

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT

PAOLO MENGOZZI

fremsat den 26. oktober 2006<sup>1</sup>

**I — Indledning**

1. I den foreliggende sag er Domstolen blevet forelagt et præjudicielt spørgsmål af Symvulio tis Epikratias (Grækenland) vedrørende fortolkningen af bestemmelserne i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel<sup>2</sup>.

2. Domstolen skal nærmere bestemt fortolke begreberne besiddelse og »udnyttelse« af intern viden i henhold til direktiv 89/592.

<sup>1</sup> — Originalsprog: fransk.

<sup>2</sup> — EFT L 334, s. 30.

**II — Rettsforskrifter**

*A — Fællesskabsretten*

3. Under hensyn til den betydelige rolle, som det sekundære værdipapirsmarked spiller for tilvejebringelse af kapital til erhvervslivet, anføres det i fjerde betragtning til direktiv 89/592, at dette markeds tilfredsstillende funktion i vidt omfang er afhængig af den tillid, investorerne har til det.

4. Det præciseres i femte betragtning til direktiv 89/592, at denne tillid bl.a. afhænger af den garanti, der gives investorerne for, at de stilles lige, og at de beskyttes mod ulovlig anvendelse af intern viden.

5. I henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 89/592 forstås ved »intern viden« »viden, som ikke er blevet offentliggjort, som er af en præcis karakter og vedrører en eller flere udstedere af værdipapirer eller et eller flere værdipapirer, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på det eller de pågældende værdipapirer«.

— som følge af, at de besidder kapitalinteresser i det udstedende selskab

eller

6. I denne artikels stk. 2 defineres »værdipapirer« som navnlig omfattende aktier og obligationer samt dermed ligestillede værdipapirer, når de er optaget til omsætning på et reguleret marked, som kontrolleres af offentligt anerkendte myndigheder, og som fungerer regelmæssigt og er direkte eller indirekte tilgængeligt for offentligheden.

— fordi de har adgang til en sådan viden i forbindelse med udøvelsen af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner

er i besiddelse af en intern viden, direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde værdipapirer i det eller de udstedende selskaber, som berøres af denne interne viden, idet de bevidst udnytter denne.

7. Artikel 2 i direktiv 89/592 bestemmer:

»1. Hver medlemsstat forbyder personer, der:

2. Når en person som omhandlet i stk. 1 er et selskab eller en anden juridisk person, gælder det i samme stykke omhandlede forbud de fysiske personer, der deltager i afgørelsen om at foretage transaktionen på den pågældende juridiske persons vegne.

— som følge af, at de er medlem af det udstedende selskabs administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan

3. Det i stk. 1 omhandlede forbud gælder også ved enhver erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer, der finder sted med en professionel formidlers medvirken.

Hver medlemsstat kan foreskrive, at dette forbud ikke gælder ved erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer, der, uden en professionel formidlers medvirken, finder sted uden for et marked som defineret i artikel 1, nr. 2, *in fine*.

viden, som kun direkte eller indirekte kan stamme fra en af de i samme artikel 2 omhandlede personer.

[...]«

8. Artikel 3 i direktiv 89/592 pålægger medlemsstaterne at forbyde personer, som er omfattet af det i samme direktivs artikel 2 omhandlede forbud, og som er i besiddelse af intern viden:

10. Artikel 6 i direktiv 89/592 giver medlemsstaterne mulighed for at fastsætte strengere bestemmelser end dem, der er foreskrevet i dette direktiv, eller supplerende bestemmelser, forudsat at sådanne bestemmelser finder almindelig anvendelse.

»a) at meddele sådan intern viden til tredjemand, medmindre det sker som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner

11. Det præciseres i 11. betragtning til direktiv 89/592, at »eftersom erhvervelse og afhændelse af værdipapirer nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, skal en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden«.

b) på grundlag af en sådan intern viden at tilskynde tredjemand til at erhverve eller afhænde værdipapirer eller gennem tredjemand at erhverve eller afhænde værdipapirer, der er optaget til omsætning på vedkommende medlemsstats værdipapirmarkeder som defineret i artikel 1, stk. 2, *in fine*.«

9. Artikel 4 i direktiv 89/592 kræver, at medlemsstaterne ligeledes lader forbuddet i dette direktivs artikel 2 gælde for enhver person ud over de i nævnte artikel omhandlede, der bevidst er i besiddelse af intern

12. Det anføres i 12. betragtning til direktiv 89/592, at »insider-handel forudsætter udnyttelse af intern viden«, og endvidere at »det forhold, at der foretages transaktioner med det formål at regulere kursen på nyudstedte værdipapirer eller værdipapirer, der er handlet som led i et sekundært tilbud, [...] således [...] ikke i sig selv [bør] betragtes som anvendelse af intern viden«.

