Samling af Afgørelser

FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT
J. KOKOTT
fremsat den 16. september 2021 [1]

Sag C-302/20

A
mod
Autorité des marchés financiers (finanstilsynsmyndigheden, Frankrig)

(anmodning om præjudiciel afgørelse indgivet af Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris, Frankrig))

»Præjudiciel forelæggelse – det indre marked for finansielle tjenesteydelser – kapitalmarkedernes funktion og integritet – intern viden og insiderhandel – direktiv 2003/6/EF (markedsmisbrugsdirektivet) – forbud mod videregivelse af intern viden – direktiv 2003/124/EF – artikel 1, stk. 1 – begrebet intern viden – kriterierne specifik viden og egnethed til at påvirke kurserne – markedsrygte – en journalists videregivelse af den forestående offentliggørelse af en artikel om et markedsrygte til en anden person – forordning (EU) nr. 596/2014 (forordningen om markedsmisbrug) – artikel 21 – videregivelse af intern viden med henblik på journalistik – artikel 10 – videregivelse af intern viden som led i den normale udøvelse af et arbejde eller erhverv«

I. Indledning

1. De EU-retlige forskrifter vedrørende markedsmisbrug sigter i første linje mod at sikre et kapitalmarked, som er karakteriseret ved integritet og lige muligheder. Derved etableres investorernes tillid, som igen spiller en nøglerolle for markedets økonomiske funktion [2]. Som en vigtig bestanddel af bestemmelserne om markedsmisbrug skal bestemmelserne om insiderhandel opnå dette mål gennem ligebehandling af markedsaktørerne med hensyn til informationer. Ingen investor skal opnå en fordel ved besiddelse af relevant, men ikke offentligt tilgængelig viden til skade for de investorer, som ikke kender (kan kende) denne viden [3].

2. Bestemmelserne om insiderhandel indeholder derfor på den ene side et krav om, at så vidt muligt alle relevante oplysninger principielt gøres offentligt tilgængelige, idet en udsteder regelmæssigt skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder (såkaldt ad

[1] – Originalsprog: tysk.

[2] – Jf. Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet af 19.11.2002, KOM(2002) 625 endelig udg., EUT 2003, C 71 E, s. 62: »De finansielle markeder kan overleve perioder med ustabilitet, konjunkturbetingede korrektioner og aktier, der ikke lever op til forventningerne, men de vil ikke kunne overleve den underminering af investortilliden, der vil ske, hvis […] der opstår markedsmisbrug […].«

[3] – Jf. navnlig dom af 10.5.2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, præmis 38), og af 23.12.2009, Spector Photo Group og Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, præmis 47 og 48).

hoc-offentliggørelse)[4]. På den anden side må ubalancer i viden, som alligevel eksisterer, ikke udnyttes (forbud mod insiderhandel[5]) eller skal så vidt muligt holdes inden for en lille kreds (forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden[6]).

3. Det centrale spørgsmål i den foreliggende anmodning om præjudiciel afgørelse er forbuddet mod videregivelse af intern viden og grænserne for dette forbud. I hovedsagen anfægter en finansjournalist en sanktion, som han er blevet pålagt på grund af en påstået videregivelse af intern viden, idet han nærmere bestemt gør gældende, at hans pressefrihed er krænket. I betragtning af målsætningen i henhold til bestemmelserne om insiderhandel om at tilvejebringe størst mulig gennemsigtighed forekommer en journalistisk behandling af intern viden ganske vist i det mindste delvis ønskværdig også set fra et insiderretligt synspunkt. Navnlig på stadiet forud for den geografisk dækkende udbredelse og offentliggørelse af en oplysning i medierne kan bestemmelserne om insiderhandel og presse- og ytringsfriheden i medierne imidlertid også komme i konflikt med hinanden. Spørgsmålet om, hvordan denne konflikt kan løses, er genstanden for den anden gruppe af spørgsmål, som den forelæggende ret, Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris, Frankrig), har forelagt Domstolen.

4. Indledningsvis skal den forelæggende ret imidlertid tage stilling til, om den videregivelse, som sagsøgeren i hovedsagen lægges til last, overhovedet vedrørte intern viden. I forbindelse med den første gruppe af spørgsmål skal Domstolen i denne forbindelse først og fremmest afklare, under hvilke omstændigheder et markedsrygte, altså tydeligt usikker viden, kan udløse insiderrettens mekanismer.

II. Retsforskrifter

A. EU-retten

1. Direktiv 2003/6 (markedsmisbrugsdirektivet)

5. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (herefter »markedsmisbrugsdirektivet«)[7] indeholder i artikel 1, nr. 1), en definition af begrebet »intern viden«:

»[…] specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«.

4 – Jf. artikel 17 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16.4.2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (EUT 2014, L 173, s. 1).

5 – Jf. artikel 14, litra a) og b), i forordning nr. 596/2014.

6 – Jf. artikel 14, litra c), i forordning nr. 596/2014.

7 – EFT 2003, L 96, s. 16.

6. I henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, andet afsnit, litra c), forbyder medlemsstaterne alle personer, som har adgang til intern viden i kraft af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner, at benytte denne viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.

7. Desuden forbyder medlemsstaterne i henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 3 personer, der er omfattet af forbuddet i artikel 2,

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

b) på grundlag af intern viden at opfordre eller overtale andre til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.«

2. Direktiv 2003/124

8. De to første betragtninger til Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (herefter »direktiv 2003/124«)[8] er affattet således:

»(1) Fornuftige investorer baserer deres investeringsbeslutninger på de oplysninger, som de har til rådighed i forvejen, dvs. tilgængelige forhåndsoplysninger. Spørgsmålet om, hvorvidt det er sandsynligt, at en fornuftig investor vil tage en bestemt oplysning i betragtning ved sin investeringsbeslutning, bør derfor vurderes på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger. En sådan vurdering må tage hensyn til oplysningernes forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og andre variable størrelser på markedet, der vil kunne påvirke det pågældende finansielle instrument eller afledte finansielle instrument under de givne forhold.

(2) Oplysninger, der foreligger efterfølgende, kan bruges til at kontrollere formodningen om, at forhåndsoplysningerne var kursrelevante, men bør ikke benyttes til retsforfølgning af en person, der har draget rimelige konklusioner på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger.«

9. Dette direktivs artikel 1 definerer begrebet »intern viden« nærmere:

»1. Ved anvendelsen af [markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1),] skal oplysninger betragtes som specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og hvis de er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter.

2. Ved anvendelsen af [markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1),] forstås ved »viden, som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter eller på

[8] – EUT 2003, L 339, s. 70.

de afledte finansielle instrumenter«: viden, som en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.«

3. Forordning nr. 596/2014 (forordningen om markedsmisbrug)

10. Forordning nr. 596/2014 (herefter »forordningen om markedsmisbrug«) har erstattet markedsmisbrugsdirektivet og gælder i henhold til forordningens artikel 39, stk. 2, fra den 3. juli 2016 i medlemsstaterne.

11. 77. betragtning til denne forordning har følgende ordlyd:

»Denne forordning respekterer de grundlæggende rettigheder og overholder de principper, der er nedfældet i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder ([chartret]). Denne forordning skal følgelig fortolkes og anvendes i overensstemmelse med disse rettigheder og principper. Der skal navnlig, når denne forordning henviser til de bestemmelser, der gælder pressefrihed og ytringsfrihed i andre medier, samt bestemmelser eller kodekser vedrørende journalisterhvervet, tages hensyn til disse frihedsrettigheder, som er garanteret i Unionen og i medlemsstaterne og anerkendt i henhold til artikel 11 i [chartret] og til andre relevante bestemmelser.«

12. Definitionen af begrebet »intern viden« i artikel 7, stk. 1, litra a), i forordningen om markedsmisbrug svarer til definitionen i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1).

13. Artikel 7, stk. 2 og 4, i forordningen om markedsmisbrug er affattet således (uddrag):

»2. Ved anvendelsen af stk. 1 anses oplysninger som specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger, eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde, hvis de er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de relaterede afledte finansielle instrumenter, relaterede spotkontrakter vedrørende råvarer eller auktionsprodukterne baseret på emissionskvoter. I denne forbindelse kan, i tilfælde af en langvarig proces, som har til formål at frembringe, eller som resulterer i bestemte forhold eller en bestemt hændelse, disse forhold eller denne fremtidige hændelse samt også midlertidige skridt i den proces, der er forbundet med at frembringe eller resultere i disse fremtidige forhold eller denne fremtidige hændelse, betragtes som præcise oplysninger.

