

DOMSTOLENS DOM (tredje avdelningen)

den 23 december 2009*

I mål C-45/08,

angående en begäran om förhandsavgörande enligt artikel 234 EG, framställd av Hof van beroep te Brussel (Belgien) genom beslut av den 1 februari 2008, som inkom till domstolen den 8 februari 2008, i målet

Spector Photo Group NV,

Chris Van Raemdonck

mot

Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA),

* Rättegångsspråk: nederländska.

meddelar

DOMSTOLEN (tredje avdelningen)

sammansatt av ordföranden på andra avdelningen J.N. Cunha Rodrigues, tillförordnad ordförande på tredje avdelningen, samt domarna P. Lindh (referent), A. Rosas, U. Löhmus och A. Ó Caoimh,

generaladvokat: J. Kokott,
justitiesekreterare: förste handläggaren M. Ferreira,

efter det skriftliga förfarandet och förhandlingen den 11 juni 2009,

med beaktande av de yttranden som avgetts av:

- Spector Photo Group NV och Chris Van Raemdonck, genom K. Van den Broeck, W. Henckens och W. Devroe, advocaten,
- Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), genom J. Cerfontaine, F. Deruyck och H. Gilliams, advocaten,
- Belgiens regering, genom J.-C. Halleux, i egenskap av ombud, biträdd av J. Meyers, advocaat,

- Tysklands regering, genom M. Lumma och J. Möller, båda i egenskap av ombud,

- Frankrikes regering, genom G. de Bergues och J.-C. Gracia, båda i egenskap av ombud,

- Irland, genom D. O'Hagan, i egenskap av ombud, biträdd av J. Newman, BL,

- Italiens regering, genom R. Adam, i egenskap av ombud, biträdd av P. Gentili, avvocato dello Stato,

- Cyperns regering, genom D. Lysandrou, i egenskap av ombud,

- Portugals regering, genom L. Inez Fernandes och C. Guerra Santos, båda i egenskap av ombud,

- Förenade kungarikets regering, genom S. Ossowski, i egenskap av ombud, biträdd av A. Henshaw, barrister,

- Europeiska gemenskapernas kommission, genom P. Dejmek och W. Roels, båda i egenskap av ombud,

och efter att den 10 september 2009 ha hört generaladvokatens förslag till avgörande,

följande

Dom

- 1 Begäran om förhandsavgörande avser tolkningen av artiklarna 2 och 14 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) (EUT L 96, s. 16).

- 2 Begäran har framställts i ett mål mellan å ena sidan Spector Photo Group NV (nedan kallat Spector) och en av dess ledande företrädare, Chris van Raemdonck, och å andra sidan Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (den belgiska finansinspektionen, nedan kallad CBFA). Sistnämnda organ har ålagt förstnämnda parter sanktionsavgifter för insiderhandel.

Tillämpliga bestämmelser

Gemenskapsrätten

- 3 I artikel 2.1 i rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel (EGT L 334, s. 30; svensk specialutgåva, område 6, volym 3, s. 10) definieras insiderhandel på följande sätt:

”Varje medlemsstat skall förbjuda var och en som

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

- 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,

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.”

- 4 Direktiv 89/592 har upphävts från och med ikraftträdandet av direktiv 2003/6 den 12 april 2003. I artikel 2 i sistnämnda direktiv stadgas följande:

”1. Medlemsstaterna skall förbjuda varje person som avses i andra stycket och som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt.

Första stycket skall tillämpas på varje person som förfogar över denna information

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

- b) genom aktieinnehav i emittenten,

- c) genom att ha tillgång till information i sin anställning, i sin verksamhet eller under sina åligganden,

- d) genom sin brottsliga verksamhet.

2. När en person som avses i punkt 1 är en juridisk person, gäller förbudet också de fysiska personer som deltar i beslutet att utföra transaktionen för den juridiska personens räkning.

3. Denna artikel skall inte tillämpas på transaktioner som utförs för att uppfylla ett åtagande att förvärva eller avyttra finansiella instrument, när detta åtagande följer av ett avtal som ingåtts innan personen i fråga kom att förfoga över insiderinformation.”

5 I artikel 8 i direktiv 2003/6 föreskrivs dock att detta förbud inte är tillämpligt på återköp av egna aktier. Närmare genomförandebestämmelser för nämnda artikel 8 finns i kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av direktiv 2003/6 när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument (EUT L 336, s. 33), som trädde i kraft den 23 december 2003.

6 Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 har följande lydelse:

”Utan att det påverkar deras rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder skall medlemsstaterna, i enlighet med sin nationella lagstiftning, säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts. Medlemsstaterna skall säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande.”

7 Kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av direktiv 2003/6 när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan (EUT L 339, s. 70) kompletterar direktiv 2003/6, genom att mer exakt definiera begreppen offentliggörande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan.

Den nationella rätten

- 8 Artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 om övervakning av finanssektorn och om finansiella tjänster (*Belgisch Staatsblad* av den 4 september 2002, s. 39121) (nedan kallad lagen av den 2 augusti 2002 i dess ursprungliga lydelse) hade följande lydelse:

”Det är förbjudet för var och en

1) som förfogar över insiderinformation

- a) att utnyttja denna för att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som omfattas av denna information eller därmed sammanhängande finansiella instrument

...”

