



# Rättsfallssamlingen

DOMSTOLENS DOM (andra avdelningen)

den 11 mars 2015\*

”Begäran om förhandsavgörande — Tillnärmning av lagstiftning — Direktiv 2003/6/EG — Artikel 1 led 1 — Direktiv 2003/124/EG — Artikel 1.1 — Insiderinformation — Begreppet ’information av specifik natur’ — Potentiell inverkan i en viss riktning på priset på finansiella instrument”

I mål C-628/13,

angående en begäran om förhandsavgörande enligt artikel 267 FEUF, framställd av Cour de cassation (Frankrike) genom beslut av den 26 november 2013, som inkom till domstolen den 2 december 2013, i målet

**Jean-Bernard Lafonta**

mot

**Autorité des marchés financiers,**

meddelar

DOMSTOLEN (andra avdelningen)

sammansatt av avdelningsordföranden R. Silva de Lapuerta, domstolens vice-ordförande K. Lenaerts, tillika tillförordnad domare på andra avdelningen, samt domarna J.-C. Bonichot, A. Arabadjiev och J. L. da Cruz Vilaça (referent),

generaladvokat: M. Wathelet,

justitiesekreterare: handläggaren V. Tourrès,

efter det skriftliga förfarandet och förhandlingen den 13 november 2014,

med beaktande av de yttranden som avgetts av:

- Jean-Bernard Lafonta, genom E. Piwnica, avocat,
- Frankrikes regering, genom D. Colas, S. Menez och S. Ghiandoni, samtliga i egenskap av ombud,
- Tjeckiens regering, genom M. Smolek och J. Vlácil, båda i egenskap av ombud,
- Tysklands regering, genom T. Henze och A. Wiedmann, båda i egenskap av ombud,
- Italiens regering, genom G. Palmieri, i egenskap av ombud, och P. Gentili, avvocato dello Stato,

\* Rättegångsspråk: franska.

— Polens regering, genom B. Majczyna, K. Maćkowska och K. Pawłowska, samtliga i egenskap av ombud,

— Europeiska kommissionen, genom J. Hottiaux och I. Rogalski, båda i egenskap av ombud,

och efter att den 18 december 2014 ha hört generaladvokatens förslag till avgörande,

följande

### Dom

- 1 Begäran om förhandsavgörande 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) (EUT L 96, s. 16, och rättelse i EUT L 109, 2003, s. 27), och artikel 1.1 i kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan (EUT L 339, s. 70).
- 2 Begäran har framställts i ett mål mellan Jean-Bernard Lafonta och Autorité des marchés financiers (den franska finansmarknadsmyndigheten, nedan kallad AMF) avseende det beslut som denna myndighets sanktionsnämnd antog den 13 december 2010 om att ålägga Jean-Bernard Lafonta en sanktionsavgift för att inte ha offentliggjort information bland annat angående en finansiell transaktion som gjorde det möjligt för Wendel SA (nedan kallat Wendel) att förvärva en väsentlig andel av bolagskapitalet i koncernen Saint-Gobain (nedan kallad Saint-Gobain).

### Tillämpliga bestämmelser

#### *Unionsrätt*

#### Direktiv 2003/6

- 3 I skälen 2, 12 och 24 i direktiv 2003/6 anges följande:

”(2) För en integrerad och effektiv finansmarknad krävs marknadsintegritet. Att värdepappersmarknaderna fungerar väl och att allmänheten har förtroende för dem är förutsättningar för ekonomisk tillväxt och välstånd. Marknadsmisbruk skadar finansmarknadernas integritet och allmänhetens förtroende för värdepapper och derivatinstrument.

...

- (12) Marknadsmisbruk består av insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan. Lagstiftning mot insiderhandel och mot otillbörlig marknadspåverkan har samma syfte: att garantera finansmarknadernas integritet i gemenskapen och höja investerarnas förtroende för dem. ...
- (24) Snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknadsintegritet, medan selektiv information från emittenternas sida kan leda till att investerarna förlorar förtroendet för finansmarknadernas integritet. ...”

4 I artikel 1 led 1 första stycket i direktiv 2003/6 definieras begreppet insiderinformation som "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 informationen offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument".

5 I artikel 2.1 första stycket i direktivet föreskrivs följande:

"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."

6 I artikel 6.1 första stycket i direktivet föreskrivs följande:

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

Direktiv 2003/124

7 Skälen 1 och 3 i direktiv 2003/124 har följande lydelse:

"(1) Förnuftiga investerare grundar sina investeringsbeslut på information som finns tillgänglig för dem vid beslutet. Därför måste frågan om huruvida en förnuftig investerare kan förväntas beakta en viss informationsuppgift vid sitt investeringsbeslut bedömas på grundval av den information som var tillgänglig för denne vid beslutet. En 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.

