



Rättsfallssamlingen

FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT
MELCHIOR WATHELET
föredraget den 18 december 2014¹

Mål C-628/13

Jean-Bernard Lafonta
mot
Autorité des marchés financiers (AMF)

(begäran om förhandsavgörande från Cour de cassation (Frankrike))

”Tillnärmning av lagstiftning — Finansiella tjänster — Direktiv 2003/6/EG — Begreppet ’insiderinformation’ — Information ’av specifik natur’ — Direktiv 2003/124/EG — Potentiell inverkan i en viss riktning på priserna på finansiella instrument”

I – Inledning

1. Förevarande begäran om förhandsavgörande, vilken Cour de cassation (Frankrike) ingav till domstolens kansli den 2 december 2013, avser tolkningen av artikel 1 led 1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk)² och artikel 1.1 i kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6 när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan³.

2. Cour de cassations fråga är hänförlig till ett mål mellan Jean-Bernard Lafonta och Autorité française des marchés financiers (AMF) (den franska finansmarknadsmyndigheten) angående en finansiell transaktion som gjorde det möjligt för Wendel SA (nedan kallat Wendel), i vilket bolag Jean-Bernard Lafonta var styrelseordförande vid tidpunkten för de relevanta omständigheterna i det nationella målet, att förvärva en betydande ägarandel i bolaget Saint-Gobain. AMF ansåg att Jean-Bernard Lafonta, genom att underlåta att offentliggöra information om genomförandet av denna transaktion, hade åsidosatt de nationella bestämmelserna om offentliggörande av insiderinformation och ålade honom böter på 1,5 miljoner euro.

1 — Originalspråk: franska.

2 — EUT L 96, s. 16.

3 — EUT L 339, s. 70. Jag vill påpeka att enligt artikel 37 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmisbruk (marknadsmisbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (EUT L 173, s. 1), ska direktiven 2003/6 och 2003/124 upphöra att gälla från och med den 3 juli 2016. Det ska dock påpekas att artikel 7 i förordning nr 596/2014, med rubriken ”Insiderinformation”, återger innehållet i såväl artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 som artikel 1 i direktiv 2003/124 och preciserar tillämpningsområdet för detta begrepp.

II – Unionsrätt

A – Direktiv 2003/6

3. I artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 föreskrivs följande:

”I detta direktiv används följande beteckningar med de betydelse som här anges:

- 1) *insiderinformation*: icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera 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.

...”

4. I artikel 2 i direktivet föreskrivs 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 genomföra 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 6.1 och 6.2 i direktivet föreskrivs följande:

”1. Medlemsstaterna skall se till att emittenter av finansiella instrument så snabbt som möjligt informerar allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter.

...

2. En emittent får på eget ansvar skjuta upp det offentliggörande av insiderinformationen som avses i punkt 1, i syfte att inte skada sina egna legitima intressen, under förutsättning att det inte är sannolikt att den uteblivna informationen vilseleder allmänheten och att emittenten kan säkerställa att informationen förblir konfidentiell. Medlemsstaterna får kräva att en emittent utan dröjsmål informerar den behöriga myndigheten om beslutet att uppskjuta offentliggörandet av insiderinformationen.”

B – *Direktiv 2003/124*

6. I artikel 1 i direktiv 2003/124, som har rubriken ”Insiderinformation”, föreskrivs följande:

”1. Vid tillämpningen av artikel 1 [led] 1 i direktiv 2003/6/EG skall information 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 eller relaterade derivatinstrument.

2. Vid tillämpning av artikel 1 [led] 1 i direktiv 2003/6/EG skall ’information som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument’ innebära information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

III – Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågan

7. Mellan december 2006 och juni 2007 ingick Wendel kontrakt om ”Total Return Swaps” (totalavkastningsswappar) med fyra kreditinstitut (nedan kallade bankerna). Underliggande tillgång var aktier i bolaget Saint-Gobain. För att ha täckning förvärvade bankerna sammanlagt 85 miljoner aktier i Saint-Gobain.