B — *De nationale retsforskrifter*

13. Det fastsættes i artikel 1 i det græske præsidentdekret nr. 53/1992 om retsforskrifter vedrørende insider-handel og om gennemførelse af direktiv 89/592 (herefter »dekret nr. 53/1992«), der gjaldt på tidspunktet for sagens faktiske omstændigheder, at dekretet har til formål at tilpasse lovgivningen om fondsbørser til bestemmelserne i det nævnte direktiv.

14. Artikel 2, 3, 4 og 5 i dekret nr. 53/1992 gengiver henholdsvis artikel 1, 2, 3 og 4 i direktiv 89/592.

15. Dekret nr. 53/1992 fastsætter ikke bestemmelser, som giver de begreber og forbud, der er nævnt i direktiv 89/592, et bredere anvendelsesområde. Den Helleniske Republik har således ikke anvendt muligheden i artikel 6 i direktiv 89/592.

16. Det bestemmes i artikel 11 i dekret nr. 53/1992, at værdipapirkommissionen ved overtrædelse af bestemmelserne i dekretets artikel 3, stk. 1 og 2, og artikel 4 og 5 ud over sanktionerne i henhold til artikel 30, stk. 1 og 3, i lov nr. 1806/1988 pålægger en bøde på mellem 10 mio. GRD og 1 mia. GRD

eller på fem gange størrelsen af den fortjeneste, som er opnået af den person, der har udnyttet den interne viden.

17. Samme lovs artikel 30 indeholder ligeledes bestemmelser om straf for personer, som er i besiddelse af intern viden og anvender denne viden ulovligt.

18. Endvidere bestemmes det i artikel 34 i lov nr. 3632/1928, at enhver, som med henblik på ulovlig vinding bevidst anvender midler, der kan vildlede offentligheden, til at påvirke kurserne på fondsbørsen, idømmes fængselsstraf og bøde på op til 50 000 GRD eller blot én af disse to straffe.

19. Lov nr. 1969/1991 bestemmer endvidere i sin artikel 72, stk. 1, at enhver, der bevidst videregiver falsk eller unøjagtig viden via pressen eller på en hvilken som helst anden måde, som kan påvirke kursen på et eller flere værdipapirer, der er noteret på fondsbørsen, straffes med fængsel og bøde på op til 100 mio. GRD.

20. Endelig bestemmer samme lovs artikel 76, stk. 10, at værdipapirkommissionen med forbehold af de almindelige bestem-

melser i straffeloven har beføjelse til at pålægge virksomheder, der har tilsidesat bestemmelser i kapitalmarkedslovgivningen eller værdipapirkommissionens afgørelser, en bøde på op til 100 mio. GRD.

### III — Hovedsagen og det præjudicielle spørgsmål

21. I begyndelsen af 1996 var Charilaos Georgakis og nogle af hans familiemedlemmer, som af den forelæggende ret beskrives som »Georgakis-gruppen«, hovedaktionærer i selskabet Parnassos. Parnassos og dets datterselskab, selskabet Syrios AVEE, ejede størstedelen af aktierne, der alle var pålydende, i selskabet ATEMKE. Flertallet af medlemmerne af Georgakis-gruppen sad i bestyrelsen for selskaberne Parnassos og ATEMKE, hvori de havde ledende opgaver.

22. Medlemmerne af Georgakis-gruppen har herefter truffet beslutningen om at styrke kursen på selskabet Parnassos' aktier efter forslag fra deres finansrådgivere. For at sikre det i græsk lovgivning krævede flertal for at kunne træffe denne afgørelse på selskabets generalforsamling, besluttede Georgakis-gruppen at erhverve aktier for at opnå 75% af aktiekapitalen i det nævnte selskab med henblik på at pålægge de andre aktionærer denne beslutning.

23. Fra maj til december 1996 foretog medlemmerne af Georgakis-gruppen transaktioner med aktier i selskaberne Parnassos og ATEMKE. De solgte ATEMKE-aktier til Parnassos, og med de likvide midler, de herved opnåede, købte de Parnassos-aktier. I oktober 1996 solgte Parnassos 835 000 ATEMKE-aktier til Merrill Lynch Capital Markets plc med en genkøbsaftale, som ikke blev erklæret på markedet. En sådan transaktion gav Parnassos mulighed for kortfristet at finansiere købet af egne aktier med aktier i datterselskabet ATEMKE som sikkerhed.