4. Ved anvendelsen af stk. 1 defineres viden, der, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på finansielle instrumenter, afledte finansielle instrumenter, relaterede spotkontrakter vedrørende råvarer eller auktionsprodukter baseret på emissionskvoter, som viden en fornuftig investor antages at ville benytte som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger.«

14. Artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug fastsætter under overskriften »Uretmæssig videregivelse af intern viden« følgende:

»Med henblik på denne forordning foreligger der uretmæssig videregivelse af intern viden, hvis en person er i besiddelse af intern viden og videregiver denne viden til enhver anden person, medmindre videregivelsen sker som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktioner. […]«

15. Artikel 14, stk. c), i forordningen om markedsmisbrug fastsætter, at uretmæssig videregivelse af intern viden udgør en forbudt handling.

16. Artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug har overskriften »Offentliggørelse eller udbredelse af oplysninger i medierne« og er affattet som følger:

»Med henblik på artikel 10, artikel 12, stk. 1, litra c), og artikel 20 vurderes offentliggørelse eller udbredelse af oplysninger under hensyntagen til bestemmelserne om pressefrihed og ytringsfrihed i andre medier samt de regler og kodekser, der styrer journalisterhvervet, hvis oplysningerne offentliggøres eller udbredes med henblik på journalistik eller andre ytringsformer i medierne, medmindre

a) de pågældende personer, eller personer med nær tilknytning til dem direkte eller indirekte drager fordel af eller opnår fortjeneste ved offentliggørelsen eller udbredelsen af de pågældende oplysninger, eller

b) offentliggørelsen eller udbredelsen sker med det formål at vildlede markedet om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter.«

B. Fransk ret

17. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), og artikel 1 i direktiv 2003/124 blev overtaget næsten enslydende i artikel 621-1 i Règlement général de l'AMF (generel bekendtgørelse fra Autorité des marchés financiers (den franske finanstilsynsmyndighed)) (herefter »RGAMF«) og dermed gennemført i fransk ret.

18. RGAMF's artikel 622-1 fastsætter, at enhver person, der er omhandlet i artikel 622-2, skal undlade at benytte den interne viden, som vedkommende besidder, og ligeledes skal undlade at videregive denne viden til enhver anden person, ud over som led i vedkommendes normale arbejde, erhverv eller funktioner. RGAMF's artikel 622-2 omfatter bl.a. personer, som har adgang til intern viden i kraft deres beskæftigelse eller erhverv.

III. De faktiske omstændigheder og retsforhandlingerne i hovedsagen

19. A, sagsøgeren i hovedsagen, er en pensioneret journalist, som i løbet af sit arbejdsliv arbejdede for forskellige britiske dagblade. Senest arbejdede han for et britisk dagblads meget læste internetside. Her offentliggjorde han regelmæssigt artikler, som behandlede markedsrygter. To af disse artikler er relevante for hovedsagen.

20. For det første offentliggjorde sagsøgeren i hovedsagen om aftenen den 8. juni 2011 en artikel om en koncerns mulige overtagelsestilbud vedrørende aktier i en virksomhed til en konkret angivet pris, som lå 86% over prisen for virksomhedens aktier, da børsen lukkede. Ved åbningen den næste handelsdag steg aktiekursen for den angivelige målvirksomhed med 0,64% og i løbet af dagen med yderligere 4,55%.

21. For det andet offentliggjorde han om aftenen den 12. juni 2012 en artikel om endnu en mulig overtagelse til en bestemt købspris, som lå ca. 80% over prisen for den angivelige målvirksomheds aktier, da børsen lukkede. I løbet af den næste handelsdag steg denne virksomheds aktiekurs med 17,69% frem til børsens lukning. Den omhandlede virksomhed dementerede rygtet to dage senere.

22. Kort før de to artikler blev offentliggjort på det pågældende dagblads internetside, havde flere personer bosiddende i Det Forenede Kongerige købt de pågældende aktier og solgt dem igen med fortjeneste den næste dag.

23. I forbindelse med en undersøgelse af teleforbindelsesdata konstaterede den franske finanstilsynsmyndighed Autorité des marchés financiers (herefter »AMF«), at sagsøgeren i hovedsagen på dagen for offentliggørelsen af artiklerne havde telefonisk kontakt med en eller flere af de senere købere. Disse personer var finansanalytikere, som sagsøgeren i hovedsagen i årevis havde været i dialog med vedrørende kapitalmarkedsrelevante emner. I mindst et tilfælde ringede den pågældende person kort efter at have afsluttet telefonsamtalen med sagsøgeren i hovedsagen til sin broker, som derefter afgav købsordre på de værdipapirer, der blev omtalt i den artikel, som blev offentliggjort kort efter.

24. AMF gør gældende, at sagsøgeren i hovedsagen i forbindelse med de omhandlede telefonsamtaler oplyste de nævnte personer om den forestående offentliggørelse af artiklen. AMF er af den opfattelse, at en oplysning om en forestående offentliggørelse af en presseartikel, hvori der videregives et markedsrygte, kan udgøre intern viden, og at de pågældende oplysninger opfyldte betingelserne for kvalificering af intern viden. Af denne grund idømte tilsynet efter høring ved tilsynets sanktionsudvalg sagsøgeren i hovedsagen en bøde på 40 000 EUR. Køberne af de pågældende værdipapirer blev idømt bøder for insiderhandel.

25. Søgsmålet til prøvelse af denne afgørelse verserer for den forelæggende ret, Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris).

26. Heri bestrider sagsøgeren at have talt med de senere købere om artiklen om overtagelsesrygterne og gør gældende, at oplysningen om den forestående offentliggørelse af denne artikel i hvert fald ikke kan kvalificeres som intern viden. Rene rygter opfylder nemlig på grund af deres iboende usikkerhed og manglende præcision ikke betingelsen om, at den pågældende viden skal være specifik. Det er imidlertid i henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), henholdsvis artikel 7, stk. 1, litra a), i forordningen om markedsmisbrug en selvstændig betingelse for at kvalificere en oplysning som intern viden, at der er tale om specifik viden. Navnlig bortfalder kravet om, at der skal være tale om specifik viden, ikke som følge af, at oplysningen kvalificeres som kursrelevant. Sanktioneringen af sagsøgeren er desuden i strid med artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, som fastsætter en undtagelse fra forbuddet mod videregivelse af intern viden for journalister. Anvendelsen af denne undtagelse på hans situation må derfor føre til annullation af den bøde, han er blevet idømt.

27. Den forelæggende ret er af den opfattelse, at navnlig de betragtelige kursudsving for værdipapirerne efter offentliggørelsen af de pågældende artikler viser, at de omhandlede oplysninger var kursrelevante oplysninger som omhandlet i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124 og artikel 7, stk. 4, i forordningen om markedsmisbrug. Det er imidlertid uklart, om oplysningerne om den forestående offentliggørelse af artiklerne opfylder kriteriet om specifik viden, da artiklernes indhold, dvs. referencen til et markedsrygte, eventuelt ikke er tilstrækkeligt præcist.

28. Med hensyn til anvendelsen af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug skal den forelæggende ret tage stilling til, om sagsøgerens handlinger i hovedsagen som omhandlet i denne bestemmelse skete »med henblik på journalistik«, og om denne bestemmelse hvad dette angår er en udtømmende særbestemmelse. I forbindelse med den generelle undtagelse fra forbuddet mod videregivelse af intern viden til erhvervsmæssige formål kræver Domstolen nemlig, at videregivelsen er nødvendig for udøvelsen [af erhvervet] og står i et rimeligt forhold til

denne[9]. Derfor skal det afklares, hvilke krav artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, eventuelt sammenholdt med samme forordnings artikel 10, stk. 1, stiller til retmæssigheden af sagsøgeren i hovedsagens adfærd.

IV. De præjudicielle spørgsmål og sagens behandling for Domstolen

29. På denne baggrund har Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris) besluttet at udsætte sagen og at forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål i henhold til artikel 267 TEUF:

»1) a) Skal [markedsmisbrugsdirektivets] artikel 1, nr. 1), […] sammenholdt med artikel 1, stk. 1, i [direktiv 2003/124] fortolkes således, at en oplysning om en forestående offentliggørelse af en presseartikel, hvori der videregives et markedsrygte om en udsteder af finansielle instrumenter, opfylder betingelsen i disse bestemmelser om, at den pågældende viden skal være specifik med henblik på kvalificeringen som intern viden?

b) Har den omstændighed, at den presseartikel, hvis forestående offentliggørelse udgør den omhandlede oplysning, nævner – i form af et markedsrygte – prisen for et offentligt købstilbud, indvirkning på vurderingen af, hvorvidt den omhandlede oplysning skal betragtes som specifik viden?

c) Er den anseelse, som den journalist, der har lagt navn til artiklen, har, den anseelse, som det presseorgan, der har forestået offentliggørelsen, har, og den faktisk mærkbare påvirkning (»ex post«), som denne offentliggørelse har på kursen af de værdipapirer, som den angår, relevante forhold med henblik på at vurdere, hvorvidt den omhandlede oplysning skal betragtes som specifik viden?

