin 3 artiklan mukaan jäsenvaltioiden on kiellettävä 2 artiklassa säädetyssä kiellossa tarkoitettuja henkilöitä:

”a) ilmaisemasta kyseistä sisäpiiritietoa toiselle henkilölle, jollei tämä tapahdu osana kyseisen henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista;

b) sisäpiiritiedon perusteella suosittelemasta toiselle sellaisten rahoitusvälineiden hankkimista tai luovuttamista tai houkuttelemasta tätä hankkimaan tai luovuttamaan sellaisia rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy.”

2. Direktiivi 2003/124/EY

8. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta 22.12.2003 annetun komission direktiivin 2003/124/EY[8] kahdessa ensimmäisessä perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”(1) Järkevästi toimivat sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä käytettävissään olevien tietojen eli ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen perusteella. Näin ollen arvioitaessa, onko todennäköistä, että järkevästi toimiva sijoittaja ottaisi tietyn tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään, lähtökohdaksi olisi aina otettava ennen päätöksentekoa saatavilla olevat tiedot. Tämänkaltaisessa arvioinnissa on otettava huomioon tietojen odotettavissa olevat vaikutukset, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuus ja kaikki muut markkinatekijät, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään johdannaissopimukseen.

(2) Päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan, mutta sitä ei tulisi käyttää sellaista henkilöä vastaan, joka on tehnyt ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen perusteella harkittuja johtopäätöksiä.”

9. Kyseisen direktiivin 1 artiklassa täsmennetään sisäpiiritiedon käsitettä:

”1. Sovellettaessa [MAD-direktiivin] 1 artiklan 1 [ala]kohtaa tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ja jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan.

[8] EUVL 2003, L 339, s. 7.

2. Sovellettaessa [MAD-direktiivin] 1 artiklan 1 [ala]kohtaa ’tiedolla, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaissopimusten hintaan’ tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.”

3. Asetus (EU) N:o 596/2014 (markkinoiden väärinkäyttöasetus)

10. Asetus (EU) N:o 596/2014 (jäljempänä MAR-asetus; MAR tulee sanoista ”market abuse regulation”) on korvannut MAD-direktiivin, ja sitä sovelletaan sen 39 artiklan 2 kohdan mukaan 3.7.2016 alkaen jäsenvaltioissa.

11. Kyseisen asetuksen 77 perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”Tässä asetuksessa kunnioitetaan perusoikeuksia ja otetaan huomioon Euroopan unionin perusoikeuskirjassa [(jäljempänä ’perusoikeuskirja’)] tunnustetut periaatteet. Tätä asetusta olisi näin ollen tulkittava ja sovellettava kyseisten oikeuksien ja periaatteiden mukaisesti. Erityisesti silloin, kun tässä asetuksessa viitataan lehdistönvapautta ja sananvapautta muissa tiedotusvälineissä koskeviin sääntöihin sekä toimittajan ammattia koskeviin sääntöihin tai käytännesääntöihin, olisi kiinnitettävä huomiota näihin vapauksiin, sellaisina kuin ne on turvattu unionissa ja jäsenvaltioissa ja sellaisina kuin ne on tunnustettu perusoikeuskirjan 11 artiklassa ja muissa asiaa koskevissa määräyksissä.”

12. MAR-asetuksen 7 artiklan 1 kohdan a alakohdassa oleva sisäpiiritiedon käsitteen määritelmä vastaa MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa olevaa määritelmää.

13. MAR-asetuksen 7 artiklan 2 ja 4 kohdassa säädetään otteina seuraavaa:

”2. Sovellettaessa 1 kohtaa tiedon katsotaan olevan luonteeltaan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, edellyttäen että se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten, kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien hyödykkeitä koskevien spot-sopimusten tai päästöoikeuksiin perustuvien huutokauppatuotteiden hintoihin. Sellaisissa pitkäkestoisissa menettelyissä, joilla pyritään tai jotka johtavat erityisten olosuhteiden ilmenemiseen tai erityisen tapahtuman toteutumiseen, täsmälliseksi tiedoksi voidaan katsoa kyseiset tulevat olosuhteet tai tuleva tapahtuma ja myös kyseisen menettelyn välivaiheet, jotka liittyvät kyseisten tulevien olosuhteiden ilmenemiseen tai kyseisen tulevan tapahtuman toteutumiseen.

– –

4. Sovellettaessa 1 kohtaa tiedolla, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden, rahoitusjohdannaisten, niihin liittyvien hyödykkeitä koskevien spot-sopimusten tai päästöoikeuksiin perustuvien huutokauppatuotteiden hintoihin, jos se julkistettaisiin, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.”

14. MAR-asetuksen 10 artiklan, jonka otsikko on ”Sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen”, 1 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Tässä asetuksessa sisäpiiritiedon laittomalla ilmaisemisella tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän ilmaisee kyseisen sisäpiiritiedon toiselle henkilölle, jollei tämä ilmaiseminen tapahdu osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. – –”

15. MAR-asetuksen 14 artiklan c alakohdassa kielletään sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen.

16. MAR-asetuksen 21 artikla, jonka otsikko on ”Tietojen ilmaiseminen tai levittäminen tiedotusvälineissä”, kuuluu seuraavasti:

”Sovellettaessa 10 artiklaa – –, jos tietoja ilmaistaan tai levitetään ja jos suosituksia annetaan tai levitetään journalistisiin tarkoituksiin tai tiedotusvälineissä tapahtuvan muunlaisen ilmaisun tarkoituksiin, tällaista tiedon ilmaisemista tai levittämistä arvioitaessa on otettava huomioon lehdistönvapautta ja ilmaisunvapautta muissa tiedotusvälineissä koskevat säännöt samoin kuin toimittajan ammattia koskevat säännöt, paitsi jos

a) kyseiset henkilöt tai heidän lähipiiriinsä kuuluvat henkilöt saavat suoraan tai välillisesti hyötyä tai voittoa kyseisten tietojen ilmaisemisesta tai levittämisestä; tai

b) kyseisten tietojen ilmaisemisella tai levittämisellä pyritään johtamaan markkinoita harhaan rahoitusvälineiden tarjonnan, kysynnän tai hinnan suhteen.”

B Ranskan oikeus

17. MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohta ja direktiivin 2003/124 1 artikla sisällytettiin lähes sanatarkasti yleisen AMF-asetuksen (Règlement général de l’AMF, jäljempänä AMF-asetus) 621-1 §:ään ja pantiin näin ollen täytäntöön Ranskan oikeudessa.

18. AMF-asetuksen 622-1 §:ssä säädetään, että AMF-asetuksen 622-2 §:ssä mainittujen henkilöiden on pidättäydyttävä käyttämästä hallussaan olevaa sisäpiiritietoa, eivätkä he myöskään saa ilmaista kyseistä tietoa muille henkilöille muutoin kuin osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. AMF-asetuksen 622-2 § koskee muun muassa henkilöitä, joiden hallussa on sisäpiiritietoa sen perusteella, että heillä on työnsä tai ammattinsa vuoksi pääsy tällaisiin tietoihin.

III Tosiseikat ja pääasian käsittelyn vaiheet

19. Pääasian kantaja A on eläkkeellä oleva toimittaja, joka oli työuransa aikana eri brittiläisten päivälehtien palveluksessa. Viimeksi hän työskenteli brittiläisen sanomalehden suositulla internetsivustolla. Hän julkaisi siellä säännöllisesti markkinahuhuja käsitteleviä artikkeleita. Kaksi näistä artikkeleista ovat merkityksellisiä pääasian kannalta.

20. Ensin pääasian kantaja julkaisi 8.6.2011 illalla artikkelin, jonka mukaan eräs konserni oli mahdollisesti tekemässä erään yrityksen osakkeista ostotarjouksen konkreettisesti mainitulla hinnalla, joka oli 86 % korkeampi kuin kyseisen yrityksen osakkeen hinta markkinoiden sulkeutuessa. Seuraavan kaupantekopäivän alkaessa väitetyn kohdeyrityksen osakekurssi nousi 0,64 % ja päivän kuluessa vielä 4,55 %.

21. Toiseksi kantaja julkaisi 12.6.2012 illalla artikkelin, joka koski toista mahdollista yritysostoa tiettyyn ostohintaan, joka oli noin 80 % korkeampi kuin väitetyn kohdeyrityksen osakkeen hinta markkinoiden sulkeutuessa. Seuraavan kaupantekopäivän aikana tämän yrityksen osakekurssi nousi 17,69 % markkinoiden sulkeutumiseen saakka. Kyseinen yritys kiisti huhun kaksi päivää myöhemmin.

22. Hieman ennen molempien artikkelien ilmestymistä kyseisen lehden internetsivustolla useat Yhdistyneessä kuningaskunnassa asuvat henkilöt olivat ostaneet kyseisiä osakkeita ja luopuneet niistä voitolla seuraavana päivänä.

23. Puhelutietojen tutkimisen yhteydessä Autorité des marchés financiers (arvopaperimarkkinaviranomainen, Ranska; jäljempänä AMF) totesi, että pääasian kantaja oli ennen artikkelien julkaisemista puhelimitse yhteydessä yhteen tai useampaan myöhempään ostajaan. Nämä henkilöt ovat rahoitusanalyytikkoja, joiden kanssa pääasian kantaja on vuosien ajan vaihtanut jatkuvasti tietoja pääomamarkkinoita koskevista teemoista. Ainakin yhdessä tapauksessa asianomainen henkilö soitti pian pääasian kantajan kanssa käydyn puhelinkeskustelun jälkeen välittäjälleen, joka antoi sitten ostomääräyksen arvopapereista, joita käsiteltiin pian tämän jälkeen ilmestyneessä artikkelissa.

24. AMF väittää, että pääasian kantaja on kyseisten puhelinkeskustelujen yhteydessä ilmoittanut edellä mainituille henkilöille siitä, että artikkelit julkaistaan lähiaikoina. Se katsoo, että markkinahuhua käsittelevän lehtiartikkelin tulevaa julkaisemista koskevaa tietoa on pidettävä sisäpiiritietona ja että kyseiset tiedot täyttävät sisäpiiritiedoksi luonnehtimisen edellytykset. Tästä syystä AMF:n seuraamuslautakunta määräsi kuulemisen jälkeen pääasian kantajalle 40 000 euron suuruisen seuraamusmaksun. Kyseisten arvopaperien ostajille määrättiin seuraamusmaksut sisäpiirikaupan vuoksi.

25. Tästä päätöksestä nostettu kanne on vireillä ennakkoratkaisupyynnön esittäneessä tuomioistuimessa eli Cour d'appel de Parisissa.