...

(3) Ökad visshet om rättsläget för marknadsaktörerna bör säkerställas genom en närmare definition av två av de grundläggande elementen i definitionen av insiderinformation, nämligen informationens specifika natur och betydelsen av dess potentiella inverkan på priset på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument."

8 I artikel 1 i direktivet, som har rubriken "Insiderinformation", föreskrivs följande:

"1. Vid tillämpningen av artikel 1.1 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 1.1 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."

*Fransk rätt*

- 9 Genom förordning av den 12 november 2004 (JORF av den 24 november 2004, s. 19749), ratificerades bok II–VI i AMF:s allmänna regelverk. Bok II har rubriken ”Emittenter och finansiell information” och bok VI ”Marknadsmisbruk: Insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan”.
- 10 I artikel 223-2 som återfinns i bok II i detta regelverk, vilken antogs genom förordning av den 4 januari 2007 (JORF av den 20 januari 2007, s. 1204), anges följande:

”I. Emittenterna ska så snabbt som möjligt informera allmänheten om insiderinformation, i den mening som avses i artikel 621-1, som direkt berör dessa emittenter.

...”

- 11 I artikel 621-1, första och andra styckena, som återfinns i bok VI i regelverket föreskrivs följande:

”Insiderinformation är information av specifik natur som inte har offentliggjorts, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om informationen offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.

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 informationen gör det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.”

**Målet vid den nationella domstolen och tolkningsfrågan**

- 12 Såsom framgår av beslutet om hänskjutande ingick Wendel, där Jean-Bernard Lafonta var styrelseordförande, mellan december 2006 och juni 2007 avtal om ”Total Return Swaps” (totalavkastningsswappar (TRS)) med fyra kreditinstitut. Underliggande tillgång var aktier i Saint-Gobain. För att ha täckning förvärvade kreditinstituten sammanlagt 85 miljoner aktier i Saint-Gobain. Samtidigt som TRS-avtalen ingicks erhöll Wendel finansiering från dessa kreditinstitut och från ett annat kreditinstitut till ett sammanlagt belopp som nästan uppgick till beloppet för swapparna.
- 13 Wendel beslutade den 3 september 2007 att successivt lösa in swapparna och förvärvade mellan detta datum och den 27 november 2007 mer än 66 miljoner aktier motsvarande 17,6 procent av kapitalet i 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.
- 14 AMF bedömde till följd av en utredning avseende det ökade aktieinnehavet i Saint-Gobain att även om Wendel den 3 september 2007 officiellt beslutat att omvandla den ekonomiska exponeringen mot Saint-Gobain till ett faktiskt aktieinnehav, så visar uppgifterna i utredningsrapporten, jämte det faktum att TRS-avtalen undertecknades samtidigt som Wendel erhöll den finansiering som gjorde det möjligt för bolaget att på sikt förvärva aktier i Saint-Gobain från kreditinstituten i samband med inlösen av swapparna, att det redan från början fanns en vilja från Wendels sida att förvärva en betydande ägarandel i Saint-Gobain och att det var i detta syfte som transaktionen hade genomförts

- 15 Följaktligen riktade AMF kritik mot Wendel och Jean-Bernard Lafonta dels för att huvuddragen i den finansiella transaktion som Wendel hade utarbetat i syfte att kunna förvärva en betydande ägarandel i Saint-Gobain inte hade offentliggjorts senast den 21 juni 2007, det vill säga det datum då samtliga TRS-kontrakt hade ingåtts, dels för att den insiderinformation som bestod i Wendels utarbetande av ovan beskrivna transaktion, i syfte att kunna förvärva en betydande ägarandel i Saint-Gobain, inte hade offentliggjorts innan Wendel blev skyldigt att rapportera att tröskelvärdet på 5 procent överskridits.
- 16 Genom 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 vardera.
- 17 Jean-Bernard Lafonta överklagade till Cour d'appel de Paris med yrkande om att detta beslut skulle upphävas i den mån han därigenom ålades en sanktionsavgift. Cour d'appel de Paris ogillade överklagandet genom dom av den 31 maj 2012.
- 18 Jean-Bernard Lafonta överklagade denna dom till Cour de cassation. Till stöd för sitt överklagande gjorde han gällande att information kan anses vara specifik i den mening som avses i artikel 621-1 andra stycket i AMF:s allmänna regelverk, som artikel 223-2 i samma regelverk hänvisar till, endast 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 informationen gör det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument". Enligt Jean-Bernard Lafonta innebär detta att information endast är specifik om den möjliggör för den som innehar informationen att förutse i vilken riktning aktiekursen kommer att förändras då informationen offentliggörs. 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 dem därmed en fördel jämfört med alla andra aktörer på marknaden som inte har denna information. Jean-Bernard Lafonta tillade att det i förevarande 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 Saint-Gobain offentliggjordes.
- 19 AMF anser att ett sådant krav går utöver ordalydelsen i direktiven 2003/6 och 2003/124, där det inte anges något om riktningen av informationens potentiella effekt på priset på berörda finansiella instrument. Enligt AMF utgör all information som om den var känd skulle kunna medföra en prisförändring av detta enda skäl specifik information, eftersom det avgörande kriteriet när det gäller att skilja på specifik och generell information är huruvida informationen potentiellt kan påverka marknaden.
- 20 Det var mot denna bakgrund som Cour de cassation beslutade att vilandeförklara målet och att ställa följande tolkningsfråga till domstolen:

"Ska artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.1 i direktiv 2003/124 tolkas så, 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 väl har offentliggjorts?"

### **Prövning av tolkningsfrågan**

- 21 Det framgår av skälen 2 och 12 i direktiv 2003/6 att detta har till syfte att garantera finansmarknadernas integritet i Europeiska unionen och att höja investerarnas förtroende för dem. Detta förtroende bygger bland annat på att investerarna tillförsäkras likabehandling och skydd mot

bland annat obehörigt utnyttjande av insiderinformation (se, för ett liknande resonemang, dom Spector Photo Group och Van Raemdonck, C-45/08, EU:C:2009:806, punkt 47, dom IMC Securities, C-445/09, EU:C:2011:459, punkt 27, samt dom Geltl, C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 33).

- 22 Av denna anledning föreskrivs i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 att insiderhandel är förbjuden, medan emittenter av finansiella instrument enligt artikel 6.1 i direktivet så snabbt som möjligt ska informera allmänheten om insiderinformation som direkt berör dessa emittenter. I skäl 24 i direktivet preciseras vidare att ett snabbt och korrekt offentliggörande av information ökar marknadens integritet, medan selektiv information från emittenternas sida kan leda till att investerarna förlorar förtroendet för finansmarknadernas integritet.
- 23 Begreppet insiderinformation definieras i artikel 1 led 1 första stycket i direktiv 2003/6 som ”icke offentliggjord information av specifik natur” som 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”.
- 24 Den definitionen av begreppet insiderinformation som följer av artikel 1 led 1 första stycket i direktivet består således av fyra grundläggande element. För det första avses information av specifik natur. För det andra har denna information inte offentliggjorts. För det tredje hänför sig informationen direkt eller indirekt till en eller flera finansiella instrument eller dess emittenter. För det fjärde skulle informationen, om den offentliggjordes, kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument (dom Geltl, EU:C:2012:397, punkt 25).
- 25 Domstolen har angett att insiderinformation, tack vare att den är icke-offentlig och specifik och kan ha en väsentlig inverkan på priset på berörda finansiella instrument, ger insidern en fördel i förhållande till alla andra marknadsaktörer som inte förfogar över denna information (se dom Spector Photo Group och Van Raemdonck, EU:C:2009:806, punkt 52).
- 26 Det ska även noteras att direktiv 2003/124, för att säkerställa ökad visshet om rättsläget för marknadsaktörerna, såsom framgår av skäl 3 i direktivet, innehåller en närmare definition av det första och det fjärde grundläggande elementet i definitionen av insiderinformation (se punkt 24 ovan).
- 27 Vad beträffar det första grundläggande elementet föreskrivs i artikel 1.1 i direktiv 2003/124 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 eller relaterade derivatinstrument”. Vad beträffar det fjärde grundläggande elementet anges i artikel 1.2 i samma direktiv att information som skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument är sådan information ”som en förnuftig investerare skulle kunna förväntas utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut”.
- 28 Domstolen har slagit fast att de två grundläggande elementen i definitionen av begreppet insiderinformation såsom de kommer till uttryck i artikel 1 i direktiv 2003/124 är oberoende av varandra och utgör 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 första stycket i direktiv 2003/6 (se, för ett liknande resonemang, dom Geltl, EU:C:2012:397, punkterna 52 och 53).
- 29 Efter att dessa principer har klargjorts ska det även påpekas att den tolkningsfråga som den hänskjutande domstolen har ställt enbart avser det första grundläggande elementet i definitionen av begreppet insiderinformation, nämligen denna informations specifika natur.