24. Kapitalmarkedskommissionen pålagde Charilaos Georgakis en bøde på 70 mio. GRD som følge af, at han havde deltaget i de transaktioner, der er beskrevet i det foregående punkt i dette forslag til afgørelse, mens han var i besiddelse af intern viden, som var erhvervet enten direkte som aktionær i og direktør for ovennævnte selskaber eller indirekte fra andre personer, der besad ledende stillinger i de pågældende selskaber, hvorved han havde overtrådt artikel 3, stk. 1, artikel 4 og 5 i dekret nr. 53/1992. Charilaos Georgakis har anfægtet opkrævningsmeddelelsen.

25. I første instans vurderede Diikitiko Protodikio i Livadia (forvaltningsdomstol i første instans) navnlig, at Charilaos Georgakis havde udnyttet intern viden vedrørende

transaktioner mellem medlemmerne af Georgakis-gruppen med henblik på at skabe en kunstig forøgelse af handelen med Parnassos-aktier, således at der blev skabt et kunstigt billede af deres værdi, som ikke stemte overens med den værdi, de ville have haft uden disse transaktioner. Førsteinstansen bekræftede således den bøde, som kapitalmarkedskommissionen havde pålagt.

26. Under en appelsag iværksat af Charilaos Georgakis tog Diikitiko Efetio Pireos (appellet for forvaltningsager i Piræus) appellan- tens påstande til følge og annullerede første- instansens dom samt opkrævningsmeddelel- sen.

27. Denne instans fandt, at den pålagte bøde var ulovlig, da bestemmelserne i direktiv 89/592, som er gennemført i græsk ret ved dekret nr. 53/1992, vedrører insider-handel, som gennemføres af personer, der er i besiddelse af intern viden, sammen med tredjemand, der optræder som investor, og forudsætter, at der er tale om udnyttelse af intern viden, hvorimod tilstedeværelsen af en sådan viden er utænkelig i forbindelse med en mellem to personer aftalt erhvervelse eller afhændelse af en større aktiepost, da de to parter i transaktionen er vidende om for- målet med og grundlaget for denne transak- tion. Diikitiko Efetio Pireos fandt derfor, at såfremt erhvervelsen eller afhændelsen af en

større aktiepost, som på forhånd er aftalt mellem to personer, ikke i sig selv kan anses for at være resultatet af udnyttelse af intern viden, falder appellan- tens handel med medlemmerne af Georgakis-gruppen ikke ind under anvendelsesområdet for bestemmel- serne i det pågældende direktiv og det nævnte dekret nr. 53/1992.

28. Anklagemyndighederne iværksatte en kassationsanke mod denne dom for Symvu- lio tis Epikratias.

29. Det fremgår af oplysningerne i forelæg- gelseskendelsen fra Symvulio tis Epikratias, at de transaktioner, der er foretaget mellem medlemmerne af Georgakis-gruppen, er blevet aftalt på forhånd, og at disse medlem- mer vidste, at aktiekursen for selskabet Parnassos var steget på grund af en kunstig efterspørgsel, som de selv havde skabt, og som var baseret på en omfattende finansie- ring under anvendelse af forskellige metoder.

30. Den forelæggende ret har vedrørende betegnelsen af den pågældende adfærd som henhørende under udnyttelsen af intern viden vurderet, at fortolkningen af bestem- melserne i direktiv 89/592, som det blev fremhævet i hovedsagen, medførte rimelig tvivl, navnlig for så vidt angår begreberne

intern viden og besidder af intern viden, samt vedrørende rækkevidden af forbuddet for denne besidder imod at udføre visse handlinger. Som følge heraf har Symvulio tis Epikratias udsat sagen og forelagt Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:

»Såfremt der mellem personer eller grupper af personer, som er i besiddelse af nogle af egenskaberne beskrevet i artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592 [...], gennemføres forud aftalte børstransaktioner, som medfører kunstig stigning i kursen på de værdipapirer, som overdrages, skal de personer, som foretager transaktionerne, da anses for at være i besiddelse af intern viden i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i nævnte direktivs artikel 1 og 2, således at denne handel falder ind under forbuddet i [...] artikel 2, 3 og 4 [i direktiv 89/592] mod udnyttelse af intern viden?«

#### IV — Proceduren for Domstolen

31. Sagsøgte i hovedsagen, den græske og den italienske regering samt Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber har indgivet skriftlige indlæg til Domstolen i henhold til artikel 23 i statuttens for Domstolen. Disse procesdeltagere er ligeledes blevet hørt under retsmødet, som blev afholdt den 13. juli 2006, bortset fra den italienske regering, der ikke var repræsenteret under retsmødet.