8. Under kontraktens löptid skulle Wendel betala ersättning till bankerna och bolaget erhöll från bankerna utdelningarna på aktierna i Saint-Gobain. Vid inlösen, som kunde ske på fastställd dag eller i förtid på Wendels initiativ, skulle skillnaden mellan ”referenspriset”, motsvarande aktiens värde vid ingåendet av swappkontrakten, och ”inlösenpriset”, motsvarande aktiens värde på inlösendagen, beräknas. Om det uppstod överskott, erhöll Wendel detta. Om det däremot uppstod underskott, skulle Wendel betala mellanskillnaden till bankerna.

9. Samtidigt som kontrakten om totalavkastningsswappar ingicks erhöll Wendel ekonomiskt stöd från bankerna och från ett annat kreditinstitut med sammanlagt nästan samma belopp som totalavkastningsswapparna.

10. Wendel beslutade den 3 september 2007 att successivt lösa in swapparna och förvärvade mellan den 3 september och den 27 november 2007 mer än 66 miljoner aktier motsvarande 17,6 procent av kapitalet i bolaget Saint-Gobain. Wendel rapporterade, mellan den 26 september 2007 och den 26 mars 2008, till AMF att tröskelvärdena på 5 procent, 10 procent, 15 procent respektive 20 procent av kapitalet i Saint-Gobain hade överskridits.

11. AMF ansåg att även om Wendels styrelse beslutade officiellt den 3 september 2007 att omvandla den ekonomiska exponeringen mot Saint-Gobain till ett faktiskt aktieinnehav i detta bolag, visar uppgifterna i utredningsrapporten från AMF:s avdelning för utredningar och marknadstillsyn avseende villkoren för Wendels ökade aktieinnehav i Saint-Gobain och det faktum att kontrakten om totalavkastningsswappar undertecknades samtidigt som Wendel erhöll den finansiering som gjorde det möjligt för bolaget att på sikt förvärva aktier i Saint-Gobain från bankerna i samband med inlösen av swapparna, att det redan från början fanns en vilja att förvärva en betydande ägarandel i bolaget Saint-Gobain och att det var i detta syfte som transaktionen hade genomförts.

12. Följaktligen riktade AMF kritik mot Wendel och Jean-Bernard Lafonta för att huvuddragen i den "finansiella transaktion" som Wendel hade utarbetat "i syfte att kunna förvärva en betydande ägarandel i bolaget Saint-Gobain" inte hade offentliggjorts "senast den 21 juni 2007, det datum då samtliga kontrakt om totalavkastningssvappar hade ingåtts med bankerna", och för att den insiderinformation som bestod i "Wendels utarbetande av ovan beskrivna transaktion, i syfte att kunna förvärva en betydande ägarandel i bolaget Saint-Gobain" inte hade offentliggjorts innan Wendel blev skyldigt att rapportera överskridandet av tröskelvärdet på 5 procent.

13. I ett beslut av den 13 december 2010 konstaterade AMF:s sanktionsnämnd att det fanns grund för anmärkningarna och ålade Wendel och Jean-Bernard Lafonta en sanktionsavgift på 1,5 miljoner euro.

14. Jean-Bernard Lafonta överklagade AMF:s beslut till Cour d'appel de Paris, vilken fastställde beslutet. Jean-Bernard Lafonta har överklagat denna dom till Cour de cassation.

15. Jean-Bernard Lafonta anser att information endast är "specifik" om den möjliggör för den som innehar informationen att förutse i vilken riktning emittentens aktiekurs kommer att förändras då informationen offentliggörs. Han har hävdade att endast information som gör det möjligt att förutse om aktiekursen kommer att stiga eller sjunka gör det möjligt för dem som innehar informationen att veta om de bör köpa eller sälja och ger därmed dem en fördel jämfört med alla andra aktörer på marknaden som inte har denna information. Jean-Bernard Lafonta har tillagt att det i detta fall var omöjligt att förutse om priset på Wendelaktien skulle stiga eller sjunka när informationen om Wendels planerade övertagande av en del av kapitalet i bolaget Saint-Gobain offentliggjordes.

16. AMF anser att ett sådant krav går utöver ordalydelsen i direktiven 2003/6 och 2003/124, där det inte anges något om riktningen på informationens potentiella effekt på priset på berörda finansiella instrument. AMF anser att "det avgörande kriteriet när det gäller att skilja på specifik och generell information ligger i huruvida informationen kan påverka marknaden. All information som om den var känd skulle kunna medföra en prisförändring utgör av detta enda skäl specifik information, om det även kan visas att händelsen i fråga skulle kunna få en väsentlig inverkan på aktiekursen".