26. Kantaja kiistää keskustelleensa myöhempien ostajien kanssa ostohuhuja käsittelevistä artikkeleista ja väittää, että tietoa kyseisten artikkelien tulevasta julkaisemisesta ei missään tapauksessa voida pitää sisäpiiritietona. Pelkät huhut eivät ole riittävän täsmällisiä niiden luontaisen epävarmuuden ja epätarkkuuden vuoksi. Tiedon täsmällinen luonne on nimittäin MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdan ja MAR-asetuksen 7 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan itsenäinen edellytys sille, että tieto voidaan luokitella sisäpiiritiedoksi. Täsmällisyysvaatimus ei erityisesti poistu sen vuoksi, että tiedon katsottiin vaikuttavan hintaan. Lisäksi kantajalle määrätty seuraamus on vastoin MAR-asetuksen 21 artiklaa, jossa säädetään poikkeamisesta ilmaisemista koskevasta kiellosta toimittajien osalta. Tämän poikkeuksen soveltamisen kantajan tilanteeseen pitäisi näin ollen johtaa hänelle määrätyn seuraamusmaksun kumoamiseen.

27. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin katsoo, että erityisesti huomattavat muutokset arvopaperien hinnoissa kyseisten artikkelien julkaisemisen jälkeen osoittavat, että nämä tiedot olivat hintaan vaikuttavia tietoja direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa ja MAR-asetuksen 7 artiklan 4 kohdassa tarkoitetulla tavalla. Epäselvää on kuitenkin se, täyttääkö artikkelien tulevaa julkaisemista koskeva tieto täsmällisyysvaatimuksen, koska artikkelien sisältö – eli viittaus markkinahuhuun – ei mahdollisesti ole riittävän tarkka.

28. MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisen osalta ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pohtii, onko pääasian kantaja toiminut kyseisessä säännöksessä tarkoitettuihin ”journalistisiin tarkoituksiin” ja sisältyykö tähän määräykseen tältä osin tyhjentävä erityisjärjestelmä. Jotta sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevasta kiellosta voidaan yleisesti poiketa ammatillisten tarkoitusten vuoksi, unionin tuomioistuin nimittäin edellyttää, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen on työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen kannalta ehdottoman tarpeellista ja oikeasuhteista.[9] Näin ollen on selvitettävä, mitä vaatimuksia MAR-asetuksen 21 artiklassa, luettuna tarvittaessa yhdessä MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdan kanssa, asetetaan pääasian kantajan menettelyn laillisuudelle.

IV Ennakkoratkaisukysymykset ja asian käsittely unionin tuomioistuimessa

29. Tätä taustaa vasten Cour d’appel de Paris on päättänyt lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle SEUT 267 artiklan nojalla seuraavat ennakkoratkaisukysymykset:

”1) a) Onko [MAD-direktiivin] 1 artiklan 1 alakohtaa, luettuna yhdessä [direktiivin 2003/124] 1 artiklan 1 kohdan kanssa, tulkittava siten, että tieto, joka koskee rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoihin liittyvää markkinahuhua käsittelevän lehtiartikkelin tulevaa julkaisemista, voi täyttää täsmällisyyden vaatimuksen, jota tiedon luonnehtiminen sisäpiiritiedoksi näiden artiklojen mukaan edellyttää?

b) Onko kyseessä olevan tiedon täsmällisyyden arvioinnin kannalta merkitystä sillä, että lehtiartikkelissa, jonka tuleva julkaiseminen on kyseessä oleva tieto, mainitaan – markkinahuhuna – julkisessa ostotarjouksessa oleva hinta?

c) Ovatko artikkelin kirjoittaneen journalistin tunnettuus, julkaisemisesta vastanneen tiedotusvälineen maine tai se, että julkaisemisella on tosiasiallisesti ollut huomattava vaikutus (ex post) niiden arvopapereiden hintaan, joihin se liittyy, merkityksellisiä seikkoja kyseessä olevan tiedon täsmällisyyttä arvioitaessa?

2) Jos vastataan, että kyseessä olevan kaltainen tieto voi täyttää täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen:

a) Onko [MAR-asetuksen] 21 artiklaa tulkittava siten, että kun toimittaja ilmaisee eräälle tavanomaiselle lähteelleen tiedon, joka koskee hänen kirjoittamansa markkinahuhua käsittelevän artikkelin tulevaa julkaisemista, tämä ilmaiseminen tapahtuu ’journalistisiin tarkoituksiin’?

[9] Tuomio 22.11.2005, Grøngaard ja Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

b) Riippuuko tähän kysymykseen annettava vastaus erityisesti siitä, onko toimittaja saanut tiedon markkinahuhusta tältä lähteeltä, tai siitä, oliko artikkelin tulevaa julkaisemista koskevien tietojen ilmaiseminen hyödyllistä huhun uskottavuutta koskevien selvennyksien saamiseksi tältä lähteeltä?

3) Onko [MAR-asetuksen] 10 ja 21 artiklaa tulkittava siten, että myös silloin, kun toimittaja ilmaisee sisäpiiritiedon 21 artiklassa tarkoitetulla tavalla 'journalistisiin tarkoituksiin', ilmaisemisen lainmukaisuus tai laittomuus edellyttää sen arvioimista, onko se tapahtunut 'osana [toimittajan] – – ammatin – – tavanomaista suorittamista' 10 artiklassa tarkoitetulla tavalla?

4) Onko [MAR-asetuksen] 10 artiklaa tulkittava siten, että sisäpiiritiedon ilmaisemisen on oltava ehdottoman tarpeellista toimittajan ammatin harjoittamisen kannalta ja suhteellisuusperiaatteen mukaista, jotta se tapahtuisi osana kyseisen ammatin tavanomaista suorittamista?"

30. Unionin tuomioistuimessa käydyssä kirjallisessa menettelyssä pääasian kantaja, AMF, Ranskan tasavalta, Norjan kuningaskunta, Ruotsin kuningaskunta, Espanjan kuningaskunta ja Euroopan komissio ovat esittäneet huomautuksia ennakkoratkaisukysymyksistä. Lisäksi kaikki osapuolet Norjan kuningaskuntaa lukuun ottamatta ovat osallistuneet 22.6.2021 pidettyyn istuntoon.

V Oikeudellinen arviointi

31. Cour d'appel de Paris pyrkii ennakkoratkaisukysymyksillään selvittämään, onko pääasian kantajalle määrätty perustellusti seuraamusmaksu AMF-asetuksen 622-1 §:ssä säädetyn ilmaisemista koskevan kiellon rikkomisesta.[10] Tällä säännöksellä MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohta on pantu olennaisilta osin täytäntöön Ranskan oikeudessa.

32. Ensimmäisen kysymyksen a–c kohdalla mainittu tuomioistuin haluaa aluksi selvittää, onko markkinahuhua käsittelevän lehtiartikkelin tulevaa julkaisemista koskevaa tietoa pidettävä MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa[11] tarkoitettuna "sisäpiiritietona", johon näin ollen lähtökohtaisesti sovelletaan MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohdassa säädettyä ilmaisemista koskevaa kieltoa (jäljempänä A osa). Toinen, kolmas ja neljäs kysymys koskevat poikkeuksia sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevasta kiellosta erityisesti toimittajan toiminnan yhteydessä (jäljempänä B osa).

A Ensimmäinen ennakkoratkaisukysymys

33. Ensimmäisellä kysymyksellään ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee lähinnä, onko ja millä edellytyksillä tietoa, joka koskee markkinahuhua käsittelevän lehtiartikkelin tulevaa julkaisemista, pidettävä MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulla tavalla täsmällisenä.

34. Täsmällisyysvaatimus on ensimmäinen neljästä MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa säädetyistä edellytyksistä, joiden täyttyessä tiedosta tulee sisäpiiritieto. Toiseksi tämä tieto ei saa olla julkinen. Kolmanneksi tiedon pitää liittyä suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan

[10] Ilmaisemista koskeva kielto perustuu nykyään suoraan MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohtaan, luettuna yhdessä kyseisen asetuksen 14 artiklan c alakohdan kanssa.

[11] Vastaa MAR-asetuksen 7 artiklan 1 kohdan a alakohtaa.

rahoitusvälineeseen tai niiden liikkeeseenlaskijaan. Neljänneksi tiedolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan (jäljempänä hintavaikutus). [12]

35. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan toinen, kolmas ja neljäs edellytys ovat täyttyneet. Kyseinen tuomioistuin katsoo erityisesti, että tieto, joka koski artikkelien tulevaa julkaisemista, vaikutti hintaan neljännessä edellytyksessä tarkoitetulla tavalla. Se perustaa tämän toteamuksensa etenkin niiden arvopaperien hinnoissa, joita artikkeleissa käsiteltiin, tapahtuneisiin muutoksiin artikkelien julkaisemisen jälkeen.

36. Täsmällisyysvaatimuksella on direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan mukaan kaksi osatekijää. Yhtäältä tiedon pitää viitata ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Toisaalta tiedon pitää olla riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan.

37. Näiden kahden edellytyksen osalta ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tukeutuu joka tapauksessa ensimmäiseen eli siihen, että ilmaisemisen ajankohtana artikkelin julkaiseminen on riittävän todennäköistä. Se kyseenalaistaa näin ollen vain toisen edellytyksen eli tarkkuuden [13] siltä osin kuin on kyse mahdollisista vaikutuksista hintoihin. Tarkkuuden olemassaolon toteaminen voi Cour d'appel de Paris'n käsityksen mukaan olla ongelmallista, koska nyt kyseessä oleva tieto eli lehtiartikkelin tuleva julkaiseminen liittyy huhuun. Sitä, voidaanko tätä huhua pitää tarkkana, on aihetta epäillä, koska se voidaan katsoa liian epämääräiseksi tai epävarmaksi, jotta sen perusteella voitaisiin tehdä johtopäätöksiä mahdollisista vaikutuksista hintaan. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan tällä voi olla vaikutusta kyseessä olevan tiedon tarkkuuteen. Näin ollen ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin katsoo, että se ei voi todeta sisäpiiritiedon olemassaoloa, vaikka kyseinen tieto sen näkemyksen mukaan oli julkistamaton ja vaikutti hintaan, minkä seurauksena tieto on tuottanut sen haltijalle erityisen edun verrattuna muihin markkinatoimijoihin. [14]

38. Unionin tuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan tarkkuus on kuitenkin sisäpiiritiedon täsmällisyyden toisena osatekijänä [15] hintavaikutukseen nähden itsenäinen ja riippumaton edellytys sisäpiiritiedon olemassaololle. [16] Näin ollen on ensin tutkittava, voidaanko lehtiartikkelin tulevaa julkaisemista koskevaa tietoa huolimatta siitä, että sen kohteena on markkinahuhu, pitää direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan toisessa vaihtoehdossa tarkoitetulla tavalla tarkkana (jäljempänä 1 jakso).

39. Vasta sen jälkeen on ensimmäisen ennakkoratkaisukysymyksen c kohdan osalta selvitettävä, voidaanko kyseessä olevan tiedon tarkkuus osoittaa lisäksi sellaisella seikalla, että kyseisen lehtiartikkelin julkaisemisen jälkeen on tapahtunut hinnanmuutos (jäljempänä 2 jakso).