#### V — Gennemgang af det præjudicielle spørgsmål

32. Indledningsvis skal nogle forhold, der fremstår som sikre ved gennemlæsningen af det præjudicielle spørgsmål og forelæggelseskendelsen, fremhæves.

33. For det første er sagens faktiske omstændigheder, som indtraf i 1996, udelukkende indtrådt, mens direktiv 89/592 og den græske lovgivning, der gennemførte dette, var gældende. Domstolen skal således ikke direkte fortolke bestemmelserne i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug)<sup>3</sup>, som i henhold til dets artikel 20 og 21 trådte i kraft den 12. april 2003 og ophævede direktiv 89/592 samme dag.

34. Desuden er det ubestridt, at medlemmerne i Georgakis-gruppen henhører under det personelle anvendelsesområde for direktiv 89/592 og den nationale lovgivning, der gennemførte dette, både i deres egenskab af medlemmer af administrations- og ledelses-

<sup>3</sup> — EUT L 96, s. 16.

organerne i selskaberne Parnassos og ATEMKE, og som følge af, at de besidder kapitalinteresser i disse selskaber.

intern viden, som i sig selv er forbudt i henhold til det nævnte direktiv, men den bevidste udnyttelse af denne interne viden<sup>4</sup>. Domstolen har i øvrigt udtalt dette i dommen i sagen Verdonck m.fl.<sup>5</sup>.

35. Endvidere udgør de aktier, der var en del af de omtvistede transaktioner i hovedsagen, ganske rigtigt værdipapirer i henhold til definitionen i artikel 1, stk. 2, i direktiv 89/592.

36. Endelig følger det af de faktiske forhold, som den forelæggende ret har fremlagt, at de transaktioner, som er gennemført mellem de pågældende personer, og som forud var aftalt, har medført en kunstig kursstigning for de handlede værdipapirer.

37. Under disse omstændigheder opfordres Domstolen med det spørgsmål, som den forelæggende ret stiller, nærmere bestemt til at angive, om de personer, der kan anses for insidere i henhold til direktiv 89/592, besidder og udnytter en intern viden i direktivets forstand som følge af, at de gennemfører forud aftalte fondsbørstransaktioner, som resulterer i en kunstig stigning i kursen på de værdipapirer, der overdrages.

38. Det skal først og fremmest bemærkes, at det ikke er de i artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592 omhandlede personers besiddelse af

39. Det følger navnlig af artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592, at udnyttelsen af intern viden nødvendigvis forudsætter den materielle tilstedeværelse af denne viden. Den interne viden skal således foreligge forud for dens udnyttelse. Det er således kun en person, som allerede besidder en intern viden, der kan udnytte denne, uafhængigt af om en sådan person er en såkaldt »primær« insider — dvs. besidder en af de egenskaber, der er nævnt i artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592 — eller en »sekundær« insider, der er omhandlet i nævnte direktivs artikel 4.

40. Parterne har efter at have afgivet indlæg for Domstolen gjort indsigelse imod afklaringen af, om de personer, der har foretaget transaktioner som de i hovedsagen omhandlede, besidder en intern viden i henhold til direktiv 89/592, hvis udnyttelse er forbudt i henhold til dette direktiv.

4 — Artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592.

5 — Dom af 3.5.2001, sag C-28/99, Sml. I, s. 3399, præmis 29.



41. Det er såvel Charilaos Georgakis', der er sagsøgt i hovedsagen, som Kommissionens opfattelse, at en situation som den i hovedsagen omhandlede ikke henhører under anvendelsesområdet for direktiv 89/592.

42. Det er Charilaos Georgakis' opfattelse, at direktiv 89/592 har til formål at udelukke, at personer, der som følge af deres arbejdsopgaver besidder intern viden, med fordel og til skade for tredjemand, som de handler med, kan udnytte denne viden. Følgelig er det en betingelse for, at disse bestemmelser finder anvendelse, at den, der besidder den interne viden, har en medkontrahent, som er uvidende om denne. Dette er ikke tilfældet i hovedsagen. I denne sag er alle de medkontrahenter, der deltager i den pågældende transaktion, nemlig medindehavere af, men også ophavsmænd til en fælles viden om fondsbørspapiret. Følgelig er denne viden ikke længere intern, for så vidt som den vedrører dem, og den enes interne kendskab kan ikke udnyttes til skade for den anden.