17. Mot denna bakgrund beslutade Cour de cassation att vilandeförklara målet och ställa följande tolkningsfråga till domstolen:

"Ska artikel 1 led 1 i [direktiv 2003/6] och artikel 1.1 i [direktiv 2003/124] tolkas på så sätt, att information, för att kunna betraktas som specifik i den mening som avses i dessa bestämmelser, med tillräckligt hög grad av sannolikhet ska kunna antas ha en potentiell inverkan i en viss riktning på priset på berörda finansiella instrument när den har offentliggjorts?"

IV – Förfarandet vid domstolen

18. Jean-Bernard Lafonta, den franska, den tjeckiska, den tyska, den italienska och den polska regeringen och Europeiska kommissionen har inkommit med skriftliga yttranden. Jean-Bernard Lafonta, den franska och den polska regeringen samt kommissionen yttrade sig muntligen vid förhandlingen den 13 november 2014.

V – Bedömning

A – Inledande synpunkter

19. Cour de cassations fråga avser begreppet insiderinformation, enligt definitionen i artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6, och i synnerhet sådan informations "specifika natur", enligt definitionen i artikel 1.1 i direktiv 2003/124.

20. Som framgår av dess titel, syftar direktiv 2003/6 till att bekämpa insiderhandel och marknadsmissbruk.

21. För att uppnå dessa mål föreskrivs det särskilt i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ett förbud mot insiderhandel,⁴ nämligen förbudet mot obehörigt utnyttjande av insiderinformation⁵ och, i artikel 6.1 första stycket, skyldigheten för emittenter av finansiella instrument att så snabbt som möjligt informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter. Vidare stadgas det i artikel 14.1 i direktiv 2003/6 att medlemsstaterna ska föreskriva administrativa åtgärder eller administrativa påföljder⁶ beträffande de personer som är ansvariga bland annat för att artiklarna 2.1 och 6.1 första stycket inte har följts.⁷

22. I enlighet med skälen 2 och 12 i direktiv 2003/6 förbjuder således direktivet insiderhandel i syfte att skydda 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.⁸ Unionslagstiftaren uppger i skäl 15 i direktiv 2003/6 att insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan hindrar den fullständiga genomlysning av marknaden som för alla ekonomiska aktörer på integrerade finansmarknader är en förutsättning för handel. I skäl 24 första meningen i direktiv 2003/6 anges att ett snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknaden integritet, medan selektiv information från emittenternas sida kan leda till att investerarna förlorar förtroendet för finansmarknadernas integritet.⁹

23. Härav följer att begreppet insiderinformation, såsom det definieras i artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6, är ett nyckelbegrepp som är av grundläggande betydelse med hänsyn till dess centrala roll i artiklarna 2.1 och 6.1 första stycket i direktivet. Skyldigheten för medlemsstaterna att tillämpa påföljder enligt artikel 14.1 i direktivet kräver dessutom att definitionen av detta begrepp är klar och uppfyller rättssäkerhetskraven.

24. Bakgrunden till det nationella målet avser den i artikel 6.1 första stycket i direktiv 2003/6 föreskrivna skyldigheten att så snabbt som möjligt informera allmänheten om insiderinformation. Denna så kallade positiva¹⁰ skyldighet, vilken åligger emittenter av finansiella instrument, syftar till att säkerställa den nödvändiga genomlysningen för att iaktta målen med detta direktiv.¹¹

25. I artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 anges de fyra grundläggande rekvisiten för insiderinformation, genom att hänvisa till, för det första, informationens specifika natur, för det andra, den omständigheten att informationen inte har offentliggjorts, för det tredje, dess direkta eller indirekta samband med antingen en eller flera emittenter av finansiella instrument eller med ett eller flera finansiella instrument och, för det fjärde, dess förmåga att ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument.¹²

4 — I punkt 48 i domen *Spector Photo Group och Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806) slog domstolen fast att "[f]örbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 har ... 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".

5 — Se dom *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 33 och där given rättspraxis).