[12] Tuomio 28.6.2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, 25 kohta).

[13] Jäljempänä käytän tätä ilmaisua direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulle toiselle täsmällisyyttä koskevalle arviointiperusteelle ja katson, että vain se on tuomioistuimelle merkityksellinen.

[14] Tuomio 23.12.2009, Spector Photo Group ja Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, 52 kohta).

[15] Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 36 kohta.

[16] Tuomio 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, 28 kohta).

1. Kyseessä olevan tiedon tarkkuuden määrittäminen

40. Edellä mainitusta direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan toiseen vaihtoehtoon sisältyvän tarkkuuden määritelmästä käy ilmi, että tiedolla on oltava sellainen sisältö tai informaatioarvo, jonka perusteella voidaan arvioida, että se vaikuttaa (tai ei vaikuta) hintaan.[17] Tästä voidaan päätellä, että kynnystä ei ole tarkoitettu korkeaksi.[18] Pikemminkin yksinomaan sellaiset tiedot pyritään sulkemaan pois, joilla ei hintavaikutuksen arvioinnin kannalta ole lähtökohtaisesti mitään merkityksellistä informaatioarvoa.

41. Direktiivin 2003/124 ensimmäisen perustelukappaleen mukaan järkevästi toimiva sijoittaja tukeutuu hintavaikutusta arvioidessaan erityisesti tietoihin, joista voidaan päätellä tiedon taloudelliset vaikutukset yritykseen[19] ja jotka vaikuttavat luotettavilta. Tästä syystä on unionin tuomioistuimen toteamuksen mukaan tarkkuuden määritelmän ulkopuolelle jätettävä ainoastaan epämääräiset tai yleiset tiedot, joiden perusteella ei voida tehdä mitään johtopäätöstä niiden mahdollisesta vaikutuksesta kyseessä olevien rahoitusvälineiden hintaan.[20]

42. Tieto artikkelin tulevasta julkaisemisesta, jonka antaa kyseisen artikkelin laatija, ei tosin ole epämääräinen. Siinä nimittäin kuvataan luotettavasta lähteestä konkreettinen tapahtuma varmasti toteutuvaksi. Tämä tieto on kuitenkin yksinään selvästi liian yleinen, jotta sen perusteella voitaisiin tehdä johtopäätös mahdollisista vaikutuksista tietyn rahoitusvälineen hintaan. Tällainen johtopäätös voidaan tehdä vain yhdessä kyseisen artikkelin kohteen – eli käsiteltävässä tapauksessa yritysostoja koskevan markkinahuhun – kanssa.

43. Myös pääasian kantaja korostaa tätä yhteyttä. Hän päättelee tämän perusteella, että artikkelien julkaisemista koskeva tieto voi olla tarkkaa vain, kun kyseisen artikkelin kohde on tarkka. Riidanalaisten artikkelien sisältö on käsiteltävässä asiassa kuitenkin epätarkka, koska siinä on kyse huhuista, jotka ovat luonteeltaan epätarkkoja. Tältä osin kantaja viittaa muun muassa entisen Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR) lausuntoon, jonka mukaan huhut ovat nimenomaan vastakohta tarkistettaville ja näin ollen täsmällisille tiedoille.[21]

44. Kumpikaan väite ei mielestäni ole perusteltu.

a) Markkinahuhujen yleinen (epä)tarkkuus

45. Mikäli markkinahuhut katsottaisiin yleisesti epätarkoiksi, niitä ei voitaisi koskaan pitää sisäpiiritietona.[22] MAD-direktiivissä ei kuitenkaan nimenomaisesti jätetä huhuja sisäpiirioikeuden ulkopuolelle. Kuten olen jo edellä todennut, direktiivin 2003/124 ensimmäisessä perustelukappaleessa sen sijaan viitataan nimenomaisesti siihen, että tietolähteen

17 Ks. vastaavasti tuomio 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, 31 kohta).

18 Vastaavasti julkisasiamies Watheletin ratkaisuehdotus asiassa Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, 37 kohta).

19 Ks. ilmaisu ”tietojen odotettavissa olevat vaikutukset, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten”.

20 Tuomio 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, 31 kohta).

21 Ks. 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 kohta). Vastaavasti myös ”CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive”, CESR/02-089d, 20 kohdan ensimmäinen luetelmakohta.

22 Tarkkuus on nimittäin MAD-direktiivin 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitetun täsmällisyyden toisena ominaispiirteenä välttämätön edellytys sisäpiiritiedon olemassaololle.

luotettavuudella on merkitystä informaatioarvon arvioinnin kannalta. Tämä tarkoittaa, että kyseisessä direktiivissä ei edellytetä ehdotonta luotettavuutta sisäpiiritiedoksi luonnehtimiselle. Näin ollen luotettavuutta on pidettävä asteittaisena tekijänä, joka on arvioitava tapauskohtaisesti.

46. Lisäksi huhuilla on huomattava käytännön merkitys markkinakäytännössä.[23] Vastaavasti MAD-direktiivin 1 artiklan 2 alakohdan c alakohdassa lähdetään siitä, että huhuilla on vaikutus markkinoihin, koska ne voivat välittää harhaanjohtavia viestejä, jotka voivat vääristää hintoja. Direktiivin tavoitteiden – sijoittajien luottamuksen varmistaminen yhtäläisillä tiedonsaannin mahdollisuuksilla – saavuttamiseksi[24] tällä alueella on kiellettävä tietojen epäsymmetrian hyödyntäminen.

47. Näin on sitäkin suuremmalla syyllä siksi, että julkistamattomien tietojen luotettavuutta ei yleensä ole varmistettu. Toisin sanoen monia (tulevia) tapahtumia koskevia tietoja voidaan pitää huhuina tai ne voidaan luonnehtia huhuiksi, kunnes niistä tulee julkisia tai ne on selvitetty julkisesti. Koska epävarmat tiedot eivät näin ollen voi missään tapauksessa jäädä kokonaan sisäpiirioikeuden soveltamisalan ulkopuolelle, tällaisten tietojen tarkkuuteen liittyvät rajanvetovaikeudet ovat väistämättömiä. Liian epätarkkoina pidettyjen huhujen yleinen poissulkeminen niiden luontaisen epävarmuuden vuoksi ei näin ollen ole perusteltua. Sillä ei missään tapauksessa voida saavuttaa merkittävää oikeusvarmuutta.[25]

b) Artikkelin kohteen ja julkaisemisen välinen yhteys

48. Lisäksi siitä, että artikkelin kohteelta puuttuu tarkkuus, ei voida yksiselitteisesti päätellä, että kyseisen artikkelin julkaisemista koskevalta tiedolta puuttuu tarkkuus. Siinä jätettäisiin huomiotta, kuten myös AMF perustellusti korostaa, se, että julkaisun sisällön informaatioarvo saattaa muuttua juuri sen vuoksi, että artikkeli julkaistaan. Näin on muun muassa sellaisten huhujen tapauksessa, joiden sisältö on usein epätarkka ja joiden luotettavuus riippuu niitä levittävien henkilöiden lukumäärästä ja asemasta. Huhu voi siis julkaisun kautta saada uskottavuutta ja sitä vahvistavalla tekstillä myös tarkkuutta.

49. Muu lähestymistapa ei olisi myöskään sisäpiirioikeuden suojelutavoitteen mukainen. On siis niin, että huolimatta siitä, että huhu julkaisemisen myötä mahdollisesti muuttuu, julkaisemista koskevalle tiedolle tulee oma informaatioarvo. Sijoittaja, joka saa tietää julkaisemisen ajankohdan, pääsee nimittäin etulyöntiasemaan tietojen suhteen. Hän voi hyödyntää tätä asemaa muihin sijoittajiin nähden.

50. Artikkelin julkaisemisen ja sisällön välinen yhteys on siis ymmärrettävä niin, että nyt kyseessä olevan kaltaisen tiedon tarkkuus riippuu artikkelin sisällöstä sen julkaistussa muodossa. Nimittäin juuri tätä seikkaa – artikkelin julkaistua sisältöä – käsitellään markkinoilla, ja se näin ollen muodostaa perustan sijoittajan arvioinnille.

51. Sisällön kannalta on merkityksellistä se, että julkaistusta huhusta voidaan johtaa konkreettisia taloudellisia vaikutuksia liikkeeseenlaskijaan. Näin ollen esimerkiksi artikkelia, joka koskee ”suurta” yritysostoa ”autoalalla” ilman, että siinä mainitaan asianomaiset yritykset, on pidettävä liian yleisenä ja siten epätarkkana. Mikäli artikkelista voidaan ainakin implisiittisesti päätellä asianomaiset yritykset, tarjoushinnan mainitseminen ostohuhun yhteydessä saa tosin artikkelin ja

[23] Ks. esim. Van Bommel, ”Rumors”, *The Journal of Finance*, osa 58, nro 4 (2003), s. 1499.

[24] Ks. tästä tuomio 23.12.2009, Spector Photo Group ja Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, 47–49 kohta).

[25] Ks. sisäpiiritiedon oikeudellisesti varmaa määritettävyyttä koskevasta tavoitteesta direktiivin 2003/124 kolmas perustelukappale.

näin ollen huhun vaikuttamaan vieläkin tarkemmilta. Koska julkisiin yritysostoihin säännöllisesti liittyy osakkeen hintaan perustuva vastikkeiden maksu, markkinat kuitenkin voivat myös tällaisen maininnan puuttuessa arvioida mahdollisen hintavaikutuksen. [26]

52. Se, voidaanko julkaistusta huhusta lisäksi määrittää sen luotettavuus, riippuu siitä, voidaanko julkaisemisesta johtaa arviointiperusteita, joiden nojalla uskottavuus ja todenperäisyys voidaan todeta. Tällaisia arviointiperusteita voi yhtäältä olla kyseisessä artikkelissa olevissa lähdeviittauksissa. Toisaalta tässä yhteydessä voi olla merkitystä toimittajan samoin kuin tiedotusvälineen maineella. [27] Ne voivat nimittäin julkaisemisen kautta merkitä sitä, että tieto on riittävästi varmennettu. Vastaavasti esimerkiksi julkaistavien tietojen totuudenmukaisuuden huolellinen tarkistaminen kuuluu journalistisiin ammattivelvollisuuksiin [28], joiden noudattamatta jättämistä ei voida hyväksyä erityisesti silloin, kun on kyse arvostetusta toimittajasta. Lisäksi merkitystä voi olla myös muilla arviointiperusteilla, kuten esimerkiksi ilmaisujen ja sisällön konkreettisuuden aste. [29] Tältä osin konkreettisen tarjoushinnan mainitsemisella voi olla merkitystä. Tarkkuutta arvioitaessa kyse ei kuitenkaan (vielä) ole siitä, onko tieto lopulta riittävän luotettava, jotta se voisi olla peruste direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitetulle kaupan kannustimelle; tiedon on ainoastaan mahdollistettava kestävä ja tarkoituksenmukainen arviointi.