43. Kommissionen er af den opfattelse, at det ikke følger af sagens faktiske omstændigheder, som de er fremlagt af den forelæggende ret, at den interne viden har ført medlemmerne af Georgakis-gruppen til at gennemføre de pågældende transaktioner. Kommissionen har derimod fremhævet, at disse transaktioner er blevet gennemført på grundlag af Georgakis-gruppens beslutning om at styrke kursen på selskabet Parnassos' aktier efter forslag fra deres finansrådgivere. Sådanne transaktioner medfører dermed

ikke i sig selv, at den interne viden anvendes. Kommissionen har tilføjet, at de transaktioner, som er baseret på visse af en udsteders bestyrelsesmedlemmers beslutning om at styrke en akties kurs på fondsbørsen, henhører under anvendelsesområdet for direktiv 2003/6, i det omfang beslutningen vedrører transaktioner med kursmanipulation, hvilket dog ikke er tilfældet i denne sag.

44. Den græske og den italienske regering har derimod gjort gældende, at en situation som den i hovedsagen omhandlede henhører under anvendelsesområdet for direktiv 89/592.

45. Den græske regering har særligt lagt vægt på den omstændighed, at den samordnede handel med dette selskabs aktier eller fiktivt salg og køb mellem de samme personer med henblik på at styrke aktiernes omsættelighed og pris udgør en viden af afgørende betydning, hvis udnyttelse kan have en alvorlig virkning på markedets gennemsigtighed. Det afgørende element i den interne viden, som medlemmerne af en gruppe, der har indgået en aftale, har, er, om den nuværende aktiekurs skyldes en kunstig forøgelse af efterspørgslen fra gruppemedlemmerne selv og ikke en gunstig udvikling eller udsigten til en gunstig udvikling i det pågældende selskabs økonomiske forhold, og at det naturligvis ikke skyldes en øget omsættelighed af aktien på fondsbørsen.

Det er denne regerings opfattelse, at begrebet besiddelse af intern viden ikke kun omfatter dens erhvervelse, men ligeledes dens skabelse. Anvendelsen af lovgivningen vedrørende insiderhandel er ikke udelukket, såfremt de personer, der udnytter den interne viden, er ophavsmændene til denne. Den græske regering har under retsmødet tilføjet, at en situation som den i hovedsagen omhandlede kan skyldes såvel udnyttelsen af en intern viden som kursmanipulationen.

46. Den italienske regering er i det væsentlige af den opfattelse, at de personer, som har besluttet en transaktion eller en række transaktioner med henblik på kunstigt at styrke en akties kurs på fondsbørsen, i betragtning af formålet med direktiv 89/592 om at gennemføre størst mulig gennemsigtighed i de finansielle markeders funktion og sikre, at investorerne stilles lige, ligeledes skal regnes blandt besidderne af viden herom, navnlig den forud aftalte planlægning af salg og køb af værdipapirer, der uden offentlighedens vidende kunstigt skulle styrke kursen på en aktie, som var noteret på fondsbørsen. Denne planlægning udgør efter denne regerings opfattelse helt sikkert en intern viden i henhold til direktiv 89/592, hvis udnyttelse er forbudt.

47. Det skal ligeledes fremhæves, at de procesdeltagere, som har deltaget i retsmødet, er enige i, at de transaktioner, som Georgakis-gruppen har gennemført, henhører under den praksis, der kaldes »painting the tape«.

48. I finans- og børsverdenen defineres denne praksis almindeligvis som værende den, hvorved visse investorer indbyrdes foretager en række transaktioner med hensyn til bestemte værdipapirer og herved skaber et billede af en forøget omsætning og investorers betydelige interesse for de nævnte værdipapirer, som kan påvirke andre investorer til at købe de pågældende værdipapirer og således give mulighed for en stigning i disse værdipapirers kurs<sup>6</sup>.

49. Af de årsager, der fremgår af de følgende punkter i dette forslag til afgørelse, er jeg under hensyntagen til de faktiske omstændigheder, der er fremlagt, tilbøjelig til at anse en situation som den, der er omtalt af den forelæggende ret, for ikke at henhøre under anvendelsesområdet for direktiv 89/592.

