

FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT

PAOLO MENGOZZI

föredraget den 26 oktober 2006 <sup>1</sup>

**I — Inledning**

1. I förevarande mål har Symvoulio tis Epikrateias (grekiska högsta förvaltningsdomstolen) begärt att domstolen skall meddela ett förhandsavgörande beträffande tolkningen av bestämmelser i rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel.<sup>2</sup>

2. Domstolen har närmare bestämt ombetts att tolka begreppen tillgång till och utnyttjande av insiderinformation, i den mening som avses i direktiv 89/592.

1 — Originalspråk: franska.

2 — EGT L 334, 1989, s. 30; svensk specialutgåva, område 6, volym 3, s. 10.

**II — Tillämpliga bestämmelser**

*A — De gemenskapsrättsliga bestämmelserna*

3. Mot bakgrund av den viktiga roll som andrahandsmarknaden för överlåtbara värdepapper spelar för näringslivets finansiering, anges i fjärde skälet i direktiv 89/592 att denna marknads störningsfria funktionsätt i stor utsträckning är beroende av att den har investerarnas förtroende.

4. I femte skälet i direktiv 89/592 anges att detta förtroende bland annat bygger på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot obehörigt utnyttjande av insiderinformation.

5. Enligt artikel 1.1 i direktiv 89/592 avses med insiderinformation "icke offentliggjord information av specifik natur, som hänför sig till en eller flera emittenter av överlåtbara värdepapper eller till ett eller flera överlåtbara värdepapper och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset för det eller de ifrågavarande överlåtbara värdepappren".

- genom sitt innehav av kapital i emittenten, eller
- genom att han i sin anställning, i sin verksamhet eller under sina åligganden har tillgång till sådan information,

6. Enligt punkt 2 i denna artikel skall med överlåtbara värdepapper bland annat avses aktier och obligationer samt därmed jämställda värdepapper, då de godkänts för handel på en reglerad marknad, som är underkastad tillsyn av offentligt erkända organ, fungerar fortlöpande och är direkt eller indirekt tillgänglig för allmänheten.

förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, dra nytta av denna information vid direkt eller indirekt förvärv eller avyttring för egen eller tredje mans räkning av överlåtbara värdepapper, utgivna av den eller de emittenter som informationen gäller.

7. I artikel 2 i direktiv 89/592 föreskrivs följande:

"1. Varje medlemsstat skall förbjuda var och en som

2. I fall den som avses i punkt 1 är ett bolag eller annan juridisk person, skall det i samma punkt föreskrivna förbudet gälla för de fysiska personer som deltar i ett beslut att genomföra transaktionen för den berörda juridiska personens räkning.

- genom sin ställning i emittentens administrations-, lednings-, eller kontrollorgan,

3. Förbudet enligt punkt 1 skall gälla i fråga om alla förvärv eller avyttringar av överlåtbara värdepapper som genomförs av en yrkesmässigt verksam mellanhand.

Varje medlemsstat får föreskriva att detta förbud inte skall gälla i fråga om sådana förvärv eller avyttringar av överlåtbara värdepapper, som utan yrkesmässig förmedling genomförs utanför en sådan marknad, som definierats i slutet av artikel 1.2.

...”

8. Enligt artikel 3 i direktiv 89/592 skall medlemsstaterna förbjuda alla som omfattas av förbudet i artikel 2 i detta direktiv och som förfogar över insiderinformation att

”a) röja sådan insiderinformation till tredje man utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörandet av en tjänst, verksamhet eller äligganden,

b) på grundval av sådan insiderinformation föreslå eller föranleda tredje man att förvärva eller avyttra överlåtbara värdepapper som godkänts för handel på medlemsstatens värdepappersmarknader som avses i slutet av artikel 1.2.”

9. Enligt artikel 4 i direktiv 89/592 skall medlemsstaterna föreskriva förbud enligt artikel 2 i detta direktiv för alla, utöver dem som avses i nämnda artikel, som med full insikt i förhållandena förfogar över insider-

information, vilken direkt eller indirekt kan härröra endast från någon som avses i denna artikel 2.

10. Enligt artikel 6 i direktiv 89/592 får medlemsstaterna införa strängare bestämmelser än som föreskrivs i detta direktiv, eller ytterligare bestämmelser, allt förutsatt att sådana bestämmelser är allmänt tillämpliga.

11. I elfte skälet i direktiv 89/592 anges att ”[e]ftersom ett förvärv eller en avyttring av överlåtbara värdepapper med nödvändighet föregås av ett beslut av den som företar respektive transaktion, skall genomförandet av sådana förvärv och avyttringar inte i sig anses innebära att insiderinformation utnyttjas”.