2. Ex post -hinnanmuutos

53. Ensimmäisen ennakkoratkaisukysymyksen c kohdan yhteydessä Cour d'appel de Paris tiedustelee lisäksi, voiko hinnanmuutoksella, joka tapahtuu kyseisen tiedon julkaisemisen jälkeen (ex post), olla merkitystä arvioitaessa sitä, onko kyseessä tarkka tieto.

54. Sisäpiiritiedon olemassaoloa on välttämättä arvioitava ex ante -näkökulmasta, koska sisäpiiritiedon olennainen piirre on nimenomaan se, ettei se ole julkinen. Näin ollen jälkeenpäin tapahtuneella hinnanmuutoksella voi, kun arvioidaan sitä, onko tieto direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan toisessa vaihtoehdossa tarkoitetulla tavalla täsmällinen, lähtökohtaisesti olla vain välillinen merkitys eli merkitys myöhempänä todisteena.

55. Vastaavasti direktiivin 2003/124 toisessa perustelukappaleessa todetaan, että jälkeenpäin tapahtunutta hinnanmuutosta voidaan käyttää arvioitaessa hintavaikutusta (ex ante), mutta tätä ei tulisi käyttää sellaista henkilöä vastaan, joka on tehnyt ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden (ex ante) tietojen perusteella harkittuja johtopäätöksiä. On nimittäin melko selvää, että tiedolla oli tosiasiassa vaikutus hintaan, jos hinnanmuutos tapahtui tiedon julkaisemisen jälkeen. [30] Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pohtii, voidaanko tätä päätelmää soveltaa myös tarkkuuteen.

[26] Ks. tästä myös tuomio 22.11.2005, Grøngaard ja Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, 37 ja 38 kohta). Vastaavasti myös 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 kohta.

[27] Ks. empiirinen arviointi näiden tekijöiden merkityksestä Ahern/Sosyra, "Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media", *The Review of Financial Studies*, osa 28, nro 7 (2015), s. 2050 ja sitä seuraavat sivut.

[28] Ks. esim. Saksan osavaltioiden lehdistöä koskevat lait (Landespressegesetze), joissa säädetään järjestelmällisesti totuusvelvollisuudesta. Velvollisuus laatia totuudenmukainen ja täsmällinen artikkeli on myös edellytys sille, että toimittajille annetaan Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10 artiklan puitteissa suojaa, ks. esim. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 7.2.2012, Axel Springer AG v. Saksa (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, 93 kohta).

[29] Ks. myös Ahern/Sosyra (alaviite 27).

[30] Tältä osin on pidettävä mielessä, että hintavaikutuksen arviointiperusteena on järkevästi toimiva sijoittaja (ks. edellä alaviite 41); toisin sanoen hinnanmuutos voi tapahtua myös silloin, kun tieto ei vaikuta hintaan direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitetulla tavalla, eli muun muassa markkinoiden ennakoimattoman reaktion seurauksena.

56. Tähän kysymykseen olisi joka tapauksessa vastattava myöntävästi, mikäli sisäpiiritiedon tarkkuus olisi ehdoton edellytys sen hintavaikutukselle. Siinä tapauksessa jälkeenpäin tapahtuneesta hinnanmuutoksesta voitaisiin myös päätellä, että julkaistu tieto oli tarkka. Moni seikka vaikuttaa puoltavan tätä yhteyttä: tieto vaikuttaa direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa olevan määritelmän mukaan hintaan silloin, kun järkevästi toimiva eli asiantunteva sijoittaja toimisi tämän tiedon perusteella. Tämä edellyttää ainakin ensi näkemältä sitä, että kyseisen tiedon kohdetta ylipäänsä voidaan arvioida sen kannalta, onko se merkityksellinen sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tämä merkitsee kuitenkin juuri sitä, että tieto oli riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voitiin tehdä johtopäätös sen mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden hintaan.

57. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin ja pääasian kantaja näyttävät sitä vastoin katsovan, että hintaan vaikuttavia mutta kuitenkin epätarkkoja tietoja voi olla olemassa. Jos näin olisi, tällainen tieto ei kuitenkaan sen vuoksi, että MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa säädetyn määritelmän ensimmäinen edellytys jää täyttymättä, olisi sisäpiiritietoa. Näin ollen tämä näkemys johtaisi siihen, että tietyt hintaan vaikuttavat tiedot, jotka tämän hintavaikutuksen vuoksi tuottavat erityisen edun tiedonhaltijalle, jätettäisiin sisäpiirikauppaa koskevan kiellon ulkopuolelle. Tätä etua voitaisiin siis hyödyntää ilman seuraamuksia, mikä olisi omiaan heikentämään sijoittajien luottamusta tietojen tasapainoon.[31] Perusteltua syytä tälle ei ole nähtävissä.[32]

58. Ensimmäisen ennakkoratkaisukysymyksen c kohtaan vastaaminen ei kuitenkaan edellytä tyhjentävää selvitystä siitä, voiko olla olemassa epätarkkoja tietoja, jotka vaikuttavat hintaan. Vaikka nimittäin oletettaisiin, että niitä voi olla, on kuitenkin säännönmukaisesti niin, että järkevästi toimiva sijoittaja perustaa sijoituspäätöksensä tietoihin, jotka ovat tietyssä määrin konkreettisia. Toisin sanoen hintaan vaikuttava tieto on ainakin useimmissa tapauksissa myös tarkka. Tämä seikka riittää mielestäni laajentamaan direktiivin 2003/124 toisessa perustelukappaleessa olevaa ajatusta, jonka mukaan jälkeenpäin tapahtunut hinnanmuutos on enintään tiedolla olevan hintavaikutuksen *indikaattori*, tarkkuuteen. Tämän todistamisen tai tutkimisen tulos ei nimittäin missään tapauksessa vapauta konkreettisten tosiseikkojen tosiasiallisesta määrittämisestä ja siitä, että seuraamusten yhteydessä on joka tapauksessa arvioitava, johtuuko sisäpiiritiedon luonne jo ex ante -olosuhteista.

3. Välipäätelmä

59. Ensimmäiseen ennakkoratkaisukysymykseen on siis vastattava seuraavasti: lehtiartikkelin laatijalta peräisin oleva tieto, joka koskee tämän artikkelin, jonka kohteena on yritysostoa koskeva markkinahuhu, julkaisemista, täyttää MAD-direktiivin 1 artiklan 1 alakohdassa, luettuna yhdessä direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan toisen vaihtoehdon kanssa, säädetyn täsmällisyysvaatimuksen, mikäli artikkelin kohde julkaistussa muodossa on niin tarkka, että sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös mahdollisista vaikutuksista yhden tai useamman rahoitusvälineen hintaan. Näin on silloin, kun artikkelin julkaisemisesta ilmenee seikkoja, joiden perusteella artikkelin sisältämien tietojen luotettavuutta voidaan arvioida ja sen johdosta päätellä liikkeeseenlaskijalle aiheutuvat taloudelliset seuraukset. Merkityksellisiä voivat olla artikkelin allekirjoittaneen toimittajan tunnettuus ja maine, artikkelin julkaisseen tiedotusvälineen arvostus

[31] Ks. tuomio 23.12.2009, Spector Photo Group ja Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, 52 kohta).

[32] Unionin tuomioistuin on 28.6.2012 asiassa Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, 48 kohta) antamassaan tuomiossa viitannut liikkeeseenlaskijoiden oikeusvarmuuteen, jolla ei kuitenkaan pitäisi olla merkitystä liikkeeseenlaskijaa koskevien huhujen yhteydessä, koska liikkeeseenlaskijalla ei missään tapauksessa ole velvollisuutta julkaista itseään koskevia huhuja.

ja se seikka, että artikkelissa mainitaan tietty hinta kyseiselle ostotarjoukselle. Mahdollista hinnanmuutosta, joka tapahtuu kyseisen tiedon julkaisemisen jälkeen, voidaan direktiivin 2003/124 toisen perustelukappaleen mukaisesti käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ex ante -tieto on tarkka kyseisen direktiivin 1 artiklan 1 kohdan toisessa vaihtoehdossa tarkoitetulla tavalla.

B Toinen, kolmas ja neljäs ennakkoratkaisukysymys

60. Mikäli ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin katsoo edellä mainittuja arviointiperusteita soveltamalla, että tietoa riidanalaisten artikkelien tulevasta julkaisemisesta on pidettävä sisäpiiritietona, herää seuraavaksi kysymys siitä, onko myös kyseisen tiedon ilmaiseminen eli sitä koskevan ilmoituksen toimittaminen asianomaisille henkilöille lainvastainen ja näin ollen seuraamuksen aiheuttava teko.

61. MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohta, joka oli riidanalaisen tapahtuman aikana voimassa ollut säännös, ei ole esteenä kaikelle sisäpiiritiedon ilmaisemiselle. Sisäpiiritiedon ilmaiseminen onkin kiellettyä vain, jos se ei ”tapahdu osana kyseisen henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista”. Tämä säännös perustuu ajatukseen, jonka mukaan täydellinen ilmaisemista koskeva tieto lamauttaisi muita tärkeitä prosesseja. Käytännössä on nimittäin mahdotonta ajatella, että yritystoimintaa voitaisiin harjoittaa ilman sisäpiiritiedon käsittelyä ja sen ilmaisemista rajatulle henkilöryhmälle yrityksen sisäisesti (esim. toimivaltaisille osastoille) tai myös yrityksen ulkopuolelle (esim. asianajajille ja tilintarkastajille).

62. Unionin tuomioistuin on kuitenkin täsmentänyt, että tätä poikkeusta ilmaisemista koskevasta kiellosta on tulkittava suppeasti ja että sitä sovelletaan vain, kun ilmaiseminen on työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen kannalta ehdottoman tarpeellista ja jos suhteellisuusperiaatetta noudatetaan. [33]

63. Säännös, joka vastaa sanamuodoltaan lähes täysin MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohtaa, sisältyy nykyisin MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohtaan (luettuna yhdessä MAR-asetuksen 14 artiklan c alakohdan kanssa). Lisäksi nykyisessä oikeudellisessa tilanteessa sovellettavan MAR-asetuksen 21 artiklassa säädetään, että sovellettaessa kyseisen asetuksen 10 artiklaa journalistisiin tarkoituksiin on otettava huomioon lehdistönvapautta ja ilmaisunvapautta muissa tiedotusvälineissä koskevat säännöt samoin kuin toimittajan ammattia koskevat säännöt.

64. Cour d’appel de Paris tiedustelee nyt toisella, kolmannella ja neljännellä ennakkoratkaisukysymyksellään, kuinka artikkelin tulevaa julkaisemista koskevaa ilmoitusta on arvioitava edellä mainittujen MAR-asetuksen säännösten valossa, eli täyttyvätkö ilmaisemista koskevasta kiellosta poikkeamisen edellytykset.