- 30 I likhet med vad generaladvokaten har framhållit i punkt 37 i sitt förslag till avgörande, konstaterar domstolen att det inte framgår av ordalydelsen av denna bestämmelse att information "av specifik natur" enbart avser sådan information som gör det möjligt att avgöra i vilken riktning priset på ett berört finansiellt instrument eller på relaterade derivatinstrument påverkas.
- 31 För att uppfylla det förevarande villkoret får det nämligen, i enlighet med den innebörd som vanligtvis tillerkänns de termer som används i artikel 1.1 i direktiv 2003/124, anses räcka att informationen är tillräckligt konkret eller specifik för att kunna utgöra en grund för att avgöra huruvida samtliga omständigheter eller den ifrågavarande händelsen skulle kunna påverka priset på de finansiella instrument som den hänför sig till. Endast diffus eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten utesluts således enligt denna bestämmelse från begreppet "insiderinformation".
- 32 Denna tolkning vinner även stöd av såväl systematiken i artikel 1 i direktiv 2003/124 som av ändamålet med direktiv 2003/6.
- 33 Vad beträffar systematiken i artikel 1 i direktiv 2003/124 har Jean-Bernard Lafonta gjort gällande att information kan anses vara av specifik natur endast om den gör det möjligt för dess innehavare att förutse i vilken riktning priset på det berörda finansiella instrumentet kommer att påverkas. Endast information som uppfyller detta villkor gör det nämligen möjligt för informationens innehavare att avgöra huruvida detta finansiella instrument bör köpas eller säljas, vilket medför en fördel för innehavaren i förhållande till alla andra marknadsaktörer.
- 34 Domstolen finner emellertid att i likhet med artikel 1.1 i direktiv 2003/124 krävs det inte enligt artikel 1.2 att informationen gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på berörda finansiella instrument kommer att påverkas. Viss information skulle nämligen förväntas kunna utnyttjas av en förnuftig investerare såsom grund för dennes investeringsbeslut, vilket följaktligen innebär att villkoret i artikel 1.2 är uppfyllt, även om denna information inte gör det möjligt att förutse i vilken bestämd riktning som priset på berörda finansiella instrument kommer att påverkas.
- 35 Vad beträffar ändamålet med direktiv 2003/6 ska det – såsom generaladvokaten har framfört i punkt 39 i sitt förslag till avgörande – framhållas att om tillämpningsområdet för artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.1 i direktiv 2003/124 begränsades till att enbart omfatta information som gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på berörda finansiella instrument kommer att påverkas, så skulle det riskera att motverka de syften som det har redogjorts för i punkt 21 ovan.
- 36 Finansmarknadernas ökade komplexitet gör det nämligen särskilt svårt att bedöma i exakt vilken riktning priset på finansiella instrument kan fluktuera, såsom för övrigt anges i skäl 1 i direktiv 2003/124 som hänvisar till flera faktorer som kan påverka priset i en viss situation. Om det under dessa förhållanden, som allmänt sett kan leda till olika bedömningar hos investerare, vore tillåtet att betrakta information som specifik endast under förutsättning att den gör det möjligt att förutse i vilken riktning priset på berörda finansiella instrument påverkades, så skulle detta leda till att innehavaren av informationen såsom förevändning skulle kunna åberopa att det förelåg osäkerhet i detta avseende för att inte behöva offentliggöra viss information och sålunda dra fördel av detta till förfång för andra marknadsaktörer.
- 37 Förarbetena till direktiv 2003/124 ger vid handen att en hänvisning till möjligheten att dra någon slutsats avseende i vilken "riktning" information skulle påverka priset på berörda finansiella instrument – en hänvisning som återfanns i den version som blev föremål för allmänt samråd av det tekniska rådet i december 2002 CESR/02-089d från Europeiska värdepapperstillsynskommittén till Europeiska kommissionen, med rubriken "Europeiska värdepapperstillsynskommitténs råd avseende nivå 2 för genomförandeåtgärder av det föreslagna marknadsmissbruksdirektivet" ("CESR's Advice on

Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive”) – senare togs bort just för att undvika att en sådan hänvisning skulle kunna tjäna som förevändning vid underlåtenhet att ha offentliggjort information.

- 38 Av det ovanstående följer att tolkningsfrågan ska besvaras enligt följande. Artikel 1 led 1 i direktiv 2003/6 och artikel 1.1 i direktiv 2003/124 ska tolkas så, att dessa bestämmelser inte kräver att information, för att kunna anses vara 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 väl har offentliggjorts.

### **Rättegångskostnader**

- 39 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 (andra avdelningen) följande:

**Artikel 1 led 1 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmisbruk) 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 tolkas så, att dessa bestämmelser inte kräver att information, för att kunna anses vara 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 väl har offentliggjorts.**

Underskrifter