12. I tolfte skälet i direktiv 89/592 erinras om att ”[i]nsiderhandel förutsätter att insiderinformation utnyttjas” och att därför ”transaktioner som genomförs endast i syfte att bestämma kursen för nyemitterade överlåtbara värdepapper eller för överlåtbara värdepapper, som är föremål för ett erbjudande i andra hand, [lika litet bör] anses innebära att insiderinformation utnyttjas”.

B — *Den nationella lagstiftningen*

13. I det grekiska presidentdekret nr 53/1992 om insiderhandel genom vilket direktiv 89/592/EEG (nedan kallat dekret nr 53/1992) införlivades, och som var i kraft vid tidpunkten för omständigheterna i målet, föreskrivs i artikel 1 att dekretet har till syfte att anpassa lagstiftningen angående fondbörser till bestämmelserna i nämnda direktiv.

14. I artiklarna 2, 3, 4 och 5 i dekret nr 53/1992 återges artiklarna 1, 2, 3, respektive 4 i direktiv 89/592.

15. I dekret nr 53/1992 föreskrivs inga bestämmelser om utvidgande av de begrepp och förbud som anges i direktiv 89/592. Republiken Grekland har således inte utnyttjat den möjlighet som ges i artikel 6 i direktiv 592/89.

16. I artikel 11 i dekret nr 53/1992 föreskrivs att vid överträdelse av bestämmelserna i artiklarna 3.1, 3.2, 4 och 5 i dekret nr 53/1992 skall, utöver de påföljder som föreskrivs i artikel 30.1 och 30.3 i lag nr 1806/1988, sanktionsavgift påföras av finansinspektionen med ett belopp på lägst tio miljoner GRD och högst en miljard GRD

eller ett belopp som motsvarar fem gånger den vinst som erhållits av den som utnyttjat insiderinformationen.

17. I artikel 30 i samma lag föreskrivs även straffrättsliga påföljder för personer som har tillgång till insiderinformation och som använder denna information på ett olagligt sätt.

18. Vidare skall enligt artikel 34 i lag nr 3632/1928 den som i syfte att skaffa sig en otillbörlig vinst, med full insikt i förhållandena, vidtar åtgärder som kan vilseleda allmänheten i avsikt att påverka börskurserna dömas till fängelse och böter på upp till 50 000 GRD eller till antingen fängelse eller böter.

19. Dessutom anges i artikel 72.1 i lag nr 1969/1991 att den som med full insikt i förhållandena, genom pressen eller på annat sätt, sprider falska eller oriktiga uppgifter, som kan påverka priset på ett eller flera överlåtbara värdepapper som är börsnoterade, skall dömas till fängelse och böter på upp till 100 miljoner GRD.

20. Slutligen föreskrivs i artikel 76.10 i samma lag att, utan att det påverkar tillämpningen av straffrättsliga bestämmelser på

området, finansinspektionen har behörighet att påföra företag som har överträtt kapitalmarknadslagstiftningen eller finansinspektionens beslut en sanktionsavgift på upp till 100 miljoner GRD.

### III — Tvisten vid den nationella domstolen och tolkningsfrågan

21. I början av år 1996 var Charilaos Georgakis och hans familjemedlemmar, vilka den nationella domstolen har benämnt Georgakisgruppen, huvudaktieägare i bolaget Parnassos. Parnassos och dess dotterbolag Syrios AVEE var innehavare av majoriteten av aktierna, som alla var ställda till vissa personer, i bolaget ATEMKE. Merparten av medlemmarna i Georgakisgruppen ingick i styrelsen i bolagen Parnassos och ATEMKE och i dessa bolags ledningsgrupper.

22. Medlemmarna i Georgakisgruppen beslutade, på inrådan av deras ekonomiska rådgivare, att stärka aktien i bolaget Parnassos. För att säkerställa den majoritet som krävs enligt grekisk lag för att fatta det relevanta beslutet vid bolagsstämman, kom de överens om att förvärva aktier motsvarande 75 procent av aktiekapitalet i nämnda bolag, i syfte att kunna påtvinga de övriga aktieägarna detta beslut.

23. Från maj till december 1996 företog Georgakisgruppen transaktioner av aktier i bolagen Parnassos och ATEMKE. De sålde till bolaget Parnassos aktier i bolaget ATEMKE och förvärvade, med de likvida medel som erhöles, aktier i Parnassos. Bolaget Parnassos sålde, i oktober 1996, 835 000 aktier i bolaget ATEMKE till Merrill Lynch Capital Markets plc., med ett återköpsvillkor som inte offentliggjordes för marknaden. Denna transaktion tillät att på kort sikt säkerställa finansieringen av Parnassos förvärv av egna aktier med aktier i dotterbolaget ATEMKE som säkerhet.