50. Det skal bemærkes, at den bevidste udnyttelse af intern viden forbydes ved artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592. Det er min opfattelse, at »bevidst udnyttelse« af intern viden er kendetegnet ved, at der foreligger to forskellige forhold: dels et psykisk, dels et materielt. Det psykiske forhold består i hensigten til eller beslutningen om bevidst at udnytte den viden, som man ved er intern. Det materielle forhold viser sig

6 — Jf. navnlig de definitioner, der fremgår af internetsiderne [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) og [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

som en gennemførelse af denne hensigt eller denne beslutning, idet der foretages transaktioner med hensyn til værdipapirer enten direkte eller ved en finansiell mellemmands mellemkomst<sup>7</sup>.

på grundlag af en intern viden i henhold til direktiv 89/592. Det fremgår heller ikke af forelæggelseskendelsen, at forslaget fra Georgakis-gruppens finansrådgivere blev fremlagt på grundlag af en intern viden i det nævnte direktivs forstand.

51. Eftersom tilstedeværelsen af intern viden, som jeg har understreget i punkt 39 i dette forslag til afgørelse, i denne forbindelse pr. definition går forud for udnyttelsen af denne viden, skal den interne viden gå forud for såvel det psykiske forhold om udnyttelsen af denne viden, dvs. hensigten til eller beslutningen om at udnytte denne viden, som det materielle forhold, dvs. gennemførelsen af den nævnte hensigt eller beslutning.

52. Ifølge de faktiske omstændigheder, som er fremlagt i forelæggelseskendelsen, fremgår det, at Georgakis-gruppens medlemmers beslutning, som blev truffet i begyndelsen af 1996, om at foretage de transaktioner, der skulle »styrke« kursen på selskabet Parnasos' aktier, blev vedtaget efter et forslag fra deres finansrådgivere. Da der ikke foreligger andre uddybende faktiske oplysninger, forekommer Georgakis-gruppens medlemmers beslutning således ikke at være blevet truffet

53. Følgelig kan de personer, som har foretaget de pågældende transaktioner, i en situation som den i hovedsagen omhandlede i princippet ikke udnytte intern viden, idet det ud fra fremlæggelsen af de faktiske forhold, som den forelæggende ret har foretaget, ikke er muligt at udlede, hvilken intern viden der skulle have ført dem til at foretage disse transaktioner.

54. Endvidere er de intervenerende regerings opfattelse — som i det væsentlige gør gældende, at Georgakis-gruppens medlemmers beslutning om at gennemføre transaktioner med henblik på kunstigt at styrke aktiekursen uden offentlighedens vidende i sig selv udgør intern viden, hvis udnyttelse er ulovlig for dem — ikke overbevisende.

7 — Det er i denne forbindelse underordnet, om de to psykiske og materielle forhold udføres ved meget nærtliggende tidspunkter, dvs. næsten samtidigt. Endvidere medfører det psykiske forhold om udnyttelse af en viden, som man ved er intern, ikke, at der er forsett til at tjene herpå.

55. Det forekommer mig nemlig, at det forhold, at man anser selve beslutningen fra Georgakis-gruppens medlemmer om at gen-

nemføre de pågældende transaktioner i hovedsagen for i sig selv at være intern viden, svækkes ved den opfattelse, som ligger til grund for 11. og 12. betragtning til direktiv 89/592.

heri, at foretage de pågældende transaktioner, ikke i sig selv kan anses for intern viden.

56. Jeg bemærker, at det anføres i 11. betragtning til direktiv 89/592, at »eftersom erhvervelse og afhændelse af værdipapirer nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, skal en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden«.

59. Hvis man taler for det modsatte, vil det betyde, at investorerne, de selskaber, der udsteder værdipapirer, eller deres organer hindres i at gennemføre deres beslutninger om at foretage de pågældende transaktioner, hvorved disse aktører pålægges en principiel mistanke om, at de udnytter en intern viden, eftersom de foretager de nævnte transaktioner. En sådan fortolkning ville uden tvivl skade værdipapirmarkedets gnidningsløse funktion. Dette er givetvis ikke formålet med direktiv 89/592.

57. Hvad angår 12. betragtning til direktiv 89/592 understreges det heri, at »insiderhandel forudsætter udnyttelse af intern viden«, og følgelig at »det forhold, at der foretages transaktioner med det formål at regulere kursen på nyudstedte værdipapirer eller værdipapirer, der er handlet som led i et sekundært tilbud, [...] således ikke [...] i sig selv [bør] betragtes som anvendelse af intern viden«.

60. En situation som den i hovedsagen omhandlede er naturligvis ikke fuldstændig sammenlignelig med dem, der sigtes til i 11. og 12. betragtning til direktiv 89/592.