6 — Sådana administrativa åtgärder och administrativa påföljder ska föreskrivas av medlemsstaterna "[u]tan att det påverkar deras rätt att föreskriva straffrättsliga påföljder". Se artikel 14.1 i direktiv 2003/6.

7 — Medlemsstaterna är i det avseendet skyldiga att säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande (artikel 14.1 i direktiv 2003/6).

8 — Se dom *Spector Photo Group och Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, punkt 47).

9 — Se även, för ett liknande resonemang, dom *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 34).

10 — I artikel 2.1 i direktiv 2003/6 föreskrivs däremot en så kallad negativ skyldighet, det vill säga en skyldighet att avstå från vissa beteenden på marknaderna om man förfogar över insiderinformation.

11 — Se punkterna 20–22 i detta förslag till avgörande.

12 — Se, för ett liknande resonemang, dom *Spector Photo Group och Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, punkt 52) och dom *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 25).

26. För att öka rättssäkerheten för marknadsaktörerna, däribland emittenter av finansiella instrument, föreskrivs det i direktiv 2003/124 en närmare definition av två av de fyra grundläggande rekvisiten i definitionen av insiderinformation,¹³ nämligen informationens specifika natur (det första rekvisitet) och betydelsen av dess potentiella inverkan på priserna på berörda finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument (det fjärde rekvisitet).

27. I punkt 53 i domen *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) slog domstolen fast att de två rekvisiten för insiderinformation som anges i artikel 1.1 respektive artikel 1.2 i direktiv 2003/124 utgjorde minimivillkor som vart och ett måste vara uppfyllt för att information ska kunna kvalificeras som insiderinformation i den mening som avses i artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6.

28. Vidare framhöll domstolen att vart och ett av dessa två rekvisit är självständigt. Informationens specifika natur är inte avhängig av att den kan ha en väsentlig inverkan på priset på de berörda finansiella instrumenten.¹⁴ I enlighet med den franska regeringens yttranden är det nämligen ”inte relevant vid fastställandet av informationens specifika natur att ställa sig frågan huruvida sådan information kan ligga till grund för en förnuftig investerares beslut”.

29. Jag vill i det avseendet påpeka att information ”av specifik natur”, i själva verket och i praktiken, ofta kan förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument och utgör således insiderinformation. Det ska dock återigen framhållas att bedömningen av huruvida information är av specifik natur och huruvida den kan förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument utgör två kriterier som är både obligatoriska och fristående i rättsligt hänseende.

B – Begreppet *specifik natur*

30. Enligt artikel 1.1 i direktiv 2003/124 ska information anses vara av specifik natur om två kumulativa kriterier är uppfyllda. För det första måste informationen ange omständigheter som föreligger eller rimligtvis kan komma att föreligga eller en händelse som har inträffat eller rimligtvis kan förväntas inträffa. För det andra måste den vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.¹⁵

31. Cour de cassations fråga avser det andra av dessa kriterier och syftar till att klargöra huruvida detta kriterium ska tolkas så, att det krävs att information, för att den ska anses vara ”av specifik natur, gör det möjligt att förutse riktningen – en höjning eller sänkning – på en förändring av priset på berörda finansiella instrument.

32. Det råder allmän enighet mellan de medlemsstater som har ingett skriftliga yttranden och kommissionen om att denna fråga ska besvaras nekande.

33. Endast Jean-Bernard Lafonta har föreslagit ett annat svar, då han anser att en bristande likabehandling av investerare endast uppstår om den som innehar informationen kan förutse hur marknaden kommer att utvecklas (en uppgång eller en nedgång) när denna information offentliggörs. Enligt Jean-Bernard Lafonta kan endast en sådan förutsägelse göra det möjligt för en sådan person att avgöra huruvida vederbörande ska köpa eller sälja den aktuella aktien för att göra en vinst. I annat fall skulle investeraren löpa samma risk som hela marknaden vid transaktioner med den aktuella aktien.

13 — Skäl 3 i direktiv 2003/124.

14 — Se dom *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 52).

15 — Det första kriteriet tolkades av domstolen i domen *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) och är inte föremål för förevarande begäran om förhandsavgörande.