24. Finansinspektionen påförde Charilaos Georgakis en sanktionsavgift på 70 miljoner GRD för att ha genomfört de i föregående punkt i detta förslag nämnda transaktionerna med hjälp av insiderinformation som han erhållit antingen direkt, som aktieägare och styrelseledamot i ovan nämnda bolag, eller indirekt, från andra personer med administrativa eller ledande befattningar i ovan nämnda bolag, i strid med bestämmelserna i artiklarna 3.1, 4 och 5 i dekret nr 53/1992. Charilaos Georgakis motsatte sig finansinspektionens beslut om sanktionsavgift.

25. Trimeles Dioikitiko Protodikeio (förvaltningsdomstol i första instans) i Lavidia, ansåg bland annat att Charilaos Georgakis hade utnyttjat insiderinformation beträf-

fande transaktionerna mellan medlemmarna i Georgakisgruppen som var avsedda att skapa en konstlad ökning av handeln med Parnassos-aktien, för att skapa en fiktiv bild av dess värde som inte motsvarade det värde som de skulle ha haft utan dessa transaktioner. Domstolen i första instans bekräftade således den sanktionsavgift som finansinspektionen hade påfört Charilaos Georgakis.

förvärv och avyttring av ett stort antal aktier som i förväg har överenskommit mellan två personer inte i sig kan anses utgöra en följd av att insiderinformation har utnyttjats, kan inte sökandens agerande med medlemmarna i Georgakisgruppen anses omfattas av tillämpningsområdet i det aktuella direktivet och i nämnda dekret nr 53/1992.

26. Efter överklagande från Charilaos Georgakis biföll Dioikitiko Efeteio Peiraios (förvaltningsdomstol i andra instans i Pireus) dennes talan, samt ogiltigförklarade förstainstansdomstolens dom och beslutet om sanktionsavgift.

27. Den domstolen angav att påförandet av sanktionsavgiften var olagligt, med motiveringen att bestämmelserna i direktiv 89/592, vilka har införlivats med den nationella rättsordningen genom dekret nr 53/1992, avser transaktioner med utomstående investerare som företas av personer som förfogar över insiderinformation, och förutsätter att insiderinformationen utnyttjas, men det är inte fråga om ett sådant utnyttjande om två personer i förväg har kommit överens om förvärv eller avyttring av en stor aktiepost, av den anledningen att båda avtalsparterna är medvetna om syftet och de uppgifter som ligger till grund för transaktionen. Dioikitiko Efeteio Peiraios ansåg således att eftersom

28. Skattemyndigheten överklagade den domen till Symvoulio tis Epikrateias.

29. Det framgår av Symvoulio tis Epikrateias beslut om hänskjutande att de transaktioner som genomfördes mellan medlemmar i Georgakisgruppen hade överenskommit i förväg och att dessa medlemmar var medvetna om att kursen på aktierna i bolaget Parnassos hade stigit till följd av en konstlad efterfrågan som de själva hade skapat och som grundades på en omfattande finansiering i olika former.

30. Med anledning av kvalificeringen av det ifrågasatta agerandet som utnyttjande av insiderinformation, ansåg den nationella domstolen att det förelåg rimliga tvivel beträffande tolkningen av bestämmelserna i direktiv 89/592, bland annat vad gäller begreppen insiderinformation och personer som förfogar över insiderinformation, samt

beträffande betydelsen av förbudet för dessa personer att företa vissa transaktioner. Följaktligen beslutade Symvoulio tis Epikrateias att vilandeförklara målet och ställa följande tolkningsfråga till domstolen:

”Om i förväg överenskomna börstransaktioner genomförs mellan personer eller grupper av personer som har en sådan ställning som avses i artikel 2.1 i rådets direktiv 89/592/EEG ..., vilka resulterar i att priset på de överlåtbara värdepapper som transaktionerna avser skrivs upp eller stiger på ett konstlat sätt, skall då de personer som genomför dessa transaktioner anses förfoga över insiderinformation i den mening som avses i artiklarna 1 och 2 i ovannämnda direktiv, vilket medför att dessa transaktioner omfattas av förbudet mot att utnyttja insiderinformation som föreskrivs i artiklarna 2, 3 och 4 i nämnda direktiv?”

#### IV — Förfarandet vid domstolen

31. Svaranden i målet vid den nationella domstolen, Greklandens regering och Italiens regering samt Europeiska gemenskapernas kommission har inkommit med skriftliga yttranden till domstolen i enlighet med artikel 23 i domstolens stadga. Dessa parter har vidare hörts vid det muntliga förfarandet som hölls den 13 juli 2006, med undantag för den italienska regeringen som inte var företräd vid förhandlingen.