2) I tilfælde af en besvarelse[, hvorefter] en oplysning som den omhandlede vil kunne opfylde betingelsen om, at den pågældende viden skal være specifik:

a) Skal [markedsmisbrugsdirektivets] artikel 21 […] da fortolkes således, at en journalists videregivelse til én af sine sædvanlige kilder af en oplysning om en forestående offentliggørelse af en artikel, som denne journalist har lagt navn til, og hvori der videregives et markedsrygte, gennemføres »med henblik på journalistik«?

b) Afhænger besvarelsen af dette spørgsmål da særligt af, hvorvidt journalisten er blevet gjort bekendt med markedsrygtet af denne kilde, eller hvorvidt videregivelsen af oplysningen om den forestående offentliggørelse af artiklen var nyttig med henblik på fra denne kilde at opnå klarhed over, hvorvidt rygtet var troværdigt?

3) Skal [markedsmisbrugsdirektivets] artikel 10 og 21 […] fortolkes således, at kvalificeringen som retmæssig eller uretmæssig videregivelse – selv når en journalist videregiver intern viden »med henblik på journalistik« som omhandlet i artikel 21 – nødvendiggør en vurdering af, hvorvidt videregivelsen er sket »som led i den normale udøvelse af [journalist]erhverv[et]« som omhandlet i artikel 10?

4) Skal [markedsmisbrugsdirektivets] artikel 10 […] fortolkes således, at videregivelsen af intern viden, for at ske som led i den normale udøvelse af journalisterhvervet, skal være strengt nødvendig for udøvelsen af dette erhverv og overholde proportionalitetsprincippet?«

[9] – Dom af 22.11.2005, Grøngaard og Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

30. I den skriftlige procedure ved Domstolen har sagsøgeren i hovedsagen, AMF, Den Franske Republik, Kongeriget Norge, Kongeriget Sverige, Kongeriget Spanien og Europa-Kommissionen indgivet bemærkninger om de præjudicielle spørgsmål. Bortset fra Kongeriget Norge var alle procesdeltagere også repræsenteret ved den mundtlige forhandling den 22. juni 2021.

V. Retlig bedømmelse

31. Med sine præjudicielle spørgsmål ønsker Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris) nærmere bestemt oplyst, om det var retmæssigt at idømme sagsøgeren i hovedsagen en bøde for overtrædelse af forbuddet mod videregivelse i henhold til RGAMF's artikel 622-1 [10]. Ved denne bestemmelse gennemførtes i det væsentlige markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), i fransk lovgivning.

32. Med det første spørgsmål, litra a)-c), ønsker denne domstol i denne forbindelse indledningsvis oplyst, om oplysningen om den forestående offentliggørelse af en presseartikel om et markedsrygte kan anses for »intern viden« som omhandlet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1) [11], og dermed principielt er omfattet af forbuddet mod videregivelse som omhandlet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a). Det andet til det fjerde spørgsmål drejer sig derefter om undtagelserne fra forbuddet mod videregivelse af intern viden i den særlige kontekst af journalisters arbejde (herom under B).

A. Det første præjudicielle spørgsmål

33. Med sit første spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om og på hvilke betingelser en oplysning om den umiddelbart forestående offentliggørelse af en presseartikel, som omhandler et markedsrygte, skal anses for specifik viden som omhandlet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), og artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124.

34. Betingelsen om, at der skal være tale om specifik viden, er den første af fire betingelser i henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), hvis opfyldelse gør en viden til intern viden. For det andet må denne viden ikke være blevet offentliggjort. For det tredje skal den, direkte eller indirekte, vedrøre et eller flere finansielle instrumenter eller deres udstedere. For det fjerde ville den, hvis den blev offentliggjort, mærkbart kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter (herefter »kursrelevans«) [12].

35. Den forelæggende ret anser den anden, den tredje og den fjerde betingelse for opfyldt. Navnlig lægger den til grund, at oplysningen om den forestående offentliggørelse af artiklerne var kursrelevant i den fjerde betingelses forstand. Denne konstatering støtter den navnlig på de kursudsving, der efter offentliggørelsen af artiklerne skete for de værdipapirer, der var omtalt i artiklerne.

36. Kravet om, at der skal være tale om specifik viden, indeholder i henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 to komponenter. For det første skal oplysningerne angive en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed,

[10] – Forbuddet mod videregivelse følger i dag direkte af artikel 10, stk. 1, sammenholdt med artikel 14, litra c), i forordningen om markedsmisbrug.

[11] – Svarer til artikel 7, stk. 1, litra a), i forordningen om markedsmisbrug.

[12] – Dom af 28.6.2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, præmis 25).

der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde. For det andet skal oplysningerne være tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter.

37. Af disse to betingelser lægger den forelæggende ret uden videre den første til grund, nemlig at det på tidspunktet for videregivelsen med rimelighed kunne forventes, at artiklen blev offentliggjort. Den problematiserer altså i virkeligheden kun den anden betingelse, dvs. præcisionen [13] for så vidt angår den mulige påvirkning af kursen. Om denne betingelse er opfyldt, kan efter Cour d'appel de Paris' (appeldomstolen i Paris) opfattelse være problematisk, idet den viden, der er tale om i den foreliggende sag, dvs. den forestående offentliggørelse af presseartiklen, refererer til et rygte. Der er tvivl om dette rygtes præcision, da det kan anses for at være for unøjagtigt eller usikkert til, at der kan drages en konklusion om påvirkningen af kursen. Dette kan efter den forelæggende rets opfattelse have indvirkning på, om den omhandlede viden er præcis. Den forelæggende ret ser sig derfor ikke i stand til at fastslå, om der foreligger intern viden, selv om denne viden efter dens opfattelse ikke var offentliggjort og var kursrelevant og følgelig gav indehaveren af denne viden en særlig fordel i forhold til andre markedsaktører [14].

38. Ifølge Domstolens praksis udgør præcisionskriteriet imidlertid som den anden komponent i intern videns egenskab som specifik viden [15] en i forhold til kursrelevansen selvstændig og uafhængig betingelse for, at der foreligger intern viden [16]. Følgelig skal det først undersøges, om oplysningen om den forestående offentliggørelse af en presseartikel trods den omstændighed, at denne omhandler et markedsrygte, kan anses for præcis som omhandlet i artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124 (herom under 1).

39. Først derefter skal det med hensyn til det første spørgsmål, litra c), afklares, om den omhandlede videns præcision yderligere kan dokumenteres af den omstændighed, at der efter offentliggørelsen af den pågældende presseartikel skete et kursudsving (herom under 2).

1. Bestemmelsen af den omhandlede videns præcision

40. Det fremgår af den allerede nævnte definition af præcisionskriteriet i artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124, at oplysningen skal have et indhold eller en informationsværdi, som gør det muligt at bedømme den som kursrelevant (eller ikke) [17]. Dette peger i retning af, at det ikke har været hensigten at fastsætte en høj tærskel [18]. Tværtimod er det kun hensigten at udelukke viden, som med hensyn til bedømmelsen af kursrelevansen på forhånd ikke kan tillægges en relevant informationsværdi.

41. Ifølge første betragtning til direktiv 2003/124 baserer fornuftige investorer sig ved bedømmelsen af kursrelevansen navnlig på viden, som gør det muligt at se de økonomiske virkninger af en information for en virksomhed [19], og denne videns pålidelighed. Af denne grund

13 – I det følgende anvender jeg dette begreb for den anden forudsætning vedrørende specifik viden som omhandlet i artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 og lægger til grund, at udelukkende dette er relevant for den forelæggende ret.

14 – Dom af 23.12.2009, Spector Photo Group og Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, præmis 52).

15 – Jf. punkt 36 i dette forslag til afgørelse.

16 – Dom af 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, præmis 28).

17 – Jf. i denne retning dom af 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, præmis 31).

18 – I denne retning generaladvokat Wathelets forslag til afgørelse Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, punkt 37).

19 – Jf. ordlyden »forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter«.

skal præcisionskriteriet med Domstolens formulering kun udelukke viden, som er vag eller generel, og som ikke gør det muligt at drage en konklusion med hensyn til dens indvirkning på de pågældende finansielle instrumenters kurser [20].

42. Oplysningen om den forestående offentliggørelse af en artikel fra forfatteren af den pågældende artikel er ganske vist ikke vag. Den beskriver nemlig fra en pålidelig kilde en konkret begivenhed, som med sikkerhed vil indtræde. Imidlertid er denne viden i sig selv åbenbart for generel til, at der kan drages en konklusion med hensyn til dens indvirkning på kurserne for et bestemt finansielt instrument. En sådan konklusion er kun mulig i forbindelse med genstanden for den pågældende artikel, i det foreliggende tilfælde markedsrygtet om virksomhedsovertagelserne.