- 9 I artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002, i dess lydelse enligt ramlagen av den 22 december 2003 (*Belgisch Staatsblad* av den 31 december 2003, s. 62160) (nedan kallad lagen av den 2 augusti 2002 i dess ändrade lydelse), föreskrivs följande:

”Det är förbjudet för var och en

- 1) som förfogar över upplysningar som han vet eller borde veta utgör insiderinformation
 - a) att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som omfattas av denna information eller därmed sammanhängande finansiella instrument,

...”

- 10 Sistnämnda bestämmelse är endast tillämplig på faktiska omständigheter efter den 31 december 2003.

Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågorna

- 11 Spector är ett börsnoterat bolag bildat enligt belgisk rätt. Som del av sin vinstdelningspolitik erbjuder bolaget ett optionsprogram som ger personalen möjlighet att köpa aktier. För att uppfylla sina åtaganden om dessa optioner utnyttjas, hade Spector planerat att i första hand använda de aktier bolaget självt innehade och, vid behov, köpa upp resterande aktier på marknaden. Under år 2002 behövde Spector därför förvärva mer än 45 000 aktier på marknaden.
- 12 Den 21 maj 2003 informerade Spector, såsom krävdes enligt då gällande belgisk lag, Euronext Brussels om att bolaget planerade att återköpa ett visst antal egna aktier för att genomföra sitt aktieoptionsprogram.

- 13 Från den 28 maj 2003 till den 30 augusti 2003 köpte Spector sammanlagt 27 773 aktier. Inledningsvis utfördes fyra transaktioner om vardera 2 000 aktier. Därefter, den 11 och den 13 augusti 2003, lade Chris van Raemdonck två order, varigenom Spector kunde förvärva 19 773 aktier till ett genomsnittspris av 9,97 euro. Inlösenpriset för optionerna var 10,45 euro.
- 14 Spector offentliggjorde därefter viss information angående sina resultat och sina affärsplaner, varpå bolagets aktiekurs steg. Den 31 december 2003 låg den på 12,50 euro.
- 15 Genom beslut av den 28 november 2006 (nedan kallat det angripna beslutet) kvalificerade CBFA de köp som gjordes enligt ordena av den 11 och den 13 augusti 2003 som insiderhandel, förbjuden enligt artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ursprungliga lydelse. CBFA ålade Spector och Chris van Raemdonck sanktionsavgifter på 80 000 respektive 20 000 euro. Dessa överklagade beslutet till Hof van beroep te Brussel.
- 16 Klagandena i det nationella målet har där anfört tre rader av argument, vilka föranlett frågorna i begäran om förhandsavgörande. Dessa argument rör den retroaktiva tillämpningen av den nya, lindrigare lagen (retroaktivitet *in mitius*), rekvisiten för insiderhandel samt proportionaliteten av påföljden för överträdelsen.
- 17 Enligt den hänskjutande domstolen har klagandena i det nationella målet för det första klandrat CBFA för att inte ha iakttagit principen om retroaktivitet *in mitius*. De har i huvudsak gjort gällande att bestämmelserna i artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ändrade lydelse är oförenliga med definitionen av insiderhandel i artikel 2 i direktiv 2003/6 och därmed inte kan tillämpas. De anser följaktligen att då dessa bestämmelser är oförenliga med direktiv 2003/6, har det uppstått en lucka i lagen, vilket kan jämföras med en lindrigare strafflagstiftning. Detta utesluter att CBFA tillämpar artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ursprungliga lydelse.

- 18 Den hänskjutande domstolen har uppgett att CBFA har tillämpat artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ändrade lydelse, trots att det klandrade uppträdandet hade inträffat innan den bestämmelsen trädde i kraft, det vill säga den 1 januari 2004. Den anser att denna bestämmelse kan ha ändrat definitionen av insiderhandel på ett sätt som innebär en skärpning. För att insiderhandel ska föreligga krävs det numera, enligt nämnda artikel 25.1, inte att man "utnyttjar" insiderinformation utan endast att man "förfogar över" den.
- 19 Den hänskjutande domstolen önskar få klarhet i huruvida medlemsstaterna får skärpa rekvisiten för insiderhandel i förhållande till vad som stadgas i artikel 2 i direktiv 2003/6, liksom hur begreppet utnyttjande av insiderinformation i den mening som avses i sistnämnda bestämmelse ska tolkas.
- 20 Enligt den hänskjutande domstolen har klagandena i det nationella målet i andra hand anfört att rekvisiten för insiderhandeln enligt artikel 25.1 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ursprungliga lydelse inte är uppfyllda. De anser att CBFA inte har visat att aktieköpen i fråga i det nationella målet skedde därför att bolagsresultaten precis var på väg att offentliggöras.
- 21 Den hänskjutande domstolen önskar få klarhet i vilken typ av bevisning som fordras för att styrka att insiderinformation har "utnyttjats" i den mening som avses i artikel 2 i direktiv 2003/6.
- 22 Enligt den hänskjutande domstolen har klagandena i det nationella målet hävdat att de påföljder som ålagts är oproportionerliga i förhållande till överträdelsens allvar. Den hänskjutande domstolen önskar därför få klarhet i enligt vilka kriterier påföljdens proportionalitet ska utvärderas.

Under dessa omständigheter beslutade Hof van beroep te Brussel att vilandeförklara målet och ställa följande tolkningsfrågor till domstolen:

- ”1) Utgör [direktiv 2003/6], särskilt artikel 2 i detta direktiv, en fullständig harmonisering, med undantag för de bestämmelser där medlemsstaterna uttryckligen ges utrymme att genomföra sina åtgärder, eller är det sett som en helhet en minimiharmonisering?