#### V — Bedömning av tolkningsfrågan

32. Inledningsvis bör hänsyn tas till några omständigheter som vid läsningen av tolkningsfrågan och beslutet om hänskjutande förefaller ha fastställts.

33. För det första omfattas händelserna i målet, vilka inträffade år 1996, uteslutande av direktiv 89/592 och av den grekiska lagstiftningen om införlivande av detta direktiv. Domstolen har således inte direkt ombetts att tolka bestämmelserna i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk),<sup>3</sup> vilket trädde i kraft den 12 april 2003 och genom vilket direktiv 89/592 upphävdes denna dag, i enlighet med artiklarna 20 och 21 i direktiv 2003/6.

34. Det har vidare fastställts att medlemmarna i Georgakisgruppen omfattas av den personkrets på vilken direktiv 89/592 och den nationella lagstiftningen om införlivande av detta är tillämpliga, antingen i egenskap av

3 — EGT L 96, s. 16.

medlemmar i styrelsen eller ledningsgruppen i bolagen Parnassos och ATEMKE, eller på grund av deras aktieinnehav i dessa bolag.

35. I övrigt utgör de aktier som de i målet vid den nationella domstolen omtvistade transaktionerna gäller överlåtbara värdepapper enligt den definition som ges i artikel 1.2 i direktiv 89/592.

36. Slutligen framgår det av de faktiska omständigheter som den nationella domstolen har angivit att de transaktioner som företagits mellan de ifrågavarande personerna, och som överenskommits i förväg, fick till följd att priserna på de överförda överlåtbara värdepappren steg på ett konstlat sätt.

37. Mot bakgrund av dessa klagoranden har den nationella domstolen i huvudsak bett domstolen att ange huruvida personer som kan anses förfoga över insiderinformation, i den mening som avses i direktiv 89/592, utnyttjar denna insiderinformation i den mening som avses i nämnda direktiv, genom att de företar börstransaktioner som överenskommits i förväg och som medför en konstlad ökning av priset på de överlåtna värdepappren.

38. Det är viktigt att i första hand erinra om att det inte är de i artikel 2.1 i direktiv 89/592 angivna personernas tillgång till insiderin-

formation som i sig är förbjuden enligt nämnda direktiv, utan utnyttjande, med full insikt i förhållandena, av denna insiderinformation.<sup>4</sup> Domstolen erinrade för övrigt om detta i sin dom i målet Verdonck m.fl.<sup>5</sup>

39. Det följer bland annat av artikel 2.1 i direktiv 89/592 att utnyttjandet av insiderinformation nödvändigtvis grundar sig på den materiella existensen av denna information. Insiderinformationen måste således existera innan den kan utnyttjas. Endast en person som förfogar över insiderinformationen kan utnyttja den, oberoende av huruvida den personen är en så kallad förstahandsinsider, det vill säga har någon av de egenskaper som räknas upp i artikel 2.1 i direktiv 89/592, eller en så kallad andrahandsinsider, som avses i artikel 4 i nämnda direktiv.

40. De parter som har inkommit med yttranden till domstolen har bestritt det påståendet att de personer som har företagit sådana transaktioner som dem som avses i målet vid den nationella domstolen förfogar över sådan insiderinformation som avses i direktiv 89/592, vars utnyttjande är förbjudet enligt detta direktiv.

4 — Artikel 2.1 i direktiv 89/592.

5 — Dom av den 3 maj 2001 i mål C-28/99, Verdonck m.fl. (REG 2001, s. I-3399), punkt 29.



41. Enligt såväl Charilaos Georgakis, svaren i målet vid den nationella domstolen, som kommissionen omfattas inte en sådan situation som den i målet vid den nationella domstolen av tillämpningsområdet för direktiv 89/592.

42. Enligt Charilaos Georgakis syftar direktiv 89/592 till att utesluta möjligheten för personer som på grund av sin ställning förfogar över insiderinformation att utnyttja denna till fördel för dem själva och till nackdel för de tredjemän med vilka de handlar. Därför är en förutsättning för att dessa bestämmelser skall vara tillämpliga att personen som förfogar över insiderinformation handlar med en avtalspart som är ovetande om denna information. Detta är inte fallet i målet vid den nationella domstolen. I detta mål hade alla de parter som avtalade om transaktionerna tillgång till, och hade själva givit upphov till, gemensam information rörande aktien i fråga. Således rörde det sig inte om insiderinformation i relationerna mellan dessa avtalsparter, och tillgången till denna information kunde inte utnyttjas till nackdel för någon part.