43. Denne forbindelse henviser sagsøgeren i hovedsagen også til. Han konkluderer deraf, at oplysningen om offentliggørelse af artiklen kun kan være præcis, hvis genstanden for den pågældende artikel i sig selv er præcis. Indholdet af den omtvistede artikel i den foreliggende sag er imidlertid upræcist, da der er tale om rygter, som i deres natur er upræcise. I denne forbindelse henviser han bl.a. til en udtalelse fra det tidligere Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (*Committee of European Securities Regulators*, CESR), hvorefter rygter netop er det modsatte af kontrollerbare og dermed præcise oplysninger [21].

44. Disse to påstande er efter min opfattelse ikke rigtige.

a) Markedsrygters generelle (manglende) præcision

45. Hvis markedsrygter generelt skulle anses for upræcise, ville de aldrig kunne udgøre intern viden [22]. Markedsmisbrugsdirektivet fastsætter imidlertid ikke en udtrykkelig udelukkelse af rygter fra insiderretten. Tværtimod tales der i første betragtning til direktiv 2003/124 som allerede nævnt udtrykkeligt om, at »oplysningskildens pålidelighed« spiller en rolle for vurderingen af informationsværdien. Dette indebærer, at direktivet ikke opstiller absolut pålidelighed som en betingelse for kvalificeringen som intern viden. Dette er i overensstemmelse med, at pålidelighed er en trinvis faktor, som må fastsættes i det konkrete tilfælde.

46. Desuden spiller rygter i praksis på markedet en væsentlig praktisk rolle [23]. Tilsvarende lægger markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2), litra c), til grund, at markedet kan reagere på rygter, idet de kan være bærere af vildledende signaler, som kan være manipulerende og forvride kurserne. For at nå direktivets mål, dvs. sikre investorernes tillid gennem lige muligheder med hensyn til adgang til oplysninger [24], er det nødvendigt at forbyde udnyttelse af ubalancer med hensyn til oplysninger på dette område.

47. Dette gælder så meget desto mere, som det ofte ikke er sikret, at oplysninger, der ikke er offentligt tilgængelige, er pålidelige. Med andre ord kan mange oplysninger om (fremtidige) begivenheder anses for eller formuleres som rygter, indtil de bliver kendt, eller indtil der sker en

[20] – Dom af 11.3.2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, præmis 31).

[21] – Jf. CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punkt 1.5. I denne retning også CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, punkt 20, første led.

[22] – Præcisionen er nemlig som det andet kriterium for specifik viden som omhandlet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), en obligatorisk betingelse for, at der foreligger intern viden.

[23] – Jf. f.eks. J. Van Bommel, »Rumors«, *The Journal of Finance*, bind 58, nr. 4 (2003), s. 1499.

[24] – Jf. herom dom af 23.12.2009, Spector Photo Group og Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, præmis 47-49).

offentlig præcisering. Da usikre oplysninger således under alle omstændigheder ikke kan falde helt ud af insiderrettens anvendelsesområde, kan det ikke undgås, at der optræder vanskeligheder med hensyn til afgrænsningen for så vidt angår deres præcision. Det er derfor ikke begrundet generelt at udelukke rygter som for upræcise på grund af deres iboende usikkerheder. I hvert fald kan der ikke tilvejebringes en nævneværdig retssikkerhed på denne måde [25].

b) Sammenhængen mellem artiklens genstand og offentliggørelse

48. Derudover kan det ikke uden videre konkluderes ud fra den omstændighed, at en artikels genstand ikke er præcis, at oplysningen om artiklens offentliggørelse ikke er præcis. I så fald ville man, som AMF med rette fremhæver, ikke tage hensyn til, at informationsværdien af en publikations indhold netop kan ændre sig af den grund, at den bliver offentliggjort. Det gælder navnlig for rygter, hvis indhold ofte er unøjagtigt, og hvis troværdighed afhænger af de personers antal og status, som udbreder dem. Et rygte kan altså opnå større troværdighed i kraft af offentliggørelsen og også større præcision i kraft af formuleringen i tekst.

49. En anden betragtning ville desuden ikke være forenelig med insiderrettens beskyttelsesformål, for bortset fra, at rygtet potentielt ændres gennem offentliggørelsen af det, har oplysningen om offentliggørelsen en selvstændig informationsmerværdi. En investor opnår nemlig et informationsforspring ved at have kendskab til tidspunktet for offentliggørelsen af et rygte. Dette forspring kan han udnytte i forhold til andre investorer.

50. Sammenhængen mellem en artikels offentliggørelse og indhold skal derfor forstås således, at det afgørende for præcisionen af en oplysning som den i denne sag omhandlede er artiklens indhold i den form, som den opnår ved offentliggørelsen. Det er nemlig netop denne omstændighed – artiklens offentliggjorte indhold – der behandles af markedet og derfor udgør grundlaget for en investors vurdering.

51. I indholdsmæssig henseende er det afgørende, at der på grundlag af det offentliggjorte rygte kan udledes konkrete økonomiske virkninger for en udsteder. Således ville en artikel om en »stor« overtagelse »i bilsektoren« uden nævnelse af berørte virksomheder skulle anses for at være for generel og dermed upræcis. Hvis det på grundlag af artiklen i det mindste implicit kan konkluderes, hvilke virksomheder der er tale om, kan nævnelse af tilbudsprisen i tilfælde af et rygte om overtagelse ganske vist få artiklen og dermed rygtet til at fremstå som endnu mere præcise. Markedet kan imidlertid, da offentlige overtagelser som regel er forbundet med betaling af overtagelsespræmier over aktiekursen, også uden en sådan nævnelse skønne muligheden for en påvirkning af kursen [26].

52. Hvorvidt det desuden kan bestemmes ud fra det offentliggjorte rygte, hvor pålideligt det er, afhænger af, om der af offentliggørelsen kan udlæses kriterier for en tilstrækkeligt konkret bestemmelse af troværdigheden. Sådanne kriterier kan for det første bestå i referencen til kilderne til rygtet i artiklen. For det andet kan journalistens anseelse samt pressemediets anseelse spille en rolle i denne forbindelse [27]. Disse kan nemlig gennem offentliggørelsen stå som garanter for, at oplysningen er tilstrækkeligt verificeret. Således hører f.eks. en samvittighedsfuld kontrol

[25] – Jf. vedrørende målet om retssikker definition af intern viden tredje betragtning til direktiv 2003/124.

[26] – Jf. herom også dom af 22.11.2005, Grøngaard og Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, præmis 37 og 38). I denne retning også CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punkt 1.8.

[27] – Jf. vedrørende en empirisk undersøgelse af disse faktorers rolle K.R. Ahern og D. Sosyura, »Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media«, *The Review of Financial Studies*, bind 28, nr. 7 (2015), s. 2050 ff.

af rigtigheden af de oplysninger, som offentliggøres, til journalisterhvervets pligter [28], idet det som udgangspunkt ikke forventes, at en anset journalist tilsidesætter disse pligter. Derudover kan andre kriterier imidlertid også spille en rolle, f.eks. hvor konkrete formuleringerne og indholdet er [29]. I denne forbindelse kan nævnelse af en konkret tilbudspris spille en rolle. I forbindelse med prøvelsen af præcisionen er det imidlertid (endnu) ikke afgørende, om oplysningen i sidste ende er tilstrækkeligt pålidelig til at begrunde et handelsincitament som omhandlet i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124; den skal blot kunne danne grundlag for en holdbar og hensigtsmæssig vurdering.

2. Efterfølgende kursudsving

53. I forbindelse med det første spørgsmål, litra c), ønsker Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris) desuden oplyst, om et kursudsving efter offentliggørelsen af den omhandlede oplysning (ex post) kan spille en rolle ved bedømmelsen af spørgsmålet om, hvorvidt der er tale om specifik viden.

54. Spørgsmålet om, hvorvidt der foreligger en intern viden, må nødvendigvis bedømmes ud fra et ex ante-perspektiv, da det netop er karakteristisk for intern viden, at den ikke er offentligt kendt. Følgelig kan et efterfølgende kursudsving kun være indirekte relevant for spørgsmålet om, hvorvidt en oplysning er præcis som omhandlet i artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124, nemlig i forbindelse med den senere dokumentation.