58. Efter min mening skal disse betragtninger fortolkes således, at den forudgående beslutning om i de to tilfælde, som beskrives

61. Jeg mener imidlertid ikke, at fællesskabslovgiver ved at begrænse sig til at nævne de to situationer, der er omtalt i 11. og 12. betragtning til direktiv 89/592, har villet lade forstå, at den forudgående beslutning om at

gennemføre værdipapirstransaktioner i alle andre situationer, herunder en situation som den i hovedsagen omhandlede, derimod i sig selv betragtes som intern viden.

papirkursen, hvilket netop er nævnt i 12. betragtning til direktiv 89/592.

62. Den italienske regerings anbringende om, at 11. betragtning til direktiv 89/592, idet den kun omtaler erhvervelse »eller« afhændelse af værdipapirer, ikke omfatter de situationer, hvor flere fondsbørstransaktioner gennemføres, og at transaktionerne, som medlemmerne af Georgakis-gruppen har gennemført, af denne årsag skal anses for at udgøre udnyttelse af intern viden, er således lidet overbevisende. Anvendelsen af bindeordet »eller« i den nævnte ellefte betragtning forekommer mig nemlig ikke udtømmende, men snarere som angivelsen af et eksempel, hvilket anvendelsen af udtrykket »transaktioner« i flertal i 12. betragtning til det samme direktiv forekommer at støtte.

64. Det forekommer mig derimod, at formålet med 11. og 12. betragtning til direktiv 89/592 er at belyse teorien om, at den forudgående beslutning om at gennemføre værdipapirstransaktioner ikke i sig selv udgør intern viden.

65. En sådan beslutning kan dog udgøre et bevidst led i udnyttelsen af intern viden, såfremt denne beslutning bygger på den nævnte viden. Når der foreligger transaktioner spredt over tid, kan fremkomsten af intern viden, der er egnet til at ændre en beslutning, som investorerne oprindeligt har truffet, endvidere ligeledes føre til, at de transaktioner, der er gennemført, efter at man har fået kendskab til denne viden, og ved at man anvender denne, udgør udnyttelse af den nævnte viden i henhold til direktiv 89/592.

63. Endvidere forekommer den omstændighed, at de pågældende transaktioner er blevet aftalt på forhånd, mig heller ikke at skulle medføre, at Georgakis-gruppens beslutning skal anses for intern viden. Kriteriet om forudgående planlægning af fondsbørstransaktioner er nemlig i hvert fald ligeledes til stede i den situation, hvor der forudses en (egentlig) regulering af værdi-

66. Som jeg har anført ovenfor, mener jeg ikke desto mindre ud fra de faktiske forhold, som den forelæggende ret har fremlagt, at

der ikke foreligger intern viden i den i hovedsagen omhandlede situation.

den nævnte viden i dens bevidste og materielle form.

67. Jeg mener ikke, at denne vurdering kan drages i tvivl ud fra de intervenerende regerings argument om, at de formål, som forfølges med direktiv 89/592 om gennemsigtighed på markedet og lige muligheder for investorerne, giver mulighed for, at en situation som den i hovedsagen omhandlede henføres under anvendelsesområdet for direktiv 89/592.

69. Endvidere defineres anvendelsesområdet for en fællesskabsretsakt normalt i dennes bestemmelser og kan i princippet ikke udvides til andre situationer end dem, som den sigter til<sup>8</sup>. I det foreliggende tilfælde fremgår det ikke, at det er forudset, at direktiv 89/592 skal omfatte en situation, der følger af den såkaldte »painting the tape«-praksis og mere generelt af kursmanipulationen.

68. Når Fællesskabets retsinstanter ofte har anvendt en teleologisk fortolkning af bestemmelserne i fællesskabsretsakterne, kan man efter min mening i denne sag i lyset af de meget generelle formål, som er anført i betragtningerne til direktiv 89/592, ikke udvide det materielle anvendelsesområde for dette direktiv. Selv om den i hovedsagen omhandlede situation sikkert skader markedets gnidningsløse funktion, ville den tilgangsmåde, som de intervenerende regeringer har foreslået, nemlig lade hånt om de betingelser, der hører til anvendelsen af direktiv 89/592, navnlig betingelsen om tilstedeværelsen af intern viden, der ligger til grund for udnyttelsen af

70. I den forbindelse skal jeg bemærke, at fællesskabslovgiver ved vedtagelsen af direktiv 2003/6, som forfølger de samme formål om gennemsigtighed og markedsintegritet som direktiv 89/592<sup>9</sup>, netop ved at erstatte sidstnævnte direktiv og ved at indføje bekæmpelse af kursmanipulation i det nye direktivs anvendelsesområde har haft til hensigt at fremme harmoniseringen af medlemsstaternes lovgivning, idet man straffer adfærd, som erfaringsmæssigt kan under-

8 — Jf. vedrørende en forordning dom af 12.12.1985, sag 165/84, Krohn, Sml. s. 3997, præmis 13 og den deri nævnte retspraksis.