- 2) Ska artikel 2.1 i [direktiv 2003/6] tolkas så, att redan den omständigheten att en sådan person som avses i artikel 2.1 första stycket i nämnda direktiv [som] förfogar över insiderinformation förvärvar eller avyttrar, eller försöker förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, i sig innebär att denne utnyttjar insiderinformationen?

- 3) Om svaret på den andra frågan är nekande, ska det då antas att tillämpning av artikel 2 i [direktiv 2003/6] fordrar att det fattats ett medvetet beslut att utnyttja insiderinformation?

Om ett sådant beslut inte behöver vara skriftligt, krävs det då att beslutet om utnyttjande framgår av omständigheter som inte kan tolkas på annat sätt, eller räcker det att de kan tolkas på detta sätt?

- 4) Om hänsyn ska tas till den realiserade vinsten vid fastställande av huruvida en sådan administrativ påföljd som föreskrivs i artikel 14 i [direktiv 2003/6] är

proportionerlig, ska det då antas att offentliggörande av de upplysningar som betraktas som insiderinformation har haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet?

Om så är fallet, hur stor måste kursrörelsen minst vara för att kunna anses som väsentlig?

- 5) Oavsett om kursrörelsen efter offentliggörandet av informationen måste vara väsentlig: Vilken tidsperiod ska beaktas, efter det att informationen offentliggjorts, för att fastställa kursrörelserna och med utgångspunkt från vilket datum ska den realiserade ekonomiska vinsten bedömas, i syfte att fastställa en lämplig påföljd?

- 6) Ska artikel 14 i [direktiv 2003/6], mot bakgrund av prövningen av påföljdens proportionalitet, tolkas så att om en medlemsstat beslutar att straffrättsliga påföljder får dömas ut utöver de administrativa påföljderna, måste då vid bedömningen av proportionaliteten hänsyn tas till möjligheten att en straffrättslig påföljd av ekonomisk art döms ut och till omfattningen av denna påföljd?"

Prövning av tolkningsfrågorna

Upptagande till sakprövning

²⁴ CBFA samt den belgiska och den tyska regeringen har ifrågasatt att begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning. De har gjort gällande att tolkningsfrågorna i målet är av hypotetisk karaktär, såtillvida som de rör huruvida artikel 25 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ändrade lydelse är förenlig med gemenskapsrätten,

trots att det angripna beslutet inte grundar sig på den bestämmelsen utan på artikel 25 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ursprungliga lydelse.

- 25 EU-domstolen erinrar i detta avseende om att det i ett förfarande som inletts med stöd av artikel 234 EG uteslutande ankommer på den nationella domstol vid vilken tvisten anhängiggjorts och som har ansvaret för det rättsliga avgörandet att, mot bakgrund av omständigheterna i målet, bedöma såväl om ett förhandsavgörande är nödvändigt för att döma i saken som relevansen av de frågor som ställs till domstolen. Följaktligen är EU-domstolen i princip skyldig att meddela ett förhandsavgörande när de frågor som har ställts avser tolkningen av gemenskapsrätten (se bland annat dom av den 18 juli 2007 i mål C-119/05, Lucchini, REG 2007, s. I-6199, punkt 43, och av den 22 december 2008 i mål C-414/07, Magoora, REG 2008, s. I-10921, punkt 22).
- 26 Enligt fast rättspraxis presumeras nationella domstolars frågor om tolkningen av gemenskapsrätten, som ställs inom ramen för den beskrivning av omständigheterna i målet och tillämplig lagstiftning som den nationella domstolen har lämnat på eget ansvar, och vilka det inte ankommer på EU-domstolen att pröva riktigheten av, vara relevanta. En begäran om förhandsavgörande från en nationell domstol kan bara avvisas då det är uppenbart att den begärda tolkningen av gemenskapsrätten inte har något samband med de verkliga omständigheterna eller föremålet för tvisten i målet vid den nationella domstolen eller då frågorna är hypotetiska eller EU-domstolen inte förfogar över de uppgifter om sakförhållandena eller de rättsliga förhållandena som är nödvändiga för att kunna besvara frågorna på ett ändamålsenligt sätt (se, för ett liknande resonemang, dom av den 7 juni 2007 i de förenade målen C-222/05–C-225/05, van der Weerd m.fl., REG 2007, s. I-4233, punkt 22 och där angiven rättspraxis).
- 27 Det är förvisso, såsom generaladvokaten påpekat i punkt 19 i sitt förslag till avgörande, ytterst tveksamt om tolkningen av direktiv 2003/6 är relevant för bedömningen av huruvida artikel 25 i lagen av den 2 augusti 2002 i dess ändrade lydelse är förenlig med gemenskapsrätten, eftersom det angripna beslutet inte grundar sig på den bestämmelsen.

- 28 Det är dock i det aktuella fallet inte uppenbart att den begärda tolkningen av direktiv 2003/6 saknar samband med de verkliga omständigheterna eller föremålet för tvisten i det nationella målet. Omständigheterna i målet inträffade nämligen efter det att direktivet trätt i kraft, och sanktionsåtgärder vidtogs med stöd av den nationella lagstiftning som förbjuder insiderhandel. De faktiska och rättsliga omständigheter som är nödvändiga för att EU-domstolen ska kunna besvara frågorna på ett ändamålsenligt sätt redovisas också i begäran om förhandsavgörande. Där anges dessutom de bestämmelser som den nationella domstolen vill att EU-domstolen ska tolka.
- 29 Av detta följer att begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning.