55. I denne forbindelse anføres det i anden betragtning til direktiv 2003/124, at et efterfølgende kursudsving kan bruges til at kontrollere formodningen om, at forhåndsoplysningerne var kursrelevante (men ikke bør benyttes til retsforfølgning af en person, der har draget rimelige konklusioner på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger). Det er nemlig nærliggende, at en oplysning faktisk var kursrelevant, hvis der efter dens offentliggørelse er sket et kursudsving [30]. Den forelæggende ret ønsker oplyst, om denne overvejelse kan overføres til præcisionen.

56. Dette spørgsmål skal i hvert fald besvares bekræftende, hvis en intern videns præcision er en obligatorisk forudsætning for dens kursrelevans. I så fald er det muligt at konkludere ud fra det efterfølgende kursudsving, at den offentliggjorte oplysning var præcis. Meget synes at tale for denne sammenhæng: En oplysning er i henhold til definitionen i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124 kursrelevant, hvis en fornuftig, dvs. en informeret investor ville handle på grundlag af denne oplysning. Dette forudsætter i det mindste umiddelbart, at genstanden for denne oplysning overhovedet har gjort det muligt at vurdere den som relevant for denne investeringsbeslutning. Dette betyder imidlertid netop, at den var tilstrækkeligt præcis til, at det var muligt at drage en konklusion vedrørende den mulige indvirkning på finansielle instrumenters kurser.

[28] – Jf. f.eks. de tyske delstaters presselove, som alle fastsætter en sandhedspligt. Pligten til sand og præcis rapportering er også en betingelse for, at journalister omfattes af beskyttelsen i henhold til artikel 10 i [den europæiske konvention til beskyttelse af menneskerettigheder og grundlæggende frihedsrettigheder (herefter »EMRK«)], jf. f.eks. Menneskerettighedsdomstolens dom af 7.2.2012, Axel Springer AG mod Tyskland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

[29] – Jf. ligeledes K.R. Ahern og D. Sosyura (fodnote 27).

[30] – I denne forbindelse skal det erindres, at målestokken for prøvelsen af kursrelevansen er den fornuftige investor (se allerede punkt 41 ovenfor); med andre ord kan et kursudsving også forekomme i tilfælde af en oplysning, som ikke er kursrelevant som omhandlet i artikel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124, navnlig hvis det skyldes en uforudsigelig markedsreaktion.

57. Den forelæggende ret og sagsøgeren i hovedsagen synes derimod at lægge til grund, at der kan findes viden, som er kursrelevant, men alligevel upræcis. Såfremt dette var tilfældet, ville en sådan oplysning imidlertid ikke være intern viden, da det første kriterium i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, ikke er opfyldt. Denne opfattelse ville følgelig føre til, at bestemte kursrelevante oplysninger, som på grund af denne kursrelevans giver indehaveren af oplysningen en særlig fordel, blev undtaget fra forbuddet mod insiderhandel. Denne fordel ville altså kunne udnyttes uden sanktioner, hvilket ville kunne undergrave investorernes tillid til det afbalancerede oplysningsniveau [31]. Der ses ikke nogen saglig grund til dette [32].

58. Til brug for besvarelsen af det første spørgsmål, litra c), er det imidlertid ikke nødvendigt at afklare udtømmende, om der kan findes upræcise kursrelevante oplysninger. Selv hvis man antog dette, gælder nemlig i hvert fald den regel, at en fornuftig investor støtter sine investeringsbeslutninger på oplysninger, som kan tillægges et vist mål af konkretisering. Med andre ord vil en kursrelevant oplysning i det mindste i de allerfleste tilfælde også være præcis. Denne omstændighed er efter min opfattelse tilstrækkeligt til at udvide den tanke, der findes i anden betragtning til direktiv 2003/124, og hvorefter et efterfølgende kursudsving højst *indikerer*, at oplysningen var kursrelevant, til at omfatte præcisionen. Denne dokumentations- eller kontroleffekt fritager under alle omstændigheder ikke fra forpligtelsen til at fastslå de konkrete faktiske omstændigheder og i hvert fald i forbindelse med sanktioner at prøve, om karakteren som intern viden allerede var en følge af de omstændigheder, der forelå ex ante.

3. Foreløbigt resultat

59. Svaret på det første spørgsmål lyder derfor: Oplysningen fra forfatteren til en presseartikel om den forestående offentliggørelse af denne artikel, som omhandler et markedsrygte vedrørende en virksomhedsovertagelse, opfylder kravet om specifik viden i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), sammenholdt med artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124, hvis artiklens genstand i den offentliggjorte form er så præcis, at der herudfra kan drages en konklusion om den mulige påvirkning af kurserne for et eller flere finansielle instrumenter. Dette er tilfældet, hvis offentliggørelsen af artiklen indebærer indikationer, ud fra hvilke troværdigheden af oplysningerne i artiklen kan bedømmes, og der heraf kan udledes økonomiske implikationer for en udsteder. Elementer, som kan være af betydning, er den anseelse, som den journalist, der har lagt navn til artiklen, har, den pågældendes omdømme, den anseelse, som det presseorgan, der har forestået offentliggørelsen, har, og den omstændighed, at artiklen nævner en bestemt pris for det pågældende overtagelsestilbud. Et eventuelt kursudsving efter offentliggørelsen af den pågældende oplysning kan i overensstemmelse med anden betragtning til direktiv 2003/124 anvendes til kontrol af den antagelse, at ex ante-oplysningen var præcis som omhandlet i dette direktivs artikel 1, stk. 1, andet alternativ.

B. Det andet til det fjerde spørgsmål

60. Såfremt den forelæggende ret under anvendelse af de ovenfor nævnte standarder konkluderer, at oplysningen om den forestående offentliggørelse af den omtvistede artikel skal kvalificeres som intern viden, er det næste spørgsmål, om videregivelsen af denne viden, altså meddelelsen til de pågældende personer, var uretmæssig og dermed bør sanktioneres.

[31] – Jf. dom af 23.12.2009, Spector Photo Group og Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, præmis 52).

[32] – I dom af 28.6.2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, præmis 48), fokuserede Domstolen i denne forbindelse på udstedernes retssikkerhed, som imidlertid ikke er relevant i forbindelse med rygter, der omhandler dem, da en udsteder i forvejen ikke er forpligtet til at offentliggøre rygter, der omhandler den pågældende.

61. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), som var den gældende bestemmelse på tidspunktet for de omtvistede hændelser, er ikke til hinder for enhver videregivelse af intern viden. Tværtimod er det kun forbudt at videregive sådan viden, hvis det ikke sker »som et normalt led i udøvelsen af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner«. Denne bestemmelse er baseret på den erkendelse, at et kategorisk forbud mod videregivelse ville føre til en lammelse af andre vigtige processer. I praksis er det nemlig utænkeligt, at erhvervsvirksomhed kan finde sted uden behandling og videregivelse af intern viden til en begrænset kreds af personer internt i virksomheden (f.eks. til ansvarlige afdelinger) eller eksternt (f.eks. til advokater og revisorer).

62. Domstolen har dog præciseret, at denne undtagelse fra forbuddet mod videregivelse skal fortolkes strengt og kun er begrundet, hvis den er strengt nødvendig for udøvelsen af beskæftigelse, erhverv eller funktioner og overholder proportionalitetsprincippet [33].

63. En bestemmelse, hvis ordlyd er næsten identisk med markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), findes i dag i artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug [sammenholdt med samme forordnings artikel 14, litra c)]. Desuden fastsætter den nævnte forordnings artikel 21 under den nugældende lovgivning, at der for det journalistiske område ved anvendelsen af forordningens artikel 10 skal tages hensyn til bestemmelserne om pressefrihed og ytringsfrihed i andre medier samt de regler og kodekser, der styrer journalisterhvervet.

64. Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris) ønsker nu med sit andet til fjerde spørgsmål oplyst, hvordan meddelelsen om den forestående offentliggørelse af artiklen skal vurderes i lyset af de nævnte bestemmelser i forordningen om markedsmisbrug, med andre ord, om betingelserne for en undtagelse fra forbuddet mod videregivelse i henhold til disse bestemmelser er opfyldt.

65. Det skal følgelig afklares, hvilken retlig ordning forordningen om markedsmisbrug fastsætter for omgangen med intern viden i den journalistiske kontekst. Dermed skal det i sidste ende undersøges, hvordan presse- og ytringsfriheden i medierne kan bringes i en rimelig balance med beskyttelsen af markedets integritet, som særligt fremhæves af Domstolen gennem tendensen til en streng håndtering af forbuddet mod videregivelse i forbindelse med erhvervsudøvelsen. Det andet til det fjerde spørgsmål besvares derfor under ét (herom under 2).

66. Først behandles imidlertid de præjudicielle spørgsmåls formalitet, da forordningen om markedsmisbrug – som den forelæggende ret selv konstaterer – endnu ikke var trådt i kraft på tidspunktet for de i hovedsagen omtvistede hændelser, men markedsmisbrugsdirektivets bestemmelser stadig var gældende (herom nedenfor under 1).