65. Näin ollen on selvitettävä, mistä oikeudellisesta järjestelmästä MAR-asetuksessa säädetään, kun on kyse sisäpiiritiedon käsittelemisestä journalistisessa yhteydessä. Viime kädessä on siten tutkittava, kuinka lehdistönvapaus ja sananvapaus tiedotusvälineissä sekä markkinoiden luotettavuuden suojaaminen, jota unionin tuomioistuin on erityisesti korostanut soveltamalla tiukasti ilmaisemista koskevaa kieltoa ammatin harjoittamisen yhteydessä, saadaan oikeaan tasapainoon keskenään. Sen vuoksi toiseen, kolmanteen ja neljänteen ennakkoratkaisukysymykseen on vastattava yhdessä (jäljempänä 2 jakso).

[33] Tuomio 22.11.2005, Grøngaard ja Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, 34 kohta).

66. Ensin on kuitenkin otettava kantaa ennakkoratkaisukysymysten tutkittavaksi ottamiseen, koska – kuten ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin on itse todennut – MAR-asetus ei pääasian kohteena olevan tapahtuman aikana ollut vielä voimassa, vaan silloin sovellettiin edelleen MAD-direktiivin säännöksiä (jäljempänä 1 jakso).

1. MAR-asetuksen sovellettavuus pääasiassa (toisen, kolmannen ja neljännen ennakkoratkaisukysymyksen tutkittavaksi ottaminen)

67. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin katsoo, että MAR-asetuksen 21 artiklan säännös on ajallisesti varsinaisesti sovellettavaan MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohtaan verrattuna edullisempi toimittajien kannalta, ja sitä on käsiteltävässä asiassa määrättävän seuraamuksen yhteydessä lex mitior -periaatteen [34] mukaan sovellettava myös ennen sen voimaantuloa toteutettuihin toimiin. Näin ollen sen näkemyksen mukaan MAR-asetuksen 21 artiklaa koskevilla kysymyksillä on merkitystä pääasian ratkaisemisen kannalta.

68. Sitä, sisältyykö MAR-asetuksen 21 artiklaan tosiasiassa lievempi sääntely, ei voida sitä taustaa vasten, että myös MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohdan voimassa ollessa sen tulkinnassa ja soveltamisessa oli jo otettava huomioon perusoikeudet ja erityisesti perusoikeuskirjan 11 artikla sekä Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10 artikla, [35] voida todeta yksiselitteisesti. Pikemminkin tämä arviointi riippuu viime kädessä siitä, kuinka MAR-asetuksen 21 artiklaa on erikseen tulkittava. Koska juuri tämä on kuitenkin ennakkoratkaisukysymysten kohde, on hyvää oikeudenkäyttöä koskevien vaatimusten mukaista tutkia ne aineellisesti. [36]

69. Sama koskee myös MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohtaa, jonka tulkintaa pyydetään nimenomaisesti kolmannessa ja neljännessä ennakkoratkaisukysymyksessä.
MAD-direktiivin 3 artiklan a alakohtaan tosin sisältyy tältä osin – ainakin sanamuodon mukaan – vastaava säännös, joten lex mitior -periaatteen soveltaminen vaikuttaa tässä ensi näkemältä poissuljetulta. MAR-asetuksen 21 artiklassa viitataan kuitenkin nimenomaisesti 10 artiklaan, joten nämä säännökset muodostavat yhtenäisen säännöstön. Molempia säännöksiä on näin ollen tarkasteltava niiden keskinäisessä suhteessa, jotta asianmukainen tulkinta voidaan taata.

70. Näin ollen toinen, kolmas ja neljäs ennakkoratkaisukysymys voidaan tutkia aineellisesti.

2. Poikkeukset sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevasta kiellosta toimittajan toiminnan osalta

71. Toinen, kolmas ja neljäs ennakkoratkaisukysymys koskevat yhtäältä MAR-asetuksen 21 artiklan sovellettavuutta pääasiassa. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin haluaa tietää, voidaanko ilmoitusta, joka koskee artikkelin tulevaa julkaisemista, pitää sisäpiiritiedon ilmaisemisena ”journalistisiin tarkoituksiin”. Toisaalta se pohtii MAR-asetuksen 21 artiklan suhdetta saman asetuksen 10 artiklan 1 kohtaan.

[34] Ks. perusoikeuskirjan 49 artiklan 1 kohdan kolmas virke. Ilmaisemista koskevan kiellon rikkomisella on ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen mukaan rikosoikeudellinen luonne Ranskan oikeudessa. Unionin tuomioistuin on lisäksi jo todennut, että myös markkinoiden väärinkäyttöoikeudessa säädetyt hallinnolliset seuraamukset voivat olla luonteeltaan rikosoikeudellisia ja näin ollen oikeuttaa muun muassa perusoikeuskirjan 48 artiklan soveltamisen; ks. tuomio 2.2.2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, 42 ja 43 kohta).

[35] Ks. myös MAD-direktiivin 44 perustelukappale.

[36] Ks. vastaavasti tuomio 26.2.2002, Rat v. Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, 52 kohta) ja tuomio 5.11.2019, EZB ym. v. Trasta Komercbanka ym. (C-663/17 P, C-665/17 P ja C-669/17 P, EU:C:2019:923, 46 kohta).

72. Tämä pohdinta perustuu siihen, että pääasian kantajan mukaan MAR-asetuksen 21 artikla sisältää tyhjentävän erityisjärjestelmän journalistista toimintaa varten. Siihen ei sen vuoksi sovelleta yleisiä vaatimuksia, jotka koskevat sisäpiiritiedon ilmaisemisen laillisuutta ammatin yhteydessä MAR-asetuksen 10 artiklan mukaan. Näin ollen ei ole myöskään tarpeen tutkia unionin tuomioistuimen asettamaa vaatimusta, joka koskee sisäpiiritiedon ilmaisemisen ehdotonta tarpeellisuutta ja oikeasuhteisuutta [37] journalististen toimintojen yhteydessä

a) Käsite sisäpiiritiedon ilmaiseminen ”journalistisiin tarkoituksiin”

1) Käsitteen tulkinta

73. Tältä osin etenkin AMF ja Ranskan hallitus ovat käsiteltävässä asiassa katsoneet, että käsitettä ”journalistisiin tarkoituksiin” on tulkittava erityisen suppeasti. Se voi kattaa ainoastaan itse tiedon julkaisemisen ja siihen välittömästi liittyvät toimet. Ilmoitus artikkelin tulevasta julkaisemisesta ei näin ollen sisälly tähän käsitteeseen, koska se sellaisenaan annetaan ainoastaan pienelle henkilöryhmälle, eikä sitä siis julkaista eikä sen välittömänä tarkoituksena ole kyseisen artikkelin julkaiseminen.

74. Kun otetaan huomioon MAR-asetuksen 21 artiklan tarkoitus, käsitteen ”journalistisiin tarkoituksiin” tämänkaltainen tulkinta kuitenkaan on tuskin perusteltavissa. Sillä nimittäin – johdonmukaisesti pääteltynä – poistettaisiin sisäpiirioikeuden yhteydessä olennainen osa journalistisesta toiminnasta, erityisesti tutkimus, lähtökohtaisesti lehdistön- ja sananvapauden suojan piiristä ennen varsinaista julkaisemista. MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisalan on kuitenkin vastattava tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapauden suojan piiriä. [38] Tämä vastaa MAR-asetuksen tavoitetta, kuten kyseisen asetuksen 77 perustelukappaleessa todetaan. Sen mukaan kaikilla asetuksen tekstiin sisältyvillä viittauksilla näihin perusoikeuksiin pyritään varmistamaan, että ne otetaan huomioon sellaisina kuin ne on tunnustettu perusoikeuskirjassa ja Euroopan ihmisoikeussopimuksessa.

75. Näin on etenkin sitä taustaa vasten, että MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisala jäisi muutoin verrattain pieneksi. Joka tapauksessa on kuitenkin niin, että siltä osin kuin tieto julkaistaan laajalle levinneessä tiedotusvälineessä, se on sallittu täysin riippumatta MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisesta. Tällaisella julkaisemisella nimittäin poistetaan edellytys, joka koskee julkistamatonta tietoa ja näin ollen sen luonnetta sisäpiiritietona. [39]

[37] Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 62 kohta.

[38] Jos mainitut perusoikeudet haluttaisiin suppeasti tulkittaessa joka tapauksessa ottaa huomioon arvioitaessa toimittajan ammatin tavanomaista suorittamista MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulla tavalla, MAR-asetuksen 21 artiklalla tai sen suppealla tulkinnalla ei olisi mitään käytännön merkitystä.

[39] Ks. vastaavasti tuomio 10.5.2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, 39 kohta), jonka mukaan silloin, kun tietojen epäsymmetriaa ei ole, sellaiseen henkilöön nähden, jonka hallussa on sisäpiiritietoa, ei voida tehdä sisäpiirikauppaa. Asia voi olla toisin silloin, kun tieto julkaistaan lehtituotteissa, joiden levikki on hyvin suppea.

76. Euroopan ihmisoikeustuomioistuin tosin korostaa Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10 artiklan osalta [40] journalismin tehtävää levittää tietoja ja ajatuksia kaikista asioista, jotka koskevat yleistä etua. [41] Tästä ei kuitenkaan voida päätellä, että lehdistönvapaudella suojattaisiin aineellisesti vain tietojen varsinaista julkaisemista ja siihen tiiviisti liittyviä toimintoja. Euroopan ihmisoikeustuomioistuin on sitä vastoin nimenomaisesti viitannut toimintoihin, kuten tutkimukset ja selvitykset, jotka kuuluvat suojan piiriin ja joilla on vain valmisteleva luonne myöhempää levitystä tai julkaisemista varten. Näille toiminnoille tunnustetaan jopa erityinen suojan tarve. [42] Tätä taustaa vasten tosiseikkojen varmentaminen lähteeltä ennen julkaisemista, johon viitataan toisen ennakkoratkaisukysymyksen b kohdassa, [43] kuuluu selvästi tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapauden suojan piiriin ja näin ollen MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisalaan. Näin on myös silloin, kun pääasian kantaja olisi tällaisen varmentamisen yhteydessä ilmoittanut, että hän julkaisee pian kyseistä asiaa koskevan artikkelin.

77. AMF:n käsityksen mukaan pääasian kantajan ja myöhempien ostajien välisissä keskusteluissa ei kuitenkaan ollut kyse tiedon varmentamisesta, vaan ne rajoittuivat pelkkään ilmoitukseen siitä, että kyseistä huhua koskevan artikkeli julkaistaisiin pian.