34. Det framgår klart av artikel 1.1 i direktiv 2003/124 att för att information ska anses vara ”av specifik natur”, måste informationen vara tillräckligt konkret¹⁶ eller specifik¹⁷ för att göra det möjligt att dra slutsatser om en potentiell effekt på priserna på berörda finansiella instrument.

35. Däremot ska det konstateras att varken artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 eller artikel 1.1 i direktiv 2003/124 innehåller någon särskild hänvisning till information som skulle göra det möjligt att förutse riktningen – en höjning eller sänkning – på en förändring av priset på dessa instrument.¹⁸ Det säger sig självt att sådan information naturligtvis skulle utgöra information av specifik natur,¹⁹ men den fråga som domstolen har att pröva är huruvida sådan information, utan detta inslag, kan anses vara av specifik natur.

36. Jag vill även påpeka att artikel 1.1 i direktiv 2003/124 är avfattad i mycket allmänna och inkluderande ordalag.²⁰

37. Formuleringen ”*slutsatser om ... [den] potentiella effekt[en]*”²¹ har klart en mycket omfattande innebörd och kan inte tolkas restriktivt som att den endast avser information som gör det möjligt att avgöra vilken riktning en förändring av priset på de berörda finansiella instrumenten skulle kunna komma att ta.²²

38. Det är riktigt att denna bestämmelse utesluter obestämd eller allmän information, som på grund av sin brist på precision eller specifik karaktär inte gör det möjligt att dra någon slutsats om dess inverkan eller potentiella effekt på priset på berörda finansiella instrument, från definitionen av ”insiderinformation”.²³ Sådan information är till sin art inte övertygande och kan följaktligen inte undergräva målen med direktiv 2003/6. Det är således lämpligt att utesluta sådan information från begreppet insiderinformation, för att förhindra att marknadsaktörerna överhoppas av onödigt information som riskerar att dels ”dränka” dem, dels ålägga emittenter av finansiella instrument alltför betungande skyldigheter.

16 — Domstolen använde uttrycket ”*konkret natur*” i punkt 48 i domen *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

17 — Se, för ett motsvarande synsätt, bland annat den spanska språkversionen ”*suficientemente específico*”, den tjeckiska språkversionen ”*dostatečně konkrétní*”, den tyska språkversionen ”*spezifisch genug*”, den engelska språkversionen ”*specific enough*”, den italienska språkversionen ”*sufficientemente specifica*”, den nederländska språkversionen ”*specifiek genoeg*” och den slovakiska språkversionen ”*dostatočne konkrétna*”.

18 — Den tjeckiska regeringen har påpekat att det i direktiven 2003/6 och 2003/124 inte anges något om att det är nödvändigt att avgöra i vilken riktning priset på de finansiella instrumenten sannolikt kommer att utvecklas. Enligt den franska regeringen framgår det inte alls av lydelsen i artikel 1.1 i direktiv 2003/124 att ”information, för att anses vara specifik, måste uppfylla ett ytterligare krav, nämligen att denna information gör det möjligt att förutse riktningen på förändringen av priset på berörda finansiella instrument när denna information har offentliggjorts.”

19 — Sådan information skulle uppfylla det fristående kravet på väsentlig inverkan som anges i artikel 1.2 i direktiv 2003/124, eftersom den enligt min mening skulle utgöra ”information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”.

20 — Det ska påpekas att direktiven 2003/6 och 2003/124 utgör hinder för ”selektiv information”. Se skäl 24 i direktiv 2003/6.

21 — Min kursivering.

22 — Se, analogt, dom *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 46). Den italienska regeringen påpekade att det i direktiv 2003/124 ”klart talas om, i artikel 1.1 andra meningen, ’slutsatser om ... [den] potentiella effekt[en] på priserna’ och inte ’[den] sannolika effekt[en] på priserna’”. Nämnda regering anser att det räcker att kontrollera huruvida information tekniskt sett skulle kunna ha en inverkan på priset på det aktuella finansiella instrumentet. Den tyska regeringen anser att uttrycket ”av specifik natur” syftar ”enbart till att utesluta information av obestämd eller underordnad karaktär, som rimligtvis inte kan ha någon effekt på priserna och således inte kan ligga till grund för en bedömning av dessa, som till exempel privata rykten om ett materiellt rekvisit som är tillräckligt”.