1. Spørgsmålet om, hvorvidt forordningen om markedsmisbrug finder anvendelse i hovedsagen (formaliteten vedrørende det andet til det fjerde spørgsmål)

67. Den forelæggende ret er af den opfattelse, at artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug i forhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), som egentligt finder anvendelse ratione temporis, udgør en gunstigere bestemmelse for journalister, som i forbindelse med en sanktion

[33] – Dom af 22.11.2005, Grøngaard og Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, præmis 34).

som i den foreliggende sag i henhold til lex mitior-princippet [34] også bør finde anvendelse på handlinger, der er afsluttet før bestemmelsens ikrafttrædelse. Følgelig er spørgsmålene vedrørende artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug relevante for afgørelsen i hovedsagen.

68. På baggrund af, at der også, allerede da markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), var gældende, ved fortolkningen og anvendelsen af denne bestemmelse skulle tages hensyn til de grundlæggende rettigheder, navnlig chartrets artikel 11 og EMRK's artikel 10 [35], kan det ikke uden videre afgøres, om artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug faktisk indeholder en mildere bestemmelse. Tværtimod afhænger denne bedømmelse i sidste ende af, hvordan artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug nærmere bestemt skal fortolkes. Da dette imidlertid netop er genstanden for de præjudicielle spørgsmål, er det i overensstemmelse med god retspleje at antage disse til realitetsbehandling [36].

69. Dette gælder også med hensyn til artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug, hvilken der i det tredje og det fjerde spørgsmål udtrykkeligt anmodes om en fortolkning af. Ganske vist indeholder markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a), i denne forbindelse en – i hvert fald med hensyn til ordlyden – sammenlignelig bestemmelse, således at det umiddelbart synes udelukket at anvende lex mitior-princippet i denne forbindelse. Artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug refererer imidlertid udtrykkeligt til artikel 10, idet bestemmelserne udgør et samlet regelsæt. Derfor er det nødvendigt at undersøge de to bestemmelser i deres indbyrdes forhold for at sikre en passende fortolkning.

70. Det andet til det fjerde spørgsmål kan derfor antages til realitetsbehandling.

2. Undtagelserne fra forbuddet mod videregivelse af intern viden for journalisters arbejde

71. Det andet til det fjerde spørgsmål omhandler på den ene side anvendeligheden af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug i hovedsagen. Den forelæggende ret ønsker oplyst, om meddelelsen om den forestående offentliggørelse af en artikel kan anses for videregivelse af en intern viden »med henblik på journalistik«. På den anden side spørger den til forholdet mellem artikel 21 og artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug.

72. Baggrunden for denne problematik er, at sagsøgeren i hovedsagen er af den opfattelse, at artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug er en udtømmende særregel for journalistisk arbejde. Dette arbejde er derfor efter hans opfattelse ikke omfattet af de generelle krav til retmæssig videregivelse af intern viden i en erhvervsmæssig kontekst i henhold til samme forordnings artikel 10. Han mener derfor, at det af Domstolen opstillede krav om, at videregivelsen af intern viden skal være nødvendig for udøvelsen af beskæftigelsen og stå i et rimeligt forhold til denne [37], ikke skal prøves i forbindelse med journalistisk arbejde.

[34] – Jf. chartrets artikel 49, stk. 1, tredje punktum. Overtrædelsen af forbuddet mod videregivelse har ifølge den forelæggende rets fremstilling strafferetlig karakter i fransk ret. Domstolen har desuden allerede fastslået, at også de administrative sanktioner, der er fastsat ved bestemmelserne om markedsmisbrug, kan have strafferetlig natur og derfor bl.a. begrunder en anvendelse af chartrets artikel 48, jf. dom af 2.2.2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, præmis 42 og 43).

[35] – Jf. også 44. betragtning til markedsmisbrugsdirektivet.

[36] – Jf. i denne retning dom af 26.2.2002, Rådet mod Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, præmis 52), og af 5.11.2019, ECB m.fl. mod Trasta Komercbanka m.fl. (C-663/17 P, C-665/17 P og C-669/17 P, EU:C:2019:923, præmis 46).

[37] – Jf. herom punkt 62 i dette forslag til afgørelse.

a) Begrebet videregivelse af intern viden »med henblik på journalistik«

1) Begrebets fortolkning

73. På denne baggrund har navnlig AMF og den franske regering i den foreliggende sag plæderet for en særligt streng fortolkning af begrebet »med henblik på journalistik«. Ifølge denne opfattelse skal dette begreb kun omfatte offentliggørelsen af selve oplysningen og handlinger, der er direkte knyttet hertil. Meddelelsen om den forestående offentliggørelse af en artikel er ifølge denne opfattelse ikke omfattet af dette begreb, da den selv kun røbes for en lille kreds af personer og derfor hverken bliver videregivet eller direkte tjener offentliggørelsen af den pågældende artikel.

74. I betragtning af hensigten og formålet med artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug kan en sådan fortolkning af begrebet »med henblik på journalistik« imidlertid vanskeligt forsvares. Den ville nemlig, hvis den tænkes konsekvent til ende, på forhånd udelukke en væsentlig del af det journalistiske arbejde forud for den egentlige offentliggørelse, nemlig researchen, fra beskyttelsen af presse- og ytringsfriheden på det insiderretlige område. Anvendelsesområdet for artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug skal imidlertid være i overensstemmelse med beskyttelsen af presse- og ytringsfriheden i medierne [38]. Dette er i overensstemmelse med forordningens målsætning, som det fremgår af 77. betragtning til forordningen om markedsmisbrug. Ifølge denne skal enhver henvisning til disse grundlæggende rettigheder i forordningen sikre, at der tages hensyn til dem, således som de er anerkendt i chartret og EMRK.

75. Dette gælder så meget desto mere på baggrund af, at der i modsat fald kun ville restere et relativt lille anvendelsesområde for artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug. Under alle omstændigheder for så vidt angår offentliggørelsen af en oplysning i et vidt udbredt presseorgan er denne allerede tilladt helt uafhængigt af anvendelsen af nævnte artikel 21. Gennem en sådan offentliggørelse overvindes nemlig betingelsen om, at en oplysning ikke er offentligt kendt, og dermed dens karakter af intern viden [39].

76. Den Europæiske Menneskerettighedsdomstol fremhæver med hensyn til EMRK's artikel 10 [40] ganske vist journalistikkens opgave, som er at udbrede oplysninger og idéer vedrørende alle anliggender af offentlig interesse [41]. Heraf kan det dog ikke konkluderes, at det i realiteten også kun er den egentlige offentliggørelse af oplysninger og aktiviteter i tæt tilknytning hertil, der er beskyttet af pressefriheden. Tværtimod inkluderer Menneskerettighedsdomstolen udtrykkeligt aktiviteter under beskyttelsen, der – som research og undersøgelser – kun har forberedende karakter for en senere udbredelse eller offentliggørelse. Disse aktiviteter tillægges sågar et særligt

[38] – Hvis man derimod i tilfælde af en streng fortolkning i hvert fald i forbindelse med prøvelsen af en journalists normale erhvervsudøvelse som omhandlet i artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug ville lade de nævnte grundlæggende rettigheder indgå, ville samme forordnings artikel 21 eller en streng fortolkning af denne overhovedet ikke have nogen praktisk relevans.

[39] – Jf. i denne retning dom af 10.5.2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, præmis 39), hvorefter der ikke kan begås insiderhandel over for en insider, da alle er stillet lige med hensyn til oplysninger. Noget andet kan gælde, hvis oplysningen offentliggøres i et presseprodukt med meget lille rækkevidde.

[40] – Garantierne i EMRK's artikel 10 svarer i overensstemmelse med chartrets artikel 52, stk. 3, med hensyn til ytrings- og pressefriheden til garantierne i chartrets artikel 11, jf. forklaringerne til chartret (EUT 2007, C 303, s. 21, på s. 33) samt dom af 4.5.2016, Philip Morris Brands m.fl. (C-547/14, EU:C:2016:325, præmis 147), og af 14.2.2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, præmis 65). I forbindelse med henvisningen til EMRK's garantier for de tilsvarende rettigheder skal der i henhold til forklaringerne ad chartrets artikel 52, stk. 3 (EUT 2007, C 303, s. 33) ikke kun tages hensyn til teksten i disse instrumenter, men også til retspraksis ved Den Europæiske Menneskerettighedsdomstol, jf. dom af 30.6.2016, Toma og Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, præmis 41).