43. Kommissionen å sin sida anser att det inte framgår av de faktiska omständigheterna såsom de beskrivits av den nationella domstolen att någon insiderinformation skulle ha lett medlemmarna i Georgakisgruppen till att avtala om de ifrågasvarande transaktionerna. Däremot har kommissionen påpekat att dessa transaktioner genomfördes på grundval av Georgakisgruppens beslut att stärka aktien i bolaget Parnassos på inrådan av dess ekonomiska rådgivare. Följaktligen innebär inte transaktionerna i sig att insiderinforma-

tion har använts. Kommissionen har tillagt att transaktioner som grundar sig på ett beslut som fattats av vissa medlemmar i en emittents styrelse om att stärka kursen på en börsaktie omfattas av tillämpningsområdet för direktiv 2003/6, eftersom detta direktiv gäller otillbörlig marknadspåverkan. Det senare direktivet är emellertid inte tillämpligt i förevarande mål.

44. De grekiska och italienska regeringarna har däremot hävdats att en sådan situation som den som är aktuell i målet vid den nationella domstolen omfattas av tillämpningsområdet för direktiv 89/592.

45. Den grekiska regeringen har särskilt vidhållit att överenskomna utbyten av aktier i samma bolag eller fiktiva förvärv och överlåtelser mellan samma personer i syfte att öka förhandlingsmöjligheten och priset på aktierna utgör information av avgörande betydelse, av vilken ett utnyttjande allvarligt kan påverka marknads öppenhet. Den avgörande insiderinformation som medlemmarna i en samordnad grupp förfogar över är vetskapen att aktiens aktuella kurs är följden av en konstlad ökning av efterfrågan av gruppens egna medlemmar och inte av en förmånlig utveckling eller ett förmånligt utvecklingsperspektiv beträffande de ekonomiska förhållandena rörande det ifrågasvarande bolaget, och att den naturligtvis inte är resultatet av en ökad börshandel av aktien. Enligt den grekiska regeringen omfattar begreppet förfoga över insiderinformation inte bara erhållandet av sådan information utan även skapandet av den. Tillämpning av lagstiftningen om insiderhandel skall inte uteslutas när de personer som utnyttjar

insiderinformationen ligger bakom dess ursprung. Vid den muntliga förhandlingen tillade den grekiska regeringen att en situation som den i målet vid den nationella domstolen kan omfattas av såväl utnyttjande av insiderinformation som av otillbörlig marknadspåverkan.

46. Den italienska regeringen anser i huvudsak, mot bakgrund av ändamålen med direktiv 89/592 att uppnå en optimal öppenhet på finansmarknaderna och säkerställa att investerarna tillförsäkras likabehandling, att de personer som har beslutat om en åtgärd eller en serie av åtgärder avseende konstlat stärkande av kursen på en börsaktie också måste räknas till den krets som förfogar över därtill hänförlig information, det vill säga det i förväg överenskomna programmet för överlåtelse och förvärv av överlåtbara värdepapper i syfte att på ett konstlat sätt stärka kursen på en börsnoterad aktie utan allmänhetens kännedom. Detta program utgör, enligt den italienska regeringen, utan tvekan insiderinformation i den mening som avses i direktiv 89/592, vilken det är förbjudet att utnyttja.

47. Det skall även påpekas att de parter som deltog i förhandlingen är eniga om att de åtgärder som genomförts av Georgakisgruppen kan beskrivas som tillhörande så kallad painting the tape.

48. I finans- och börsvärlden beskrivs detta förfarande som det genom vilket vissa investerare genomför en rad transaktioner av överlåtbara värdepapper mellan sig, för att ge intrycket av aktivitet och investeringsinstresse för de nämnda värdepappren, som kan leda till att utomstående investerare köper de ifrågakvarande överlåtbara värdepappren vilket således kan medföra en ökning av kursen på dessa värdepapper.<sup>6</sup>

49. Av skäl som anges i följande punkter i detta förslag är jag benägen att, mot bakgrund av de faktiska omständigheter som framkommit i målet, anse att en sådan situation som den som den nationella domstolen har beskrivit inte kan omfattas av tillämpningsområdet för direktiv 89/592.