78. Myös tällainen toimi voi kuitenkin kuulua lehdistönvapauden suojan piiriin. Euroopan ihmisoikeustuomioistuin ei tältä osin ole vaatinut, että kyseisen toimen pitäisi koskea suoraan määrättyä julkaisua. Näin ollen rikostapauksista säännöllisesti artikkeleja laativan toimittajan tilanteessa katsottiin, että luottamuksellisten tietojen pyytäminen syyttäjäviraston työntekijältä, minkä tavoitteena oli saada yleisesti tietoja tutkinnasta ilman, että tiettyä julkaisua tai tutkimusta oltiin tekemässä, kuului yksiselitteisesti lehdistönvapauden suojan piiriin. [44]

79. Lehdistönvapauden suojan piirin soveltamisen ja näin ollen MAR-asetuksen 21 artiklan sovellettavuuden kannalta on siten merkitystä ainoastaan sillä, että toimi tai toiminta suoritetaan journalistisessa – eikä yksityisessä – ominaisuudessa. [45] Tämä edellyttää, että toimi tai toiminta on yhteydessä kyseisen henkilön journalistiseen toimintaan sekä objektiivisesti että tarkoituksensa perusteella. Tällaisen journalistisen toiminnan yleisenä tarkoituksena on oltava tietojen antaminen yleisölle. Kyseisen toimen ei kuitenkaan sellaisenaan tarvitse sisältyä yleisölle annettavaan tietoon.

[40] Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10 artiklassa määrätyt takeet, jotka koskevat sanan- ja lehdistönvapautta, vastaavat perusoikeuskirjan 52 artiklan 3 kohdassa tarkoitetulla tavalla perusoikeuskirjan 11 artiklassa määrättyjä takeita; ks. perusoikeuskirjan selitykset (EUVL 2007, C 303, s. 21, 33) sekä tuomio 4.5.2016, Philip Morris Brands ym. (C-547/14, EU:C:2016:325, 147 kohta) ja tuomio 14.2.2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, 65 kohta). Kun Euroopan ihmisoikeussopimuksessa määrättyjä oikeuksia koskevia takeita tulkitaan, on perusoikeuskirjan 52 artiklan 3 kohtaa koskevien selitysten (EUVL 2007, C 303, s. 33) mukaan otettava huomioon niiden sanamuodon lisäksi myös Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen oikeuskäytäntö; ks. tuomio 30.6.2016, Toma ja Biroul Executorului Judecătoresc Horaţiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, 41 kohta).

[41] Ks. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 7.2.2012, Axel Springer v. Deutschland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, 79 kohta) ja tuomio 8.11.2016, Magyar Helsinki Bizottság v. Unkari (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, 168 kohta); ks. myös tuomio 16.12.2008, Satakunnan Markkinapörssi ja Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, 61 kohta).

[42] Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 25.4.2006, Dammann v. Sveitsi (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 52 kohta).

[43] Ks. tietolähteiden suojasta Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 27.3.1996, Goodwin v. Yhdistynyt kuningaskunta (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889) ja tuomio 5.10.2017, Becker v. Norja (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

[44] Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 25.4.2006, Dammann v. Sveitsi (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 28 kohta).

[45] ”Toimittajana toimimisen seurauksena”, ks. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 20.10.2015, Pentikäinen v. Suomi (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 35 kohta) ja tuomio 5.1.2016, Erdtmann v. Saksa (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, 16 kohta).

80. Näin ollen artikkelin tulevaa julkaisemista koskeva ilmoitus voitaisiin katsoa MAR-asetuksen 21 artiklassa tarkoitetuksi ilmaisemiseksi ”journalistisiin tarkoituksiin”, jos ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaisi, että taloustoimittajan tutkimustoiminnalle on käytännössä ominaista yhteydenpito rahoitusanalyytikkoihin, minkä yhteydessä vaihdetaan myös tietoja tulevista artikkeleista ja niiden julkaisemisesta.

81. Toisenlainen arviointi olisi kuitenkin perusteltu, mikäli kyseiset yhteydenotot eivät ole yhteydessä (tulevia) artikkeleja koskevaan tiedonhankintaan, vaan niillä olisi siitä täysin riippumaton tavoite saada etulyöntiasema tietojen suhteen tai hyödyntää tällaista asemaa. Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen on tehtävä tämän arvioinnin edellyttämät tosiseikkoja koskevat toteamukset. [46]

82. MAR-asetuksen 21 artiklan sovellettavuudesta erotettava kysymys on puolestaan se, tarkoittaako tämänkaltainen journalistinen käytäntö sisäpiiritietojen laillista ilmaisemista. Toisin kuin pääsian kantaja väittää, se, että MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisedellytykset täyttyvät, ei nimittäin vielä johda poikkeukseen ilmaisemista koskevasta kiellosta. Tämä seikka on kolmannen ennakkoratkaisukysymyksen kohteena.

83. Tältä osin jo MAR-asetuksen 21 artiklan sanamuodosta ilmenee, että ”sovellettaessa 10 artiklaa, – – ilmaisemista – – arvioitaessa on otettava huomioon lehdistönvapautta ja ilmaisunvapautta muissa tiedotusvälineissä koskevat säännöt samoin kuin toimittajan ammattia koskevat säännöt – –”. Säännöksessä lähdetään siis ilmeisesti siitä, että myös silloin, kun sisäpiiritieto ilmaistaan journalistisiin tarkoituksiin, MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohta pysyy merkityksellisenä säännöksenä tämän ilmaisemisen laillisuutta arvioitaessa. Vain sen puitteissa voidaan ylipäänsä ottaa huomioon asiaankuuluvat perusoikeudet sekä ammattieettiset säännöt. Vastaavasti MAR-asetuksen 21 artiklassa ei säädetä itsenäisistä oikeusvaikutuksista eikä sitä jo tästä syystä voida pitää itsenäisenä poikkeuksena ilmaisemista koskevasta kiellosta.

84. Tästä seuraa, että journalistisiin tarkoituksiin tapahtuneen ilmaisemisen laillisuutta tai lainvastaisuutta on toisessa vaiheessa arvioitava sen kannalta, tapahtuiko se osana toimittajan ammatin tavanomaista suorittamista MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulla tavalla. [47] Tämä puolestaan on perusteena sille, että MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisala rinnastetaan tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapauden suojan piiriin ja että sisäpiiritiedon ilmaisemisen katsotaan näin ollen tapahtuneen ”journalistisiin tarkoituksiin” aina silloin, kun se tapahtuu journalistisessa ominaisuudessa. [48]

2) Näyttö journalististen tarkoitusten olemassaolosta yksittäistapauksessa

85. Jo edellä esitetystä [49] käy ilmi, että journalististen tarkoitusten olemassaolon tai puuttumisen tutkiminen ja näyttö voivat tosiasiassa aiheuttaa ongelmia.

86. Sen osoittaminen, että ilmaisemista koskevaa kieltoa on rikottu, kuuluu yleisten sääntöjen mukaan toimivaltaisille valtion elimille; niiden on siis myös näytettävä, että ilmaiseminen ei ole tapahtunut journalistisiin tarkoituksiin. Tätä varten niiden on näytettävä toteen teon objektiiviset

[46] Ks. tästä lähemmin tämän ratkaisuehdotuksen 85 kohta ja sitä seuraavat kohdat.

[47] Tästä myös tämän ratkaisuehdotuksen 89 kohta ja sitä seuraavat kohdat.

[48] Ks. tämän ratkaisuehdotuksen 79 kohta.

[49] Ks. erityisesti tämän ratkaisuehdotuksen 80 kohta.

seikat, joiden perusteella asiaa käsittelevän tuomioistuimen on määritettävä, onko näillä seikoilla yhteys asianomaisen henkilön journalistiseen toimintaan, tai ainakin pyrittävä löytämään konkreettisia viitteitä siitä.

87. Tältä osin on selvää, että tuomioistuin voi todeta journalististen tarkoitusten olemassaolon helpommin, kun asianomainen toimittaja antaa selvityksen siitä, kuinka moitittu toimi liittyy hänen journalistiseen toimintaansa. Tämä ei kuitenkaan saa johtaa siihen, että asianomaiselle henkilölle asetetaan näyttötaakka journalististen tarkoitusten olemassaolosta. Sitä vastoin jokaisella asianomaisella henkilöllä on myös hallinnollista seuraamusta koskevan menettelyn yhteydessä vaitiolo-oikeus [50], jonka käyttämistä ei saa lukea hänen haitakseen. Lisäksi syyttömyysolettamaa (perusoikeuskirjan 48 artiklan 1 kohta) sovelletaan myös sisäpiiririkoksista määrättävien seuraamusten alalla. [51] Toimittajalta ei näin ollen voida vaatia, että hän esittää jonkin kyseisen tiedon ilmaisemisen tarkoitusta koskevan seikan. Tämä vastaa lopulta journalististen tietolähteiden suojan tarpeita.

88. Näin ollen silloin, kun on kyse ammattimaisista toimittajista, MAR-asetuksen 21 artiklassa tarkoitettu ilmaiseminen ”journalistisiin tarkoituksiin” voidaan epäselvissä tapauksissa sulkea pois vain, jos teon objektiivisilla seikoilla ei ole mitään olennaista yhteyttä heidän ammatilliseen toimintaansa. Vaihtoehtoisesti olisi näytettävä – kansallisessa oikeudessa tältä osin säädettyjä menetelmiä soveltamalla –, että ilmaiseminen tapahtui subjektiivisesti ammatin ulkopuolisiin tai henkilökohtaisiin tarkoituksiin.

b) MAR-asetuksen 21 artiklassa, luettuna yhdessä 10 artiklan 1 kohdan kanssa, tarkoitetun (toimittajan) ammatin tavanomaisen suorittamisen arviointi

89. MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiiritiedon ilmaiseminen ei ole laitonta, jos se tapahtuu ”osana – – ammatin – – tavanomaista suorittamista”. Tältä osin herää kysymys siitä, koskeeko MAR-asetuksen 21 artiklan soveltamisala vain sellaista ilmaisemista, joka on tuomiossa Grøngaard ja Bang tarkoitetulla tavalla ehdottoman tarpeellista toimittajan ammatin harjoittamiseksi ja suhteellisuusperiaatetta noudatetaan. [52]

90. Alun perin direktiivin 89/592/ETY [53] 3 artiklan a alakohtaa koskenutta Grøngaard ja Bang -oikeuskäytäntöä voidaan soveltaa suoraan MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohtaan. Säännösten sanamuoto on lähes identtinen, ja ne perusteet, joiden pohjalta siinä tulkittiin työn tavanomaista suorittamista koskevaa arviointiperustetta, ovat edelleen merkityksellisiä. Erityisesti sisäpiiritiedon ilmaiseminen vaarantaa edelleen vakavasti pääomamarkkinoiden toimintaa ja sijoittajien luottamusta niihin, [54] minkä vuoksi poikkeusten ilmaisemista koskevasta kiellosta on

[50] Ks. tuomio 2.2.2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, 42 kohta).