[41] – Jf. Menneskerettighedsdomstolens dom af 7.2.2012, Axel Springer mod Tyskland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79), og af 8.11.2016, Magyar Helsinki Bizottság mod Ungarn (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168); jf. også dom af 16.12.2008, Satakunnan Markkinapörssi og Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, præmis 61).

behov for beskyttelse [42]. På denne baggrund er den i det andet spørgsmål, litra b), omhandlede verificering af en faktisk omstændighed hos en kilde [43] forud for offentliggørelsen uproblematisk omfattet af presse- og ytringsfriheden i medierne og dermed af anvendelsesområdet for artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug. Dette gælder også, hvis sagsøgeren i hovedsagen i forbindelse med en sådan verificering har tilkendegivet, at han står lige over for at offentliggøre en artikel om denne faktiske omstændighed.

77. Ifølge AMF tjente samtalerne mellem sagsøgeren i hovedsagen og de senere købere imidlertid ikke til verificering af en oplysning, men var begrænset til den blotte meddelelse om, at der ville blive offentliggjort en artikel om det pågældende rygte.

78. Også en sådan handling kan imidlertid være omfattet af beskyttelsen af pressefriheden. Menneskerettighedsdomstolen kræver således ikke, at den pågældende handling direkte skal komme en bestemt publikation til gode. I et tilfælde med en journalist, som regelmæssigt rapporterer om kriminalsager, blev indhentning af fortrolige oplysninger hos en medarbejder ved anklagemyndigheden med det formål generelt at være informeret om efterforskninger, uden at der blev arbejdet på en bestemt offentliggørelse eller research, uden videre anset for omfattet af beskyttelsen af pressefriheden [44].

79. Det afgørende for, om beskyttelsen af pressefriheden finder anvendelse, og dermed for anvendelsen af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, er således kun, at en handling eller aktivitet foretages i den pågældende persons egenskab af journalist – og ikke privat [45]. Dette kræver, at den såvel objektivt som ud fra sin intention er knyttet til den pågældende persons journalistiske arbejde. En sådan journalistisk aktivitet skal generelt være rettet mod at videregive oplysninger til offentligheden. Det er imidlertid ikke et krav, at den pågældende handling selv består i en oplysning af offentligheden.

80. Følgelig skal meddelelsen om den forestående offentliggørelse af artiklen allerede anses for en videregivelse »med henblik på journalistik« som omhandlet i artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, såfremt den forelæggende ret konkluderer, at en finansjournalists researchaktivitet i praksis er præget af kontakter med finansanalytikere, og at der i denne forbindelse også udveksles oplysninger om forestående artikler og deres offentliggørelse.

81. Bedømmelsen ville imidlertid skulle være anderledes, hvis de pågældende kontakter ikke bevæger sig inden for rammerne af indhentning af oplysninger til (fremtidige) artikler, men helt uafhængigt heraf havde til formål at give et forspring med hensyn til oplysninger eller at udnytte et sådant forspring. Det tilkommer den forelæggende ret at fastslå de nødvendige faktiske omstændigheder for denne bedømmelse [46].

[42] – Menneskerettighedsdomstolens dom af 25.4.2006, Dammann mod Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

[43] – Vedrørende kildebeskyttelsen jf. blot dom af 27.3.1996, Goodwin mod Det Forenede Kongerige (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), og af 5.10.2017, Becker mod Norge (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

[44] – Menneskerettighedsdomstolens dom af 25.4.2006, Dammann mod Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

[45] – Som »følge af handling som journalist« jf. Menneskerettighedsdomstolens dom af 20.10.2015, Pentikäinen mod Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), og af 5.1.2016, Erdtmann mod Tyskland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

[46] – Jf. herom nærmere nedenfor, punkt 85 ff. i dette forslag til afgørelse.

82. Et andet spørgsmål, som skal holdes adskilt fra anvendeligheden af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, er, om en sådan journalistisk praksis i sidste ende udgør en regelmæssig videregivelse af intern viden. Til forskel fra, hvad sagsøgeren i hovedsagen gør gældende, fører den omstændighed, at kriterierne i nævnte artikel 21 er opfyldt, ikke i sig selv til en undtagelse fra forbuddet mod videregivelse. Dette aspekt er genstand for det tredje spørgsmål.

83. I denne forbindelse fremgår det allerede af ordlyden af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, at »med henblik på artikel 10 […] vurderes offentliggørelse […] under hensyntagen til bestemmelserne om pressefrihed og ytringsfrihed i andre medier samt de regler og kodekser, der styrer journalisterhvervet«. Dermed lægger denne bestemmelse åbenbart til grund, at artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug også i tilfælde af videregivelse af intern viden med henblik på journalistik fortsat er den relevante bestemmelse for vurderingen af denne videregivelses retmæssighed. Kun inden for denne bestemmelses rammer kan der overhovedet tages hensyn til de pågældende grundlæggende rettigheder og erhvervets regler og kodekser. Tilsvarende fastsætter artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug ikke nogen selvstændig retsvirkning og kan allerede af denne grund ikke udgøre en selvstændig undtagelse fra forbuddet mod videregivelse.

84. Deraf følger, at retmæssigheden eller uretmæssigheden af videregivelsen med henblik på journalistik i næste skridt er underlagt en vurdering af, om den skete som led i den normale udøvelse af journalisterhvervet som omhandlet i artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug[47]. Dermed er det begrundet at sidestille anvendelsesområdet for artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug med beskyttelsen af presse- og ytringsfriheden i medierne og følgelig altid lægge til grund, at videregivelse af intern viden sker »med henblik på journalistik«, hvis den sker i den pågældende persons egenskab af journalist[48].

2) Dokumentation af, at videregivelsen sker »med henblik på journalistik« i det konkrete tilfælde

85. Det fremgår allerede af ovenstående betragtninger[49], at prøvelse og dokumentation af, om videregivelsen sker »med henblik på journalistik« eller ikke, kan være vanskelig i faktisk henseende.

86. Det påhviler ifølge de almindelige regler de kompetente statslige instanser at dokumentere en overtrædelse af forbuddet mod videregivelse; de skal altså også dokumentere, at videregivelsen ikke skete med henblik på journalistik. Til dette formål skal de dokumentere gerningens objektive omstændigheder, ud fra hvilke en domstol, der behandler sagen, skal undersøge, om der på dette grundlag foreligger en tilknytning til den pågældendes journalistiske arbejde, eller om der i det mindste kan findes indikationer heraf.

87. I denne forbindelse er det åbenlyst, at en domstol lettere kan lægge til grund, at videregivelsen skete med henblik på journalistik, hvis den pågældende journalist leverer forklaringer på, hvordan den omtvistede handling indgår i hans eller hendes journalistiske arbejde. Dette må imidlertid ikke føre til, at det i praksis pålægges den pågældende person at dokumentere, at videregivelsen skete med henblik på journalistik. Tværtimod har enhver berørt person også i forbindelse med en sag vedrørende en administrativ sanktion ret til ikke at udtale sig[50], idet udøvelsen af denne

47 – Herom nedenfor, punkt 89 ff. i dette forslag til afgørelse.

48 – Jf. herom punkt 79 i dette forslag til afgørelse.

49 – Jf. navnlig punkt 80 i dette forslag til afgørelse.

50 – Jf. dom af 2.2.2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, præmis 42).

rettighed ikke må være til skade for den pågældende. Ligeledes gælder uskyldsformodningen (chartrets artikel 4, stk. 1) også på området for forfølgelse af insiderhandel [51]. Det kan følgelig ikke forlanges af en journalist, at den pågældende skal redegøre for formålene med at videregive den pågældende viden. Dette er i sidste ende i overensstemmelse med den journalistiske kildebeskyttelses behov.

88. I tvivlstilfælde vil det derfor i forbindelse med professionelle journalister kun kunne udelukkes, at videregivelsen er sket »med henblik på journalistik« som omhandlet i artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, hvis enten gerningens objektive omstændigheder ikke har nogen indre tilknytning til deres erhvervsmæssige arbejde. Eller det alternativt – under anvendelse af de relevante metoder i national ret – kan bevises, at videregivelsen subjektivt skete til ikkeerhvervsmæssige henholdsvis personlige formål.

b) Prøvelsen af »den normale udøvelse af […] [journalisters] erhverv« som omhandlet i artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, sammenholdt med samme forordnings artikel 10, stk. 1

89. I henhold til artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug er videregivelse af intern viden ikke uretmæssig, hvis den sker »som led i den normale udøvelse af […] erhverv«. I denne forbindelse opstår spørgsmålet, om dette inden for anvendelsesområdet for samme forordnings artikel 21 kun omfatter en videregivelse, som er strengt nødvendig for udøvelsen af journalisterhvervet og overholder proportionalitetsprincippet som omhandlet i Grøngaard og Bang-dommen [52].