50. Det skall erinras om att enligt artikel 2.1 i direktiv 89/592 förbjuds en person som förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, dra nytta av denna information. Enligt min uppfattning karakteriseras "att, med full insikt i förhållande, dra nytta av" av två skilda faser, en moralisk fas å ena sidan och en materiell fas å den andra. Den moraliska fasen utgörs av avsikten eller beslutet att medvetet utnyttja information som man vet är av insiderkarak-

6 — Se, bland annat, de definitioner som anges på webbplatserna [www.investorwords.com](http://www.investorwords.com) och [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com).

tär. Den materiella fasen utgörs av verkställandet av denna avsikt eller detta beslut genom att genomföra transaktioner av överlåtbara värdepapper antingen direkt, eller genom en ekonomisk mellanhand.<sup>7</sup>

51. I detta sammanhang måste insiderinformationen, eftersom den som jag har påpekat i punkt 39 i detta förslag per definition existerar innan den kan utnyttjas, föregå såväl den moraliska fasen av utnyttjandet av denna information, det vill säga avsikten eller beslutet att utnyttja informationen, som den materiella fasen av detta, det vill säga verkställandet av avsikten eller beslutet.

52. Det följer emellertid av de faktiska omständigheter som anges i beslutet om hänskjutande att det beslut som medlemmarna i Georgakisgruppen fattade i början av år 1996 om att genomföra transaktioner i syfte att "stärka" kursen på aktierna i bolaget Parnassos antogs på inrådan av gruppens ekonomiska rådgivare. I avsaknad av vidare faktiska förtydliganden, förefaller således Georgakisgruppens medlemmar inte ha fattat sitt beslut med stöd av insiderinformation

i den mening som avses i direktiv 89/592. Det framgår inte heller av beslutet om hänskjutande att de ekonomiska rådgivarnas råd till Georgakisgruppen gavs med stöd av någon insiderinformation i den mening som avses i nämnda direktiv.

53. Följaktligen kan, i en situation som den i målet vid den nationella domstolen, de personer som har företagit de ifrågakvarande transaktionerna i princip inte hamna i en situation där de utnyttjar insiderinformation, eftersom det i beskrivningen av de faktiska omständigheterna i beslutet om hänskjutande inte kan urskiljas någon insiderinformation som skulle ha lett till att dessa personer genomförde de aktuella transaktionerna.

54. Dessutom är den uppfattning som har framförts av de regeringar som har yttrat sig i målet, och som i huvudsak innebär att det beslut som medlemmarna i Georgakisgruppen fattade om att genomföra transaktioner i syfte att på ett konstlat sätt stärka kursen på aktierna utan allmänhetens vetskap i sig utgör insiderinformation som de inte har rätt att utnyttja, inte övertygande.

55. Att betrakta det beslut som fattades av medlemmarna i Georgakisgruppen, om att genomföra de i målet vid den nationella

7 — Det är i detta avseende oväsentligt huruvida den moraliska och den materiella fasen inträffar vid två närliggande tidpunkter, eller till och med samtidigt. Den moraliska fasen med utnyttjande av information som man vet är av insiderekarakter innebär inte att avsikten är att göra en vinst.

domstolen ifrågasatta transaktionerna som insiderinformation i sig förefaller enligt min mening vederläggas genom tanken bakom elfte och tolfte skälen i direktiv 89/592.

genomföra transaktionerna i fråga inte i sig kan anses vara insiderinformation.

56. Jag vill erinra om att enligt elfte skälet i direktiv 89/592 skall "[e]ftersom ett förvärv eller en avyttring av överlåtbara värdepapper med nödvändighet föregås av ett beslut av den som företar respektive transaktion, ... genomförandet av sådana förvärv och avyttringar inte i sig anses innebära att insiderinformation utnyttjas".

59. Att hävda motsatsen skulle innebära att investerarna, de bolag som emitterar överlåtbara värdepapper eller deras organ hindras att verkställa sina beslut att genomföra de ifrågavarande transaktionerna, genom att dessa ekonomiska aktörer belastas med en principiell misstanke om att de utnyttjar insiderinformation när de genomför nämnda transaktioner. En sådan tolkning skulle utan tvekan vara till skada för värdepappersmarknadens funktion. Detta är emellertid med säkerhet inte det syfte som eftersträvas med direktiv 89/592.

57. Vad gäller tolfte skälet i direktiv 89/592, påpekas där att "[i]nsiderhandel förutsätter att insiderinformation utnyttjas" och att "[l]ika lite bör transaktioner som genomförs endast i syfte att bestämma kursen för nyemitterade överlåtbara värdepapper eller för överlåtbara värdepapper, som är föremål för ett erbjudande i andra hand, anses innebära att insiderinformation utnyttjas".

60. En situation som den i målet vid den nationella domstolen kan förvisso inte likställas fullt ut med de situationer som avses i elfte och tolfte skälen i direktiv 89/592.