Prövning i sak

Den andra och den tredje tolkningsfrågan

- 30 Den hänskjutande domstolen har ställt den andra och den tredje tolkningsfrågan för att få klarhet i innebörden av begreppet "utnyttjande av insiderinformation" i den mening som avses i artikel 2.1 i direktiv 2003/6. Dessa båda frågor ska prövas först och i ett sammanhang. I nämnda artikel 2.1 föreskrivs att medlemsstaterna ska förbjuda varje person som avses i andra stycket (nedan kallade förstahandsinsiders) som "förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra ... finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt" eller att försöka utföra en sådan transaktion. Den hänskjutande domstolen önskar mer specifikt få klarhet i huruvida det är tillräckligt att en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation utför en transaktion med de finansiella instrument som omfattas av informationen för att denna transaktion ska kvalificeras som förbjuden insiderhandel, eller om det därutöver är nödvändigt att fastställa att den personen har "utnyttjat" denna information "med full insikt i förhållandena".

- 31 Artikel 2.1 i direktiv 2003/6 definierar inte en förbjuden transaktion så, att den måste ha utförts ”med full insikt i förhållandena”, utan förbjuder endast förstahandsinsiders att utnyttja insiderinformation när de utför en transaktion. I denna artikel definieras en förbjuden transaktion uttryckligen utifrån två slags rekvisit, nämligen dels vilka personer som kan omfattas av bestämmelsens tillämpningsområde, dels det faktiska handlande som utgör en sådan transaktion.
- 32 I bestämmelsen anges däremot inte uttryckligen några subjektiva rekvisit, avseende vilka avsikter som legat bakom det faktiska handlandet. I artikel 2.1 i direktiv 2003/6 preciseras således inte huruvida förstahandsinsidern måste ha haft för avsikt att bedriva spekulation, ha haft ett bedrägligt syfte eller ha agerat uppsåtligt eller oaktsamt. Det anges där inte uttryckligen att det måste visas att insiderinformationen har varit avgörande för beslutet att utföra transaktionen eller att förstahandsinsidern måste ha varit medveten om att de upplysningar han förfogade över utgjorde insiderinformation.
- 33 Det ska därvid påpekas att gemenskapslagstiftaren vid utarbetandet av direktiv 2003/6 avsåg att fylla vissa konstaterade luckor i direktiv 89/592. Artikel 2.1 i direktiv 89/592 syftade till att förbjuda ”var och en som ... förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, dra nytta av denna information” vid transaktioner med överlåtbara värdepapper. Införlivandet av denna bestämmelse med nationell rätt har lett till tolkningsnyanser i olika medlemsstater. Begreppet ”full insikt i förhållandena” har i vissa länders rättssystem kommit att innebära ett subjektivt rekvisit.
- 34 Förslaget till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) (COD 2001/0118) som Europeiska gemenskapernas kommission lade fram den 30 maj 2001, grundar sig på ordalydelsen i artikel 2.1 i direktiv 89/592, men med frasen ”med full insikt i förhållandena” struken. Detta motiveras med att ”[förhandsinsiders] självklart dagligen kan få tillgång till dessa upplysningar och är medvetna om att de uppgifter de tar del av är sekretessbelagda”. De senare förarbeten som generaladvokaten har hänvisat till i punkt 58 i sitt förslag till avgörande visar också att parlamentet, i enlighet med det objektiva innehåll i begreppet

insiderhandel som kommissionen förordar, har önskat ersätta formuleringen ”dra nytta av” med ”utnyttja”, för att inte behålla något inslag av syfte eller uppsåt i definitionen av insiderhandel.

- 35 Dessa omständigheter visar att artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ger en objektiv definition av insiderhandel där avsikten bakom transaktionerna inte uttryckligen ska beaktas, detta för att åstadkomma en enhetlig harmonisering av medlemsstaternas nationella rätt.
- 36 Att det inte finns något uttryckligt subjektivt rekvisit i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 kan för det första förklaras av insiderhandelns särpräglade karaktär, som gör att detta kan presumeras vara uppfyllt när samtliga de rekvisit som nämns i bestämmelsen är uppfyllda. Det förtroendeförhållande som binder de förstahandsinsiders som avses i artikel 2.1 a–c till emittenten av de finansiella instrument som omfattas av insiderinformationen medför ett särskilt ansvar. Vidare består en transaktion ofrånkomligen av en rad beslut som ingår i ett komplext sammanhang där det i princip kan uteslutas att den som utför transaktionen hade kunnat handla utan insikt i sitt handlande. När en sådan transaktion genomförs trots att den som utför den förfogar över insiderinformation, ska denne i princip anses ha beaktat informationen i fråga i sin beslutsprocess.
- 37 Att artikel 2.1 i direktiv 2003/6 inte uttryckligen innehåller något subjektivt rekvisit för insiderhandel kan för det andra förklaras med direktivets syfte. Såsom erinras om bland annat i skälen 2 och 12 i direktivet är detta syfte att garantera finansmarknadernas integritet i gemenskapen och höja investerarnas förtroende för dem. Gemenskapslagstiftaren har valt en mekanism för förebyggande och med administrativa påföljder för insiderhandel, och dess effektivitet skulle undergrävas om det systematiskt fordrades en prövning av ett subjektivt rekvisit. Som generaladvokaten har anfört i punkt 55 i sitt förslag till avgörande, är det endast om det säkerställs att överträdelser beivras på ett effektivt sätt som förbudet mot insiderhandel får genomslagskraft och långsiktigt främjar att alla marknadsaktörer respekterar bestämmelserna. Ett effektivt genomförande av transaktionsförbudet vilar således på en enkel struktur där möjligheterna att

försvara sig på subjektiva grunder är begränsade, så att systemet inte bara leder till påföljder för faktiska överträdelse av förbudet utan också effektivt kan verka förebyggande.