[51] Ks. markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista 16.4.2014 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/57/EU (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) 11 perustelukappale.

[52] Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 62 kohta.

[53] Sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta 13.11.1989 annettu neuvoston direktiivi 89/592/ETY (EYVL 1989, L 334, s. 30).

[54] Vastaavasti päätelmät tuomiossa 22.11.2005, Grøngaard ja Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, 33 kohta). Ks. tältä osin yhtäältä direktiivin 89/592/ETY 2 ja 5 perustelukappale sekä toisaalta MAR-asetuksen 1, 2 ja 23 perustelukappale.

pysyttävä rajallisina. Sitä merkitystä, jonka lainsäätäjä on antanut markkinoiden luotettavuuden suojaamiselle, jopa vahvistetaan sillä, että tämä järjestelmä on MAR-asetuksella muutettu asetuksen muotoon. [55]

91. Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin pohtii kuitenkin, päteekö tämä oikeuskäytäntö myös MAR-asetuksen 21 artiklaan (luettuna yhdessä MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdan kanssa). Koska nimittäin lehdistön ensisijainen tehtävä on nimenomaan ajatusten ja tietojen levittäminen julkista etua koskevista teemoista, [56] ilmaisemista koskevan kiellon tiukka soveltaminen rajoittaa erityisellä tavalla toimittajan ammatin harjoittamista.

92. Toisin kuin ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin neljännen ennakkoratkaisukysymyksen yhteydessä päättelee, tästä ei kuitenkaan seuraa se, että unionin tuomioistuimen asettamia tiukkoja edellytyksiä, jotka koskevat ilmaisemisesta koskevasta kiellosta poikkeamista journalistisessa yhteydessä, ei lähtökohtaisesti sovellettaisi. Pikemminkin MAR-asetuksen 21 artiklasta ilmenee vain, että tätä oikeuskäytäntöä on sovellettava tavalla, joka ei johda tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapauden loukkaamiseen.

93. Tältä osin talousjournalismin alalla on tehtävä ero sen mukaan, tapahtuuko journalistinen toiminta yksinomaan sijoittajayleisön etupiirissä vai koskeeko se lisäksi yleisiä poliittista tai yhteiskunnallista etua käsitteleviä teemoja. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan on nimittäin niin, että yhteiskunnallisesti tai poliittisesti merkityksellisten keskustelujen yhteydessä lehdistönvapautta ei juurikaan voida rajoittaa, [57] kun taas tiedotteille, joihin liittyy rajallinen yleinen etu, ei voida antaa samaa painoarvoa. [58]

94. Näiden arviointiperusteiden mukaan yritysten sääntöjenvastaisen toiminnan, johon liittyy usein julkista keskustelua markkinoiden sääntelystä tai viranomaisten mahdollisista laiminlyönneistä, paljastuminen merkitsee suurta selvitystarvetta ja näin ollen lisääntynyttä yleistä etua. [59] Näin on erityisesti myös sen vuoksi, että yritykset ovat yleensä taipuvaisia jättämään itseään koskevat kielteiset tiedot julkaisematta, vaikka se mahdollisesti rikkoisikin MAR-asetuksen 17 artiklan 1 kohdasta johtuvaa ad hoc -julkisuusvelvoitetta. Lehdistö toimii näin ollen ”julkisena vahtikoirana”. [60] Jotta se voisi suorittaa tämän tehtävänsä tehokkaasti, sillä on kuitenkin oltava yleensä väljät mahdollisuudet myös sisäpiiritiedon käsittelyyn ja tarvittaessa ilmaisemiseen.

[55] Vastaavasti myös MAR-asetuksen neljäs perustelukappale. Tämä vahvistetaan lisäksi sillä, että markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista 16.4.2014 annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2014/57/EU (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) ja erityisesti sen 4 artiklassa edellytetään tiettyjen sisäpiiririkosten tapauksissa rikosoikeudellisia seuraamuksia jäsenvaltioiden lainsäädännössä.

[56] Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 76 kohta ja alaviite 41.

[57] Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 7.6.2007, Dupuis ym v. Ranska (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, 40 kohta); tuomio 10.12.2007, Stoll v. Sveitsi (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 117 kohta ja sitä seuraavat kohdat) ja tuomio 29.3.2016, Bédat v. Sveitsi (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, 49 kohta).

[58] Ks. vastaavasti Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 23.6.2016, Brambilla v. Italia, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, 59 kohta).

[59] Tunnettuna esimerkkinä voidaan mainita Bethany McLeanin artikkeli ”Is Enron Overpriced?” (*Fortune*, 5.3.2001), joka johti Yhdysvalloissa siihen, että eräs suurimmista yritysskandaaleista paljastui. Toinen esimerkki on Renate Daumin tutkimukset, jotka paljastivat Saksassa ComRoad-tapausta koskevan tilinpäätösskandaalin (”Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen”, 2003). Myös Financial Timesin toimittajat esittivät jo vuonna 2015 epäilyksiä Wirecard AG:n tilinpäätösraportoinnin luotettavuudesta (Dan McCrum, ”The House of Wirecard”, *Financial Times*, 27.4.2015).

[60] Vastaavasti viimeksi Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 20.5.2021, Amaghlobeli ym. v. Georgia (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, 36 kohta).

95. Sitä vastoin sisäpiirin ilmaisemista koskevat rajoitukset silloin, kun on kyse yksinomaan sijoittajia kiinnostavista tiedotteista, voivat pikemminkin olla perusteltuja. Näillä tiedotteilla vastataan pelkästään markkinoiden yleiseen tietojensaanti-intressiin, jota on tosin, kun otetaan huomioon tietojen tehokkuuden ja avoimuuden tavoitteet pääomamarkkinoilla, pidettävä itsenäisenä yleisenä etuna.[61] Tämä intressi pyritään kuitenkin toteuttamaan jo pääomamarkkinaoikeuteen kuuluvilla julkisuusmekanismeilla.[62] Kun kyse on yritysostoista, kuten käsiteltävässä tapauksessa, edellä mainitun ad hoc -julkaisemisen lisäksi tarjouksen tekijän on direktiivin 2004/25/EY[63] mukaan esimerkiksi julkaistava ostotarjous.

96. MAR-direktiivin 21 artiklaa, luettuna yhdessä kyseisen asetuksen 10 artiklan 1 kohdan kanssa, sovellettaessa ja ilmaisemisen ehdotonta tarpeellisuutta koskevaa kriteeriä arvioitaessa tämä tarkoittaa seuraavaa: Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen oikeuskäytännön mukaan myös silloin, kun artikkelin laatimiseen liittyy merkittävä yleinen etu, on joka tapauksessa arvioitava, olisiko journalistiset tavoitteet ilmeisesti voitu saavuttaa vaihtoehtoisia keinoja käyttämällä.[64]

97. Nyt käsiteltävän asian kaltaisessa tapauksessa voidaan tiukempaa arviointiperustetta käyttämällä arvioida myös sitä, oliko kyseinen tieto riittävästi varmennettu, mikä lähtökohtaisesti kuuluu toimittajan harkintavaltaan. Joka tapauksessa voidaan tutkia, olisiko varmentaminen ollut mahdollista myös ilman mainintaa kyseisen artikkelin tulevasta julkaisemisesta. Mikäli ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaa, että artikkelin julkaisemista koskeva ilmoitus ei tapahtunut yhdessä varmentamisen kanssa,[65] olisi arvioitava sitä, oliko ilmaiseminen tosiasiassa tarpeen journalististen tehtävien täyttämiseksi, ja erityisesti sitä, voitiinko tiedonsaanti tulevia artikkeleita varten varmistaa vain tällä tavoin.

98. Tätä taustaa vasten käsiteltävässä asiassa saattaa olla mahdollista, että ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin toteaa, että ilmoitus tulevasta julkaisemisesta ei ollut ehdottoman tarpeellinen.

99. Muussa tapauksessa silloin, kun oikeasuhteisuuden arvioinnin yhteydessä lehdistönvapautta ja markkinoiden luotettavuutta punnitaan suppeassa merkityksessä, olisi yhtäältä otettava huomioon se, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen on johtanut sisäpiirikauppoihin.[66]

100. Siitä nimittäin aiheutuu aluksi todellista taloudellista vahinkoa. Siltä osin kuin luottavat sijoittajat eivät nimittäin tunne kyseisiä tietoja, he myyvät – tiedon sisällöstä riippuen – arvopaperinsa alihintaan tai ostavat ne ylihintaan. Etenkin erityisen tarkkaavaisille sijoittajille aiheutuu vahinkoa, koska he reagoivat tavanomaista nopeammin sisäpiirikaupan aiheuttamiin hinnanmuutoksiin, joita ei voida selittää muulla tavoin. Keskipitkällä aikavälillä on lisäksi

61 Ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 1 kohta.

62 Lehdistö voi kuitenkin myös tällä alueella saada tärkeämmän tehtävän, kun on vaarana, että nämä mekanismit eivät toimi määrättyjen tietojen osalta; ks. edellä tämän ratkaisuehdotuksen 94 kohta.

63 Ks. julkisista ostotarjouksista 21.4.2004 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/25/EY (EUVL 2004, L 142, s. 12) 6 artikla.

64 Euroopan ihmisoikeustuomioistuin arvioi esimerkiksi sitä, olisiko halutut tiedot voitu saada myös laillisella tavalla; ks. esim. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 20.5.2021, Amaghlobeli ym v. Georgia (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, 39 kohta) ja tuomio 25.4.2006, Dammann v. Sveitsi (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 53 ja 56 kohta). Ks. myös tuomio 20.10.2015, Pentikäinen v. Suomi (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 101 kohta), jonka yhteydessä Euroopan ihmisoikeustuomioistuin on tutkinut, olisiko valittaja voinut yhtä hyvin jatkaa artikkelin laatimista, vaikka hän olisi noudattanut poliisin määräystä.

65 Ks. erilaiset tosiasialliset oletukset tämän ratkaisuehdotuksen 76 ja 80 kohta.

66 Ks. tapahtuneen oikeudenloukkauksen merkityksestä kolmansien ja suojatun oikeushyvän kannalta Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 1.7.2014, A.B. v. Sveitsi (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, 55 kohta), jossa viitataan tuomioon 7.6.2007, Dupuis ym. v. Ranska (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Ks. myös Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 10.12.2007, Stoll v. Sveitsi (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 130 kohta).

vaarana, että nämä sijoittajat menettävät luottamuksensa markkinoihin kokonaisuudessaan ja jättävät ne. Silloin nimenomaan ne (tarkkaavaiset) sijoittajat poistuvat, jotka varmistavat ripeän ja asianmukaisen hintakehityksen markkinoilla. Lisäksi tämän seurauksena on riski siitä, että yleisö yleensä menettää luottamuksensa markkinoiden toimintaan [67], jota lainsäätäjän mukaan tuskin voidaan palauttaa. [68]

101. Toisaalta tässä punninnassa on otettava huomioon se, että kyseinen sääntely tai sen soveltaminen – tässä tapauksessa siis ilmaisemista koskeva kielto – ei saa yleisesti estää lehdistöä tutkimasta tai julkaisemasta määrättyjä teemoja. [69] Tässä yhteydessä uhkaavan seuraamuksen ankaruudella on olennainen merkitys. [70]

102. Kuitenkin se, onko asianomaisella lehdistön jäsenellä yksittäistapauksessa suojan tarve, riippuu siitä, onko hän toiminut velvollisuuksiensa mukaisesti ja vastuullisesti. [71] Erityinen – joskaan ei ratkaiseva merkitys – on sillä, oliko hänen toimintansa laillista. [72] Käsiteltävän asian kaltaisessa tapauksessa voi näin ollen merkityksellistä olla se, missä määrin toimittaja – oman mahdollisesti rangaistavan toimintansa ohella – osallistuu (tietoisesti) kolmansien tekemään rikokseen, kuten kolmansien toteuttamaan sisäpiirikauppaan.