58. Enligt min uppfattning skall emellertid dessa skäl tolkas så att, i de två däri beskrivna situationerna, ett beslut i förväg om att

61. Enligt min mening har gemenskapslagstiftaren dock inte, genom att begränsa sig till att nämna de två i elfte och tolfte skälen angivna situationerna, menat att ett beslut i förväg om att genomföra transaktioner av

överlåtbara värdepapper i alla andra situationer, inklusive en sådan situation som den i målet vid den nationella domstolen, i sig skall anses som insiderinformation.

överlåtbara värdepapprena, vilket klart framgår i tolfte skälet i direktiv 89/592.

62. Den italienska regeringens påstående enligt vilket det elfte skälet i direktiv 89/592 genom att endast avse ett förvärv "eller" en avyttring av överlåtbara värdepapper inte skulle täcka situationer där ett flertal olika börstransaktioner genomförs och att det följaktligen av denna anledning måste anses att de transaktioner som Georgakisgruppen har genomfört utgör ett utnyttjande av insiderinformation, är således föga övertygande. Användandet av konjunktionen "eller" i elfte skälet är enligt min mening inte exklusivt utan snarare exemplifierande, vilket förefaller bekräftas genom pluralanvändningen av ordet "transaktioner" i tolfte skälet i detta direktiv.

64. Enligt min uppfattning har elfte och tolfte skälen i direktiv 89/592 tvärtom till syfte att illustrera tanken att ett beslut i förväg om att genomföra transaktioner av överlåtbara värdepapper inte i sig utgör insiderinformation.

65. Ett sådant beslut kan emellertid utgöra en avsiktlig del av utnyttjande av insiderinformation för det fall detta beslut är grundat på nämnda information. Dessutom skulle, när transaktioner har skett successivt under en längre tidsperiod, uppkommande insiderinformation som skulle kunna påverka det ursprungliga beslutet, även kunna leda till att de transaktioner som genomförs efter aktörernas kännedom om denna information och med användning av denna utgör utnyttjande av nämnda information, i den mening som avses i direktiv 89/592.

63. Vidare anser jag inte heller att den omständigheten att de ifrågavarande transaktionerna hade överenskommits i förväg kan medföra att Georgakisgruppens beslut skall anses vara insiderinformation. Kriteriet om planering av börstransaktionerna i förväg är nämligen, åtminstone, även uppfyllt vid ett (verkligt) bestämmande av kursen på de

66. Som jag har påpekat ovan, kan jag emellertid inte, mot bakgrund av den nationella domstolens beskrivning av de faktiska

omständigheterna, se att någon insiderinformation skulle föreligga i situationen i målet vid den nationella domstolen.

67. Denna bedömning kan enligt min mening inte ifrågasättas genom det argument som framförts av de regeringar som har yttrat sig i målet, nämligen att ändamålen med öppenhet på marknaden och lika-behandling av investerarna, som eftersträvas i direktiv 89/592, måste medföra att en situation som den i målet vid den nationella domstolen skall omfattas av tillämpningsområdet för direktiv 89/592.

68. Gemenskapsdomstolarna tillämpar visserligen ofta teleologiska tolkningsmetoder avseende gemenskapslagstiftningens bestämmelser, men i förevarande mål kan enligt min uppfattning inte det materiella tillämpningsområdet för direktiv 89/592 vidgas mot bakgrund av de mycket allmänna ändamål som anges i skälen till detta direktiv. Även om situationen i målet vid den nationella domstolen med säkerhet är till skada för marknadens funktion, skulle det resonemang som framförts av de regeringar som har yttrat sig i målet innebära att kraven för att direktiv 89/592 skall tillämpas ignoreras, bland annat det som gäller förekomsten av insiderinformation som, i dess avsiktliga och

materiella dimension, ligger till grund för utnyttjandet av nämnda information.

69. Tillämpningsområdet för en gemenskapsrättsakt definieras i övrigt normalt sett i bestämmelserna i denna akt och kan i princip inte vidgas till att omfatta andra situationer än dem som akten i fråga har avsetts gälla.<sup>8</sup> I förevarande mål förefaller emellertid inte direktiv 89/592 sträcka sig till att gälla en situation som avser det så kallade painting the tape-förfarandet och, mer allmänt, otillbörlig marknadspåverkan.

70. Jag vill i detta avseende påpeka att gemenskapslagstiftaren, genom att anta direktiv 2003/6, vilket har samma ändamål med öppenhet och integritet på marknaden som direktiv 89/592,<sup>9</sup> just har haft som mål att — genom att byta ut det senare och låta tillämpningsområdet för det nya direktivet omfatta bekämpandet av otillbörlig marknadspåverkan — påskynda harmoniseringen av medlemsstaternas lagstiftningar genom att sanktionera sådant handlande som erfarenheten har utvisat kan undergräva allmän-

8 — Se beträffande en förordning domstolens dom av den 12 december 1985 i mål 165/84, Krohn (REG 1985, s. 3997), punkt 13, och där nämnda rättspraxis.