23 — I punkt 73 i förslaget till avgörande i målet *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:153) har generaladvokaten Mengozzi påpekat att ”[i] direktiv 2003/124 fastställs endast de minimikrav vilka om de inte uppfylls medför att information inte kan definieras som specifik. Enligt direktivet krävs det varken någon hög grad av sannolikhet för att omständigheten i fråga ska komma att föreligga vid tolkningen av uttrycket ’rimligtvis’ eller att informationen är så specifik att det går att dra vissa säkra eller så gott som säkra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priset på ifrågavarande finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.” I fotnot 16 i samma förslag till avgörande har generaladvokaten Mengozzi gjort tillägget att ”[i]nformation betraktas således inte som specifik när en händelse förnuftsmässigt anses *omöjlig eller osannolik* och inte är rimlig, eftersom den ligger på *rena ryktesnivån eller den är så pass lite specifik att det inte går att dra några slutsatser* om händelsens potentiella effekt på priset på ifrågavarande finansiella instrument eller priset på relaterade derivatinstrument”. Min kursivering.

39. Jag anser även att med hänsyn till att det i ett mycket stort antal fall är svårt att bedöma²⁴ på förhand huruvida information kan orsaka en höjning eller sänkning av priserna på berörda finansiella instrument, skulle en avgränsning av räckvidden av begreppet information "av specifik natur" till att endast omfatta information som gör det möjligt att förutse riktningen på en förändring av priset på dessa instrument innebära att direktiven 2003/6 och 2003/124 nästan helt töms på sitt innehåll.²⁵ Det skulle inbjuda till ett selektivt offentliggörande av information från emittenternas sida, i strid med målen med direktiv 2003/6.

40. Jean-Bernard Lafonta har dock hävdats att hans ståndpunkt bekräftas av doktrin från Europeiska värdepapperstillsynskommittén (nedan kallad CESR).²⁶ I punkt 1.8 i en handling med titeln "Market Abuse directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market" från juli 2007 (direktivet om marknadsmissbruk, nivå 3 – andra uppsättningen riktlinjer och information från CESR om den gemensamma tillämpningen av direktivet på marknaden) (nedan kallad handledningen),²⁷ har nämligen CESR angett att information är tillräckligt specifik i exempelvis två fall. Det första fallet är när informationen är sådan att den möjliggör för en förnuftig investerare att fatta ett investeringsbeslut utan några finansiella risker eller endast begränsade risker, nämligen när informationen gör det möjligt för investeraren att med säkerhet bedöma hur informationen, när den väl är känd för allmänheten, kommer att påverka priset på det aktuella finansiella instrumentet och motsvarande derivatinstrument. Till exempel kan en person som känner till att en viss emittent är på väg att bli föremål för ett offentligt bud om uppköp vara säker på att emittentens aktiekurs kommer att rusa i höjden, när budet blir offentligt. Det andra fallet är när informationen är av sådan art att den omedelbart skulle utnyttjas på marknaden.²⁸

41. Det ska först påpekas att i punkt 8 i Feedback Statement (uppföljningsyttrande) från CESR²⁹ avseende handledningen, vilken offentliggjordes samtidigt som handledningen, angav CESR att syftet med handledningen bland annat var att ge exempel på information som eventuellt skulle kunna utgöra "insiderinformation". Det ska konstateras att handledningen inte är juridiskt bindande, att den inte kan åberopas för att motivera undantag från bestämmelserna i direktiven 2003/6 och 2003/124 och att den för övrigt offentliggjordes före avkunnandet av domen Spector Photo Group och Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806) och domen Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397).

42. Jag anser, i enlighet med kommissionens yttranden vid förhandlingen, att det första exempel som ges i punkt 1.8 i handledningen är mycket extremt och avser en ytterst sällsynt situation då informationen är tydlig, fullständig och inte lämnar något utrymme för tvivel. Som kommissionen framhöll krävs det givetvis inte en sådan säkerhet för att information ska kunna anses utgöra insiderinformation. Kommissionen påpekade även med rätta att punkt 1.15 i handledningen gav andra exempel på händelser, vilka stöder min ståndpunkt att det inte krävs information om prisförändringens riktning, vad beträffar begreppet "insiderinformation". Åttonde strecksatsen i punkt 1.15 avseende

24 — Den tjeckiska regeringen anser att "praktiskt taget ingen kan med exakthet förutsäga hur priserna på finansmarknaden kommer att utvecklas; det finns inte någon som har en 'kristallkula', för att uttrycka det mer vardagligt".