- 38 Om samtliga rekvisit för insiderhandel enligt artikel 2.1 i direktiv 2003/6 är uppfyllda, kan uppsåt således presumeras hos den som utfört transaktionen.
- 39 En sådan presumtion får likväl inte kränka de grundläggande rättigheterna, i synnerhet oskuldspresumtionen, som bland annat stadgas i artikel 6.2 i Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna, som undertecknades i Rom den 4 november 1950 (nedan kallad Europakonventionen).
- 40 De grundläggande rättigheterna utgör enligt fast rättspraxis en integrerad del av de allmänna rättsprinciper vars efterlevnad EU-domstolen ska säkerställa (dom av den 3 september 2008 i de förenade målen C-402/05 P och C-415/05 P, Kadi och Al Barakaat International Foundation mot rådet och kommissionen, REG 2008, s. I-6351, punkt 283).
- 41 Det framgår även av EU-domstolens rättspraxis att iakttagandet av de mänskliga rättigheterna utgör ett villkor för att gemenskapsrättsakter ska vara lagenliga och att det inom gemenskapen är förbjudet att vidta åtgärder som strider mot de mänskliga rättigheterna (domen i de ovannämnda förenade målen Kadi och Al Barakaat International Foundation mot rådet och kommissionen, punkt 284).

- 42 Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ålägger förvisso inte medlemsstaterna att föreskriva straffrättsliga påföljder för den som bedriver insiderhandel, utan stadgar bara att medlemsstaterna ska "säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts". Medlemsstaterna ska också säkerställa att sådana åtgärder är "effektiva, proportionerliga och avskräckande". Med hänsyn till de aktuella överträdelseernas art och svårighetsgraden av de påföljder som de kan medföra, kan dessa påföljder emellertid betraktas som straffrättsliga påföljder vid tillämpningen av Europakonventionen (se analogt dom av den 8 juli 1999 i mål C-199/92 P, Hüls mot kommissionen, REG 1999, s. I-4287, punkt 150, och Europadomstolens dom av den 8 juni 1976 i målet Engel m.fl. mot Nederländerna, serie A nr 22, § 82, av den 21 februari 1984 i målet Öztürk mot Tyskland, serie A nr 73, § 53, och av den 25 augusti 1987 i målet Lutz mot Tyskland, serie A nr 123, § 54).
- 43 Enligt rättspraxis från Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna innehåller alla rättssystem presumtioner om faktiska eller rättsliga omständigheter. Europakonventionen utgör givetvis inget hinder mot detta i princip, men på straffrättsområdet medför den en skyldighet för konventionsstaterna att hålla sig inom vissa gränser. Oskuldspresumtionen, som stadgas i artikel 6.2 i Europakonventionen, är tillämplig i fråga om faktiska eller rättsliga presumtioner i betugande lagstiftning och innebär att staterna måste ge dessa presumtioner skäliga begränsningar med hänsyn tagen till sakens allvar och med skydd för rätten till försvar (se Europadomstolens dom av den 7 oktober 1988 i målet Salabiaku mot Frankrike, serie A nr 141-A, § 28, och av den 25 september 1992 i målet Pham Hoang mot Frankrike, serie A nr 243, § 33).
- 44 EU-domstolen finner att oskuldspresumtionen inte utgör något hinder mot presumtionen i artikel 2.1 i direktiv 2003/6, där avsikten hos den som bedriver insiderhandel implicit utläses av de sakomständigheter som utgör överträdelsen, eftersom denna presumtion kan motbevisas och rätten till försvar garanteras.
- 45 Inrättandet av ett effektivt, enhetligt regelverk för att förebygga och ålägga påföljder för insiderhandel med den legitima målsättningen att garantera finansmarknadernas integritet har således fått gemenskapslagstiftaren att välja att definiera förbjuden insiderhandel med objektiva rekvisit. Att artikel 2.1 i direktiv 2003/6 inte innehåller något uttryckligt subjektivt rekvisit betyder inte att den bestämmelsen ska tolkas så, att

varje förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation och som utför en transaktion automatiskt omfattas av förbudet mot insiderhandel.