103. Pääasian kantaja tosin korostaa talousjournalismia koskevan sisäpiirioikeuden mahdollisesti varoittavan vaikutuksen osalta, [73] että hän ei ole rikkonut sellaisia ammattieettisiä sääntöjä, jotka kieltäisivät artikkelin tulevaa julkaisemista koskevan ilmoituksen esillä olevan asian olosuhteissa. [74] Tältä osin on yhtäältä ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen tehtävänä selvittää, seuraako tästä se, että kantajan toiminta on tosiasiassa ollut journalististen käytänteiden mukaista. Toisaalta edes journalististen käytännesääntöjen noudattamisesta ei voida ainakaan käsiteltävän asian yhteydessä ilman muuta päätellä, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen oli laillista. Jäsenvaltioissa sovellettavilla ammattieettisillä säännöillä nimittäin säännellään osin vain osittain lehdistönvapauden ja sisäpiirioikeuden välistä ristiriitaa, [75] jolloin pelkällä ammattieettisten sääntöjen tulkinnalla ei toimittajan toiminnan osalta voida saavuttaa MAR-asetuksen 21 artiklassa tavoiteltua tasapainoa lehdistönvapauden ja markkinoiden luotettavuuden välillä. Näin ollen ratkaisevana arviointiperusteena on pidettävä lehdistön- ja sananvapauden perusoikeudellisia takeita, joiden sisältöä tavanomaisen lain säätäjä tai ammattijärjestöt eivät missään tapauksessa voi vapaasti määritellä.

67 Ks. tästä MAR-asetuksen toinen perustelukappale ja 13 artiklan 2 kohdan a alakohta. Ks. myös tämän ratkaisuehdotuksen 1 kohta.

68 Ks. esim. komission ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi 19.11.2002, KOM(2002) 625 lopullinen, EUVL 2003, C 71 E, s. 62.

69 Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 25.4.2006, Dammann v. Sveitsi (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 57 kohta) ja tuomio 10.12.2007, Stoll v. Sveitsi (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 154 kohta).

70 Euroopan ihmisoikeustuomioistuin on esimerkiksi katsonut, että 800 CHF:n seuraamusmaksu oli suhteellisen pieni, ks. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 10.12.2007, Stoll v. Sveitsi (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 157 kohta).

71 Ks. ”vastuullista journalismia” koskevista argumentointilinjoista Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 25.4.2006, Dammann v. Sveitsi (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, 55 kohta); tuomio 7.6.2007, Dupuis ym. v. Ranska (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, 43 kohta) ja tuomio 20.10.2015, Pentikäinen v. Suomi (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 90 kohta).

72 Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 20.10.2015, Pentikäinen v. Suomi (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, 90 kohta) ja tuomio 5.1.2016, Erdtmann v. Saksa (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, 20 kohta).

73 Ks. tästä esim. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 22.11.2007, Voskuil v. Alankomaat (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, 65 kohta); tuomio 14.9.2010, Sanoma Uitgevers B.V. v. Alankomaat (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, 59 kohta) ja tuomio 25.10.2011, Altuğ Taner Akçam v. Turkki (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, 75 kohta).

74 Ks. ammattieettisten sääntöjen merkityksestä tässä yhteydessä Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 10.12.2007, Stoll v. Sveitsi (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, 145 kohta ja sitä seuraavat kohdat).

75 Vastaavasti esimerkiksi talousjournalismia koskevaa IPSO Editors' Code of Practicen 13 lauseketta sovelletaan vain tilanteeseen, jossa sisäpiiritieto koskee taloudellisesti itse toimittajaa. Saksan lehdistöneuvoston toimintaperiaatteet, joita sovelletaan talous- ja rahoitusmarkkinoista laadittaviin artikkeleihin, rajoittuvat niiden II kohdan 1 a kohdassa siihen, että sisäpiiritietoa ei ”lähtökohtaisesti” saa ilmaista.

104. Mikäli näin ollen toiminnassa, jota toimittaja yksinomaan ammattieettisiä sääntöjä tulkitsemalla sai pitää sallittuna, kuitenkin olisi havaittavissa ilmaisemista koskevan kiellon rikkominen, tämä seikka voidaan ottaa huomioon siten, että seuraamusta ei määrätä.[76] Myös tällä tavoin voidaan taata oikeusvarmat puitteet toimittajien toimintaa varten pääomamarkkinoiden kannalta merkityksellisellä alueella.[77]

c) Välipäätelmä

105. Kaiken edellä esitetyn perusteella toiseen, kolmanteen ja neljänteen ennakkoratkaisukysymykseen on vastattava siten, että kyseessä on MAR-asetuksen 21 artiklassa tarkoitettu ilmaiseminen ”journalistisiin tarkoituksiin”, kun ilmaiseminen tapahtuu journalistisessa ominaisuudessa. Myös tässä tapauksessa ilmaisemisen laillisuus kuitenkin riippuu siitä, tapahtuuko se osana toimittajan työn tai ammatin tavanomaista suorittamista MAR-asetuksen 10 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulla tavalla. Tämä edellyttää, että tietojen ilmaiseminen on ehdottoman tarpeellista tämän tarkoituksen saavuttamiseksi ja että suhteellisuusperiaatetta noudatetaan. Kun ilmaisemisen ehdotonta tarpeellisuutta ja oikeasuhteisuutta arvioidaan journalistisen toiminnan kannalta, tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapautta koskevia vaatimuksia on verrattava vaaroihin, joita ilmaisemisesta voi aiheutua pääomamarkkinoiden luotettavuudelle. Oikeasuhteisuutta tarkasteltaessa on yhtäältä otettava huomioon erityisesti yleinen etu, joka koskee kyseisen journalistisen työn aihetta, asianomaisen toimittajan suojan tarve sekä seuraamuksen ankaruus. Toisaalta merkitystä on muun muassa sillä, oliko sisäpiirikaupan vaara ilmeinen ja konkretisoitunut kyseisessä tapauksessa.

VI Ratkaisuehdotus

106. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa Cour d’appel de Paris’n esittämiin ennakkoratkaisukysymyksiin seuraavasti:

1) Direktiivin 2003/6/EY (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) 1 artiklan 1 alakohtaa, luettuna yhdessä direktiivin 2003/124/EY 1 artiklan 1 kohdan toisen vaihtoehdon kanssa, on tulkittava siten, että lehtiartikkelin laatijalta peräisin oleva tieto, joka koskee sellaisen artikkelin tulevaa julkaisemista, jonka kohteena on yritysostoa koskeva markkinahuhu, täyttää direktiivin 2003/6 1 artiklan 1 alakohdassa, luettuna yhdessä direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan toisen vaihtoehdon kanssa, säädetyn täsmällisyysvaatimuksen, jos artikkelin kohde on julkaistussa muodossa niin tarkka, että sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös mahdollisista vaikutuksista yhden tai useamman rahoitusvälineen hintaan. Näin on silloin, kun artikkelin julkaisemisesta ilmenee seikkoja, joiden perusteella artikkelin sisältämien tietojen luotettavuutta voidaan arvioida ja sen johdosta päätellä liikkeeseenlaskijalle aiheutuvat taloudelliset seuraukset. Merkityksellisiä voivat olla artikkelin allekirjoittaneen toimittajan tunnettuus ja maine, artikkelin julkaisseen tiedotusvälineen arvostus ja se seikka, että artikkelissa mainitaan tietty hinta kyseiselle ostotarjoukselle.

[76] MAR-asetuksessa ei edellytetä rangaistusten tai hallinnollisten seuraamusten määräämistä, vaan siinä säädetään esimerkiksi myös mahdollisuudesta antaa kieltomääräys tulevaisuutta varten, ks. MAR-asetuksen 30 artiklan 2 kohdan a alakohta.

[77] Ks. Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tuomio 24.2.2015, Haldimann ym. v. Sveitsi (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), jonka mukaan on otettava huomioon se, että toimittajat ovat toimineet vilpittömässä mielessä ammattieettisten sääntöjen osalta.

Mahdollista hinnanmuutosta, joka tapahtuu kyseisen tiedon julkaisemisen jälkeen, voidaan direktiivin 2003/124 toisessa perustelukappaleessa tarkoitetulla tavalla käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ex ante -tieto on tarkka kyseisen direktiivin 1 artiklan 1 kohdan toisessa vaihtoehdossa tarkoitetulla tavalla.

2) Asetuksen (EU) N:o 596/2014 21 artiklaa, luettuna yhdessä 10 artiklan 1 kohdan kanssa, on tulkittava siten, että sisäpiiritieto ilmaistaan ”journalistisiin tarkoituksiin”, kun se tapahtuu journalistisessa ominaisuudessa. Myös tässä tapauksessa ilmaisemisen laillisuus kuitenkin riippuu siitä, tapahtuuko se osana toimittajan työn tai ammatin tavanomaista suorittamista asetuksen N:o 596/2014 10 artiklan 1 kohdassa tarkoitetulla tavalla. Tämä edellyttää, että tietojen ilmaiseminen on ehdottoman tarpeellista tämän tarkoituksen saavuttamiseksi ja että suhteellisuusperiaatetta noudatetaan. Kun ilmaisemisen ehdotonta tarpeellisuutta ja oikeasuhteisuutta arvioidaan journalistisen toiminnan kannalta, tiedotusvälineiden lehdistön- ja sananvapautta koskevia vaatimuksia on verrattava vaaroihin, joita ilmaisemisesta voi aiheutua pääomamarkkinoiden luotettavuudelle. Oikeasuhteisuutta tarkasteltaessa on yhtäältä otettava huomioon erityisesti yleinen etu, joka koskee kyseisen journalistisen työn aihetta, asianomaisen toimittajan suojan tarve sekä seuraamuksen ankaruus. Toisaalta ratkaiseva merkitys on sillä, oliko sisäpiirikaupan vaara ilmeinen ja konkretisoitunut kyseisessä tapauksessa.