25 — Se, analogt, dom Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 47). Den polska regeringen anser att "emittenterna enkelt skulle kunna kringgå skyldigheten att offentliggöra insiderinformation, vilken avses i artikel 6 i direktiv 2003/6/EG, genom att uppge som skäl att det föreligger eventuella meningsskiljaktigheter om hur ett offentliggörande av den aktuella informationen skulle inverka på priset på de finansiella instrumenten. Det är uppenbart att en sådan situation skulle strida mot målen med direktiv 2003/6/EG, nämligen att garantera likabehandling av investerarna vad gäller tillgång till information och att öka investerarnas förtroende på kapitalmarknaden. Samtidigt skulle de åtgärder som föreskrivs i direktiven 2003/6/EG och 2003/124/EG för att bekämpa bedrägerier på marknaden allvarligt äventyras."

26 — CESR inrättades genom kommissionens beslut 2001/527/EG av den 6 juni 2001 (EGT L 191, s. 43). Enligt artikel 2 i nämnda beslut, i dess lydelse enligt artikel 1 i kommissionens beslut 2004/7/EG av den 5 november 2003 om ändring av beslut 2001/527/EG (EUT L 3, s. 32), har CESR "till uppgift att ge kommissionen råd, antingen på kommissionens begäran och då inom en tidsfrist som fastställs av kommissionen med hänsyn till hur brådskande frågan är, eller på eget initiativ, i synnerhet vid utarbetandet av utkast till tillämpningsbestämmelser på värdepappersområdet, inklusive sådana som gäller företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper". Nämnda beslut 2001/527 har upphävts genom kommissionens beslut 2009/77/EG av den 23 januari 2009 om inrättande av en europeisk värdepapperstillsynskommitté (EUT L 25, s. 18). Artikel 2 i sistnämnda beslut återger i huvudsak texten i artikel 2 i samma beslut 2001/527.

27 — CESR/06-562b.

28 — Jag anser att det andra exemplet inte avser kriteriet om information av specifik natur, utan syftar snarare till att klargöra begreppet väsentlig inverkan som avses i artikel 1.2 i direktiv 2003/124.

29 — CESR/07-402.

bland annat "förvärv eller avyttring av aktier eller viktiga tillgångar" tycks just avse sådan information som i Lafontas fall, nämligen totalavkastningsswapparna. Enligt handledningen är det då fråga om ett typiskt fall av insiderinformation. För övrigt nämns det även i tredje strecksatsen, sjunde strecksatsen och näst sista strecksatsen i punkt 1.15 i handledningen exempel på "insiderinformation", medan det utifrån denna information inte på något sätt går att förutse i vilken riktning priserna kommer att utvecklas. Om det antas att handledningen är relevant, anser jag slutligen att Jean-Bernard Lafonta inte kan åberopa den till stöd för sin ståndpunkt.

43. Följaktligen anser jag att artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.1 i direktiv 2003/124 ska tolkas på så sätt, 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 det är möjligt att dra slutsatsen att dessa omständigheter eller denna händelse kan medföra en förändring eller fluktuation i priset på finansiella instrument. Sådan information måste vara "tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelse[rnas] potentiella effekt på priserna på finansiella instrument ...".

44. Det krävs däremot inte att informationen med tillräckligt hög grad av sannolikhet kan antas ha en potentiell inverkan i en viss riktning på priset på berörda finansiella instrument när den har offentliggjorts.

C – Väsentlig inverkan på priserna

45. I den tolkningsfråga som Cour de cassation har ställt finns det inte någon hänvisning till att information kan ha en "väsentlig" inverkan³⁰ på priserna på berörda finansiella instrument. Det är således endast för fullständighetens skull som jag nu mycket kortfattat kommer att beröra detta villkor.