- 46 Sålös bland annat den italienska regeringen och Förenade kungarikets regering har underströkt, skulle en så vid tolkning av artikel 2.1 i direktiv 2003/6 medföra en risk för att tillämpningsområdet för detta förbud utsträcks till att omfatta mer än vad som är lämpligt och nödvändigt för att nå målen med direktivet. En sådan tolkning skulle i praktiken kunna leda till att vissa transaktioner som inte nödvändigtvis skadar de intressen som direktivet ska skydda förbjöds. Det måste därför göras en åtskillnad mellan sådant "utnyttjande av insiderinformation" som kan skada dessa intressen och sådant utnyttjande som inte riskerar att göra det.
- 47 Domstolen vill härvid hänvisa till syftet med direktiv 2003/6. Sålös framgår av direktivets titel syftar det till att bekämpa marknadsmissbruk. I skälen 2 och 12 i direktiv 2003/6 anges att det direktivet, i likhet med direktiv 89/592, förbjuder insiderhandel i syfte att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dessa marknader. Detta förtroende bygger bland annat på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot obehörigt utnyttjande av insiderinformation (se analogt dom av den 22 november 2005 i mål C-384/02, Grøngaard och Bang, REG 2005, s. I-9939, punkterna 22 och 33).
- 48 Förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 har således till syfte att säkerställa likabehandling av avtalsparterna i en börstransaktion, genom att förhindra att en av dem, som förfogar över insiderinformation och som därigenom befinner sig i en fördelaktigare situation i jämförelse med andra investerare, drar nytta av informationen till nackdel för den andra avtalsparten, som är ovetande om den (se analogt dom av den 10 maj 2007 i mål C-391/04, Georgakis, REG 2007, s. I-3741, punkt 38).

- 49 I sitt förklarande memorandum till det förslag som resulterade i direktiv 2003/6 angav kommissionen således att "[m]arknadsmissbruk kan föreligga när investerare utan grund har missgynnats direkt eller indirekt av andra som ... till sin egen eller andras fördel har utnyttjat upplysningar som inte var offentligt tillgängliga Sådant uppträdande kan skapa ett felaktigt intryck av handeln med finansiella instrument och undergräva den allmänna principen att alla investerare måste behandlas lika i alla avseenden[, bland annat avseende t]illgång till information. En insider har tillgång till hemliga uppgifter. Handel på grundval av sådana upplysningar kan ge oberättigade ekonomiska fördelar på 'outsider'-investerarnas bekostnad." Förslaget till direktiv grundade sig alltså på en vilja att förbjuda insiders att dra fördel av insiderinformation när de utför transaktioner, till nackdel för andra aktörer på marknaden som inte förfogar över sådan information.
- 50 Det finns följaktligen ett nära samband mellan förbudet mot insiderhandel och begreppet insiderinformation, vilket i artikel 1 i direktiv 2003/6 definieras som "icke offentliggjord information av specifik natur" som hänför sig till emittenter av finansiella instrument eller till finansiella instrument och som, "om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument".
- 51 För att stärka rättssäkerheten för marknadsaktörerna preciserar direktiv 2003/124 definitionerna av två avgörande egenskaper hos insiderinformation, nämligen att informationen är specifik och kan ha en väsentlig inverkan på priserna. I artikel 1.1 i nämnda direktiv föreskrivs således att information ska "anses vara av specifik natur om den anger omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa och om denna information är tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument". Enligt artikel 1.2 i samma direktiv ska information som skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument innebära information "som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut".

- 52 Insiderinformation ger således, tack vare att den är icke-offentlig och specifik och kan ha en väsentlig inverkan på priset på berörda finansiella instrument, insidern en fördel i förhållande till alla andra aktörer på marknaden som inte förfogar över denna information. När insidern agerar i enlighet med denna information när denne utför en transaktion, kan denne därigenom räkna med att dra ekonomisk fördel av transaktionen utan att utsätta sig för samma risker som andra aktörer på marknaden. Det som väsentligen karakteriserar insiderhandel är därför att insidern otillbörligt drar fördel av viss information till nackdel för tredje man som inte förfogar över denna information, vilket i sin tur skadar finansmarknadernas integritet och investerarnas förtroende för dessa marknader.
- 53 Förbudet mot insiderhandel är följaktligen tillämpligt när en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation otillbörligt utnyttjar den fördel som den informationen ger denne genom att utföra en transaktion i enlighet med denna information.
- 54 Av detta följer att när en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation utför en transaktion med de finansiella instrument som informationen avser, ska denne anses "utnyttja denna" i den mening som avses i artikel 2.1 i direktiv 2003/6, förutsatt att rätten till försvar, i synnerhet rätten att kunna motbevisa denna presumtion, iakttas.
- 55 För att inte utsträcka förbudet i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 utöver vad som är lämpligt och nödvändigt för att nå målen med direktivet, kan vissa situationer emellertid fordra en fördjupad prövning av de faktiska omständigheterna för att det ska kunna säkerställas att utnyttjandet av insiderinformationen faktiskt är ett sådant otillbörligt utnyttjande som direktivet syftar till att förbjuda för att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem.

56 Ingressen till direktiv 2003/6 innehåller flera exempel på situationer där en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation utför en transaktion utan att detta nödvändigtvis i sig är ett ”utnyttjande av insiderinformation” i den mening som avses i artikel 2.1 i direktivet.

57 I skäl 18 i direktiv 2003/6 erinras om att utnyttjandet av insiderinformation ”kan bestå i förvärv eller avyttring av finansiella instrument samtidigt som parten i fråga inser eller borde ha insett att den information som innehas är insiderinformation”. Det fallet avses uttryckligen i artikel 4 i direktivet, där förbudet mot insiderhandel utsträcks till att omfatta varje person som har insiderinformation när denna person insett eller borde ha insett att det rör sig om insiderinformation. En automatisk tillämpning av dessa kriterier på vissa yrkeskategorier på finansmarknaderna, vilka förfogar över insiderinformation angående transaktioner som utförs av tredje man, skulle emellertid kunna leda till att de förbjuds att bedriva sin verksamhet, trots att denna är legitim och till nytta för välfungerande finansmarknader. I nämnda skäl 18 preciseras därvid att de behöriga myndigheterna bör ta hänsyn till vad en normal och förnuftig person skulle ha insett eller borde ha insett ”med hänsyn till omständigheterna”.