9 — Jf. navnlig 10., 11., 12., 15., 27., 41. og 43. betragtning til direktiv 89/592.

grave den offentlige tillid og dermed hindre, at markederne fungerer gnidningsløst<sup>10</sup>.

71. I henhold til artikel 1, stk. 2, litra a), i direktiv 2003/6 forstås ved »kursmanipulation« navnlig transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere finansielle instrumenter ligger på et unormalt eller kunstigt niveau, medmindre den, der har indgået i transaktionerne eller har afgivet handelsordrerne, godtgør, at begrundelsen for at indgå i sådanne transaktioner eller ordrer er legitim, og at disse transaktioner eller handelsordrer er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis på det pågældende regulerede marked. Denne definition forekommer således at omfatte praksis såsom den såkaldte »painting the tape«<sup>11</sup>.

10 — Jf. i denne retning 13. betragtning til direktiv 2003/6. Jf. ligeledes 11. betragtning til samme direktiv, hvori det præciseres, at »Fællesskabets eksisterende retsregler for beskyttelse af markedintegriteten er ufuldstændige«.

11 — Det skal i den forbindelse fremhæves, at Kommissionen i direktivforslaget havde foreslået at støtte definitionen af »kursmanipulation« ved præcise eksempler, som var tilføjet forslaget til direktiv i bilag, med henblik på at lette fortolkningen af denne definition. Under overskriften »Transaktioner, der tager sigte på at give et falsk aktivitetsindtryk« i afsnit B i bilaget fremgår således »painting the tape«-praksis (jf. forslag til direktiv KOM(2001) 281 endelig af 30.5.2001, s. 25). Efter Europa-Parlamentets modstand mod brugen af den såkaldte »udvalgsprocedure«, som var forudsat i forslaget til direktiv, for at ændre bestemmelserne i bilaget (jf. i den forbindelse betænkningen fra Parlamentets Udvalg om Økonomi og Valutaspørgsmål, dok. A5/2002/69 af 27.2.2002), indeholder det dokument, som endelig blev vedtaget af Parlamentet og Rådet for Den Europæiske Union, ikke noget bilag.

72. I betragtning af Fællesskabets lovgivningsprocedure på området for markedsmisbrug<sup>12</sup> finder jeg det ikke muligt at tage de intervenerende regeringers argument til følge, som består i en udvidelse af anvendelsesområdet for direktiv 89/592, eller, ud fra den nuancering, som den græske regering har fremført under retsmødet, »at give [denne retsakt] en mere fleksibel fortolkning«, hvorved dette direktiv skulle forbyde praksis som den i hovedsagen omhandlede.

73. De intervenerende regeringers tilgang ville nemlig indebære, at man miskendte den usammenhængende karakter af de fællesskabsretlige bestemmelser, der fandtes på tidspunktet for gennemførelsen af direktiv 89/592, hvorved dette ville blive givet en rækkevidde, der kunne gribe ind i medlemsstaternes residualkompetence til at lovgive og straffe kursmanipulationer.

74. Jeg skal endvidere bemærke, at Den Hellske Republik<sup>13</sup> samt de fleste medlemsstater på tidspunktet for de faktiske omstændigheder i hovedsagen lovgav og straffede kursmanipulationspraksis<sup>14</sup>.

12 — I henhold til direktiv 2003/6 omfatter markedsmisbrug såvel insiderhandel som kursmanipulation.

13 — Jf. bl.a. artikel 34 i lov nr. 3632/1928, nævnt i punkt i 18 i dette forslag til afgørelse.

14 — Det forekommer, at udelukkende Republikken Østrig og Kongeriget Sverige og i mindre omfang Kongeriget Nederlandene ikke straffede kursmanipulationer.

## VI — Forslag til afgørelse

75. Under disse omstændigheder foreslår jeg Domstolen at besvare det præjudicielle spørgsmål, som Symvulio tis Epikratias har forelagt, således:

»Personer eller grupper af personer, som er i besiddelse af nogle af egenskaberne beskrevet i artikel 2, stk. 1, i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insider-handel, og som gennemfører forud aftalte børstransaktioner, der medfører kunstig stigning i kursen på de værdipapirer, som overdrages, skal ikke anses for at være i besiddelse af intern viden i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i nævnte direktivs artikel 2.«