46. Jag vill, i enlighet med kommissionens yttranden, erinra om att frågan huruvida den inverkan som offentliggörandet av viss information kan ha på priserna är väsentlig eller ej saknar relevans för kravet att informationen ska vara av specifik natur, vilket uppställs i artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6.³¹ Även om information är "av specifik natur", undergräver den således inte målen med direktiven 2003/6 och 2003/124 om den kan förväntas ha en inverkan på priserna på berörda finansiella instrument som inte är väsentlig, och den utgör följaktligen inte "information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut", i enlighet med artikel 1.2 i direktiv 2003/124.³²

47. Artikel 1.2 i direktiv 2003/124 avser betydelsen av informationens potentiella inverkan på priserna på berörda finansiella instrument och syftar till att utesluta eller sälla bort information som, även om den är av specifik natur, skulle ha en *obetydlig* inverkan på dessa priser och som följaktligen inte skulle påverka marknadens integritet.³³

30 — Se artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.2 i direktiv 2003/124.

31 — Se punkterna 28 och 29 i detta förslag till avgörande.

32 — Artikel 1.2 i direktiv 2003/124 liksom artikel 1.1 i samma direktiv är avfattade i allmänna ordalag. Som framgår av skäl 1 i direktiv 2003/124 grundar förnuftiga investerare sina investeringsbeslut på information som finns tillgänglig för dem vid beslutet. I detta skäl 1 anges även att "[e]n sådan bedömning måste beakta informationens förväntade effekter mot bakgrund av den berörda emittentens totala verksamhet, informationskällans tillförlitlighet och alla andra marknadsvariabler som kan förväntas påverka de finansiella instrumenten eller de relaterade derivatinstrumenten under de givna omständigheterna". Se även, för ett liknande resonemang, punkt 55 i domen *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

33 — Denna bestämmelse kan betraktas som en de minimis-regel.

48. Liksom i fråga om artikel 1.1 i direktiv 2003/124 anser jag att artikel 1.2 i nämnda direktiv inte heller är begränsad till information som gör det möjligt att avgöra riktningen på en förändring av priset på berörda finansiella instrument. Information om en akties potentiella volatilitet, oavsett i vilken riktning, skulle i vissa fall kunna utgöra information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som grund för sitt investeringsbeslut.

49. Det framgår av de handlingar som ingetts till domstolen att det finns finansiella mekanismer som gör det möjligt för en investerare att göra vinst vid en väsentlig förändring av priset på en aktie, oavsett förändringens riktning, om vissa marknadsvillkor är uppfyllda.

50. Följaktligen ska det i varje enskilt fall kontrolleras huruvida information om själva möjligheten till en väsentlig förändring skulle kunna utgöra information som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut, även om informationen inte anger riktningen på denna förändring.

51. Avslutningsvis ska jag hänvisa till de uppgifter som den polska regeringen gav vid förhandlingen, vilka inte anger riktningen på en eventuell prisförändring, men som likväl utgör insiderinformation enligt direktiven 2003/6 och 2003/124. Den omständigheten att verkställande direktören i ett företag i byggbranschen går i pension och skulle kunna komma att ersättas av en företagsledare som har lång erfarenhet från telekommunikationsområdet kan utgöra information av specifik natur som förnuftiga investerare skulle kunna förväntas beakta. Vissa av dessa investerare skulle anse att detta byte kommer att ge företaget ny glöd, medan andra kommer att anse att rekryteringen av en företagsledare utanför branschen endast kan försvaga företaget.³⁴ I båda fallen ska information offentliggöras så snabbt som möjligt, i enlighet med artikel 6 i direktiv 2003/6.

VI – Förslag till avgörande

52. Mot bakgrund av det ovan anförda föreslår jag att domstolen ska besvara den tolkningsfråga som har ställts av Cour de cassation på följande sätt:

Artikel 1 led 1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisshandling) och artikel 1.1 i 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 ska inte tolkas på så sätt, att information, för att kunna betraktas som specifik i den mening som avses i dessa bestämmelser, med tillräckligt hög grad av sannolikhet ska kunna antas ha en potentiell inverkan i en viss riktning på priset på berörda finansiella instrument när den har offentliggjorts.

34 — Den polska regeringen har även angett exemplet med ett företag inom mjölkproduktion som omvandlas till ett byggföretag och som använder sina egna fastigheter som tidigare användes för mjölkproduktionen som mark för byggnation. Effekten av denna förändring på aktiekursens riktning för det aktuella företaget går inte heller att förutse.