58 I nämnda skäl preciseras vidare att det förhållandet att marknadsгарanter eller andra som erhållit auktorisation för att uppträda som motpart eller personer som har tillstånd att handla med finansiella instrument för annans räkning, vilka har information om marknaden, utför transaktioner på ett legitimt sätt och enligt tillämpliga bestämmelser ”[inte] i sig [bör] anses innebära utnyttjande av sådan insiderinformation”.

59 Enligt skäl 29 i direktiv 2003/6 ”bör [det] inte anses utgöra insiderhandel” att ha tillgång till insiderinformation angående ett annat bolag och att använda den i samband med ett offentligt uppköpserbudande för att vinna kontroll över detta bolag eller föreslå en fusion med detta bolag. En transaktion som består i att ett företag, efter att ha erhållit insiderinformation angående ett visst bolag, därefter lämnar ett offentligt uppköpser-

bjudande avseende aktierna i det bolaget till ett högre pris än marknadskursen kan i princip inte betraktas som förbjuden insiderhandel, eftersom den inte skadar de intressen som direktivet skyddar.

- 60 I skäl 30 i direktiv 2003/6 anges att eftersom en transaktion med nödvändighet föregås av ett beslut av den som utför den, bör utförandet av transaktionen ”inte i sig anses innebära att insiderinformation utnyttjas”. Om så vore fallet, skulle artikel 2.1 i direktivet bland annat kunna leda till att personer som har beslutat att lämna ett offentligt uppköpserbudande förbjuds att genomföra detta beslut, då detta utgör insiderinformation. Ett sådant resultat skulle inte bara gå utöver vad som kan anses lämpligt och nödvändigt för att nå målen med direktivet, utan skulle till och med kunna vara till skada för väl fungerande finansmarknader genom att offentliga uppköpserbudanden skulle komma att förhindras.
- 61 Av vad som anförts framgår att frågan huruvida en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation utnyttjar denna i den mening som avses i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ska besvaras mot bakgrund av syftet med direktivet, vilket är att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Detta förtroende bygger bland annat på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation. Endast ett utnyttjande som strider mot det syftet utgör förbjuden insiderhandel.
- 62 Den andra och den tredje tolkningsfrågan ska således besvaras på följande sätt. Artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att den omständigheten att en sådan person som avses i andra stycket i denna bestämmelse – och som förfogar över insiderinformation – förvärvar eller avyttrar, eller försöker förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, innebär att denne ska anses ”utnyttja” informationen i den mening som avses i nämnda bestämmelse, förutsatt att rätten till försvar, i synnerhet rätten att kunna motbevisa nämnda presumtion, iakttas. Frågan huruvida denna person har överträtt förbudet mot insiderhandel ska bedömas mot bakgrund av syftet med direktivet, vilket är att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Detta förtroende bygger bland annat på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

Den första tolkningsfrågan

- 63 Den hänskjutande domstolen har ställt den första tolkningsfrågan för att få klarhet i huruvida direktiv 2003/6 utgör en fullständig harmonisering av förbudet mot insiderhandel, vilket skulle betyda att medlemsstaterna inte kan skärpa definitionen därav jämfört med artikel 2.1 i direktivet.
- 64 Det framgår av begäran om förhandsavgörande att denna fråga har ställts för det fall att artikel 2.1 i direktivet utgör hinder mot att en förstahandsinsider som förfogar över insiderinformation och genomför en transaktion med de finansiella instrument som informationen avser kan anses ”utnyttja” denna information i den mening som avses i nämnda bestämmelse. Med hänsyn till svaret på den andra och den tredje tolkningsfrågan, konstaterar domstolen att detta fall inte är för handen. Det finns därför inte anledning att besvara den första tolkningsfrågan.

Den fjärde och den femte tolkningsfrågan

- 65 Den hänskjutande domstolen har ställt den fjärde och den femte tolkningsfrågan, vilka ska prövas i ett sammanhang, för att få klarhet i huruvida – för att proportionalitetsprincipen ska iaktas – den realiserade vinsten måste beaktas när en påföljd påförs för insiderhandel och, om så är fallet, vid vilken tidpunkt denna vinst då ska bedömas.
- 66 Den hänskjutande domstolen önskar också få klarhet i huruvida offentliggörande av insiderinformation ska anses ha haft en inverkan på priset på det aktuella finansiella instrumentet och, om så är fallet, över vilken gräns denna inverkan kan anses som väsentlig.