9 — Se bland annat skälen 2, 11, 12, 15, 27, 41 och 43 i direktiv 89/592.

hetens förtroende och, av denna anledning, skada marknadens funktion.<sup>10</sup>

71. Enligt artikel 1.1 a i direktiv 2003/6 avses emellertid med "otillbörlig marknadspåverkan", bland annat, transaktioner eller handelsorder som genom en persons agerande eller fleras samarbete låser fast priset på ett eller flera finansiella instrument vid en onormal eller konstlad nivå, utom i de fall då personen som utförde transaktionen eller handelordern kan visa att hans skäl att utföra densamma är legitima och att transaktionen eller ordern stämmer överens med godtagen marknadspraxis på den berörda reglerade marknaden. Denna definition förefaller således omfatta ett sådant förfarande som det så kallade painting the tape.<sup>11</sup>

10 — Se, för ett liknande resonemang, skäl 13 i direktiv 2003/6. Se även skäl 11 i detta direktiv i vilket anges att "[g]emenskapens befintliga rättsliga ram för skydd av marknadens integritet är ofullständig".

11 — Det skall i detta avseende påpekas att kommissionen i sitt förslag till direktiv hade föreslagit att illustrera definitionen av otillbörlig marknadspåverkan med precisa exempel, i en bilaga till direktivförslagstexten, i syfte att underlätta tolkningen av denna definition. Under rubriken "ageranden som syftar till att ge ett falskt intryck av aktivitet" i avdelning B i bilagan förekom painting the tape (se förslaget till direktiv av den 30 maj 2001, KOM(2001) 281 slutlig, s. 25). Till följd av att Europaparlamentet motsatte sig användandet av den så kallade kommittéförfarande-metoden, som föreskrevs i förslaget till direktiv, för att ändra bestämmelserna i bilagan (se Europaparlamentets utskott för ekonomi och monetära frågor rapport, dokument A5/2002/69, av den 27 februari 2002), omfattar den text som slutligen antogs av Europaparlamentet och Europeiska unionens råd ingen bilaga.

72. Mot bakgrund av gemenskapens lagstiftningsförfarande på området marknadsmissbruk,<sup>12</sup> är det enligt min mening omöjligt att godta det argument som framförts av de regeringar som har yttrat sig i målet och som avser en utvidgning av tillämpningsområdet för direktiv 89/592 eller, enligt den nyans som den grekiska regeringen framförde vid den muntliga förhandlingen, "att ge [denna akt] en mer flexibel tolkning", enligt vilken ett sådant förfarande som det som ifrågasatts i målet vid den nationella domstolen förbjuds i detta direktiv.

73. Det resonemang som framförts av de regeringar som har yttrat sig i målet skulle innebära ett åsidosättande av den uppdelning av det gemensamma regelverket som existerade vid den tidpunkt då direktiv 89/592 tillämpades, genom att detta direktiv skulle tillskrivas en betydelse som skulle kunna innebära en kränkning av medlemsstaternas restkompetens att reglera och införa sanktioner mot marknadsmissbruk.

74. Jag vill för övrigt påpeka att, vid tiden för de faktiska omständigheterna i målet, Republiken Grekland<sup>13</sup> och majoriteten av de övriga medlemsstaterna reglerade och sanktionerade marknadsmissbruk.<sup>14</sup>

12 — Enligt direktiv 2003/6 omfattar marknadsmissbruk såväl insiderhandel som otillbörlig marknadspåverkan.

13 — Se, bland annat, artikel 34 i den ovan, i punkt 18, nämnda lagen nr 3632/1928.

14 — Det förefaller endast vara i Republiken Österrike och Konungariket Sverige, och i en mindre utsträckning i Konungariket Nederländerna, som sanktioner mot marknadsmissbruk inte förekommer.

## **VI — Förslag till avgörande**

75. Mot bakgrund av det ovan anförda föreslår jag att domstolen skall besvara den tolkningsfråga som Symvoulio tis Epikrateias har ställt på följande sätt:

Personer eller grupper av personer som har en sådan ställning som avses i artikel 2.1 i rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel som genomför i förväg överenskomna börstransaktioner, vilka resulterar i att priset på de överlåtbara värdepapper som transaktionen avser stiger på ett konstlat sätt, skall inte anses ha tillgång till insiderinformation i den mening som avses i artikel 2 i nämnda direktiv.