- 67 Som svar på denna sista frågeställning, vill EU-domstolen understryka att det är ett av kännetecknen för insiderinformation att denna kan ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrument som informationen avser.
- 68 Såsom anges i punkt 51 i förevarande dom, kännetecknas insiderinformation, såsom detta begrepp definieras i artikel 1.1 i direktiv 2003/6, bland annat av att den, om den offentliggjordes, "skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument". Detta begrepp preciseras i artikel 1.2 i direktiv 2003/124 som "information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut".
- 69 I enlighet med syftet bakom direktiv 2003/6 måste denna förmåga att väsentligt inverka på priset a priori bedömas mot bakgrund av informationens innehåll och sammanhanget. För att kunna avgöra huruvida vissa upplysningar utgör insiderinformation är det således inte nödvändigt att pröva huruvida offentliggörandet av dessa upplysningar faktiskt haft en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrument som informationen avser.
- 70 Vad gäller den första delen av dessa frågor, erinrar EU-domstolen om att enligt artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska medlemsstaterna i enlighet med sin nationella lagstiftning säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder kan vidtas eller lämpliga administrativa påföljder kan beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts. Medlemsstaterna ska säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande.
- 71 Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 innehåller inte något kriterium för bedömningen av huruvida en påföljd är effektiv, proportionerlig och avskräckande. Sådana kriterier får formuleras i nationell lagstiftning.

72 Det kan dock påpekas att det i skäl 38 i direktiv 2003/6 anges att påföljderna bör vara tillräckligt avskräckande, stå i proportion till hur allvarlig överträdelsen är och den vinst som gjorts, och genomföras på ett konsekvent sätt.

73 Den fjärde och den femte tolkningsfrågan ska således besvaras på följande sätt. Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att den ekonomiska fördelen till följd av insiderhandel kan vara en relevant omständighet vid fastställandet av en effektiv, proportionerlig och avskräckande påföljd. Metoden för att beräkna denna ekonomiska fördel, i synnerhet vilket datum eller vilken tidsperiod som ska beaktas, är en fråga för nationell rätt.

Den sjätte tolkningsfrågan

74 Den hänskjutande domstolen har ställt den sjätte frågan för att få klarhet i huruvida artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att om en medlemsstat har föreskrivit att en ekonomisk påföljd av straffrättslig art får dömas ut, utöver de administrativa påföljder som nämns i denna bestämmelse, finns det anledning att vid fastställandet av denna administrativa påföljd ta hänsyn till möjligheten att en ekonomisk, straffrättslig påföljd senare kan komma att dömas ut och/eller till omfattningen av denna påföljd.

75 Enligt artikel 14.1 i direktiv 2003/6 krävs av medlemsstaterna att de administrativa åtgärder eller påföljder som de beslutar om beträffande personer som är ansvariga för marknadsmissbruk, såsom insiderhandel, är effektiva, proportionerliga och avskräckande, utan att detta påverkar medlemsstaternas rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder.

76 Denna bestämmelse kan inte tolkas som en skyldighet för de behöriga nationella myndigheterna att, när de fastställer en ekonomisk påföljd av administrativ art, beakta möjligheten att en ekonomisk påföljd av straffrättslig art eventuellt kan komma att dömas ut senare. Bedömningen av huruvida de administrativa påföljder som föreskrivs

i direktiv 2003/6 är effektiva, proportionerliga och avskräckande kan inte vara beroende av en hypotetisk straffrättslig påföljd i ett senare skede.

77 Den sjätte tolkningsfrågan ska följaktligen besvaras på följande sätt. Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att om en medlemsstat har föreskrivit att en ekonomisk påföljd av straffrättslig art får dömas ut, utöver de administrativa påföljder som nämns i denna bestämmelse, finns det inte anledning att, vid bedömningen av om den administrativa påföljden är effektiv, proportionerlig och avskräckande, ta hänsyn till möjligheten att en straffrättslig påföljd senare kan komma att dömas ut och/eller till omfattningen av denna påföljd.

Rättegångskostnader

78 Eftersom förfarandet i förhållande till parterna i målet vid den nationella domstolen utgör ett led i beredningen av samma mål, ankommer det på den nationella domstolen att besluta om rättegångskostnaderna. De kostnader för att avge yttrande till domstolen som andra än nämnda parter har haft är inte ersättningsgilla.

Mot denna bakgrund beslutar domstolen (tredje avdelningen) följande:

- 1) Artikel 2.1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) ska tolkas så, att den omständigheten att en sådan person som avses i andra stycket i denna bestämmelse – och som förfogar över insiderinformation – förvärvar eller avyttrar, eller försöker förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt, innebär att denne ska anses ”utnyttja” informationen i den mening som avses i nämnda bestämmelse, förutsatt att rätten till försvar, i synnerhet rätten att kunna motbevisa nämnda presumtion, iakttas. Frågan huruvida denna person har överträtt förbudet

mot insiderhandel ska bedömas mot bakgrund av syftet med direktivet, vilket är att garantera finansmarknadernas integritet och höja investerarnas förtroende för dem. Detta förtroende bygger bland annat på att investerarna har tillförsäkrats likabehandling och skydd mot otillbörligt utnyttjande av insiderinformation.

- 2) Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att den ekonomiska fördelen till följd av insiderhandel kan vara en relevant omständighet vid fastställandet av en effektiv, proportionerlig och avskräckande påföljd. Metoden för att beräkna denna ekonomiska fördel, i synnerhet vilket datum eller vilken tidsperiod som ska beaktas, är en fråga för nationell rätt.**

- 3) Artikel 14.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att om en medlemsstat har föreskrivit att en ekonomisk påföljd av straffrättslig art får dömas ut, utöver de administrativa påföljder som nämns i denna bestämmelse, finns det inte anledning att, vid bedömningen av om den administrativa påföljden är effektiv, proportionerlig och avskräckande, ta hänsyn till möjligheten att en straffrättslig påföljd senare kan komma att dömas ut och/eller till omfattningen av denna påföljd.**

Underskrifter