90. Grøngaard og Bang-retspraksissen, som oprindeligt blev afsagt vedrørende artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 [53], kan uden videre overføres på artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug. Bestemmelserne har nemlig i vid udstrækning samme ordlyd, og de betragtninger, som Domstolen baserede denne fortolkning af kriteriet »normal erhvervsudøvelse« på, er fortsat relevante. Navnlig opfattes videregivelse af intern viden fortsat som en alvorlig risiko for kapitalmarkedernes funktion og investorernes tillid til disse [54], og undtagelser fra forbuddet skal derfor fortsat være begrænset. Den betydning, som lovgiver tillægger beskyttelsen af markedets integritet, forstærkes sågar af, at regelsættet om markedsmisbrug er sket ved forordning [55].

91. Den forelæggende ret er imidlertid i tvivl om, hvorvidt denne retspraksis også gælder i forbindelse med artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug (sammenholdt med samme forordnings artikel 10, stk. 1). Da pressens primære funktion netop består i at udbrede ideer og oplysninger vedrørende emner af offentlig interesse [56], bliver journalisterhvervet nemlig begrænset på en særlig måde ved en streng håndtering af forbuddet mod videregivelse.

[51] – Jf. 11. betragtning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU af 16.4.2014 om strafferetlige sanktioner for markedsmisbrug (markedsmisbrugsdirektivet).

[52] – Jf. herom allerede punkt 62 i dette forslag til afgørelse.

[53] – Rådets direktiv 89/592/EØF af 13.11.1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel (EFT 1989, L 334, s. 30).

[54] – Således argumentationen i dom af 22.11.2005, Grøngaard og Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, præmis 33). Jf. i denne forbindelse dels 2. og 5. betragtning til direktiv 89/592 og dels 1., 2. og 23. betragtning til forordningen om markedsmisbrug.

[55] – I denne retning også fjerde betragtning til forordningen om markedsmisbrug. Desuden bekræftes dette af, at Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/57/EU af 16.4.2014 om strafferetlige sanktioner for markedsmisbrug (direktivet om markedsmisbrug) (EUT 2014, L 173, s. 179), navnlig direktivets artikel 4, for bestemte tilfælde af insiderhandel kræver strafferetlige sanktioner i medlemsstaternes lovgivning.

[56] – Jf. herom allerede punkt 76 og fodnote 41 i dette forslag til afgørelse.

92. Deraf følger imidlertid ikke – til forskel fra, hvad den forelæggende ret overvejer i det fjerde spørgsmål – at de strenge krav til betingelserne for en undtagelse fra forbuddet mod videregivelse, som Domstolen har opstillet, på forhånd ikke gælder i den journalistiske kontekst. Tværtimod viser artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug kun, at denne retspraksis skal anvendes på en måde, som ikke fører til krænkelse af presse- og ytringsfriheden.

93. I denne forbindelse skal der inden for finansjournalistikken sondres mellem, om den journalistiske aktivitet udelukkende bevæger sig inden for interessefeltet for et publikum af investorer, eller om også emner af generel politisk eller samfundsmæssig interesse berøres. Ifølge Menneskerettighedsdomstolens praksis er der nemlig i forbindelse med samfundsmæssigt eller politisk relevante debatter kun en lille margen for at begrænse pressefriheden [57], mens meddelelser med begrænset offentlig interesse ikke skal tillægges samme vægt [58].

94. Ifølge disse standarder foreligger der i forbindelse med afsløring af virksomheders ulovlige adfærd, som ofte går hånd i hånd med en offentlig diskussion om regulering af erhvervslivet eller eventuelle forsømmelser fra statslige instansers side, et stort behov for oplysning og dermed en øget offentlig interesse [59]. Dette gælder navnlig også af den grund, at virksomheder har en tendens til ikke at offentliggøre oplysninger, som er negative for dem, selv om dette eventuelt er i strid med forpligtelsen til ad hoc-offentliggørelse, som følger af artikel 17, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug. Pressen fungerer dermed som »offentlig vagthund« [60]. For at kunne varetage denne funktion effektivt må pressen imidlertid inden for en ret vid ramme have lov til at behandle og om nødvendigt videregive intern viden.

95. Derimod kan begrænsninger af videregivelsen af intern viden i forbindelse med meddelelser, som udelukkende er af interesse for kredsen af investorer, bedre begrundes. Disse meddelelser betjener kun markedets generelle interesse i oplysninger, som ganske vist i betragtning af målene om effektiv information og gennemsigtighed inden for kapitalmarkedsretten må anses for en selvstændig offentlig interesse [61]. Denne interesse forfølges imidlertid allerede gennem de kapitalmarkedsretlige mekanismer for offentliggørelse [62]. I forbindelse med virksomhedsovertagelser som i det foreliggende tilfælde er det f.eks. ud over den allerede nævnte ad hoc-offentliggørelse fastsat i direktiv 2004/25, at tilbudsgiveren også skal offentliggøre overtagelsestilbuddet [63].

57 – Menneskerettighedsdomstolens dom af 7.6.2007, Dupuis m.fl. mod Frankrig (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40), af 10.12.2007, Stoll mod Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 117 ff.), og af 29.3.2016, Bédat mod Schweiz (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

58 – Jf. i denne retning Menneskerettighedsdomstolens dom af 23.6.2016, Brambilla mod Italien, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

59 – Som et prominent eksempel bør nævnes artiklen »Is Enron Overpriced?« af B. McLean (*Fortune* den 5.3.2001), som var med til at afsløre en af de største virksomhedsskandaler i USA. Et andet eksempel er R. Daums research, som i Tyskland afslørede regnskabsskandalen i ComRoad-sagen (»Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen«, 2003). Ligeledes rejste journalister på *Financial Times* allerede i 2015 tvivl om integriteten af Wirecard AG's rapportering (D. McCrum, »The House of Wirecard«, *Financial Times* den 27.4.2015).

60 – I denne retning senest Menneskerettighedsdomstolens dom af 20.5.2021, Amaghlobeli m.fl. mod Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

61 – Jf. herom allerede punkt 1 i dette forslag til afgørelse.

62 – Pressen kan imidlertid også opnå en vigtigere funktion på dette område, hvis der er risiko for, at disse mekanismer svigter med hensyn til bestemte oplysninger, jf. herom allerede punkt 94 i dette forslag til afgørelse.

63 – Jf. artikel 6 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21.4.2004 om overtagelsestilbud (EUT 2004, L 142, s. 12).

96. For anvendelsen af artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, sammenholdt med samme forordnings artikel 10, stk. 1, og prøvelsen af kriteriet om, at videregivelsen skal være strengt nødvendig, betyder dette følgende: Ifølge Menneskerettighedsdomstolens praksis skal det, også når der foreligger en stor offentlig interesse i rapporteringen, altid prøves, om der var åbenlyse alternative måder at nå de journalistiske mål på [64].

97. I et tilfælde som det foreliggende kan det desuden under anvendelse af en strengere standard for prøvelse tillige kontrolleres, om oplysningen allerede var verificeret i tilstrækkelig grad, hvilket det principielt påhviler journalisten at vurdere. I hvert fald kan det undersøges, om verificeringen også havde været mulig uden at nævne den forestående offentliggørelse af artiklen. Såfremt den forelæggende ret konstaterer, at meddelelsen om offentliggørelsen af artiklen ikke skete i forbindelse med verificeringen [65], skal det prøves, om videregivelsen på anden måde faktisk var nødvendig for at løse de journalistiske opgaver, navnlig om informationsstrømmen for fremtidige artikler kun kunne sikres på denne måde.

98. På denne baggrund forekommer det i den foreliggende sag ikke udelukket, at den forelæggende ret når til det resultat, at meddelelsen om den forestående offentliggørelse ikke var strengt nødvendig.

99. I modsat fald skal der ved afvejningen af pressefriheden og markedets integritet i forbindelse med proportionalitetsprøvelsen i egentlig forstand på den ene side tages hensyn til, at der som følge af videregivelsen af intern viden blev foretaget insiderhandler [66].

100. Derved opstår der nemlig indledningsvis reelle finansielle tab. Såfremt de pågældende oplysninger er ukendte for de investorer, der har tillid til markedet, sælger de nemlig – alt efter oplysningernes indhold – deres værdipapirer under værdi eller køber dem over værdi. Især meget opmærksomme investorer lider tab, da de reagerer særligt hurtigt på de kursbevægelser, som forårsages af insiderhandelen og ikke kan forklares på anden måde. På mellemlang sigt er der desuden risiko for, at disse investorer helt mister tilliden til markedet og forlader det. Dermed forsvinder netop de (opmærksomme) investorer, som sørger for en hurtig og korrekt kursdannelse på markedet. Desuden og som konsekvens er der risiko for, at offentligheden generelt mister tilliden til markedernes funktion [67], og denne kan efter lovgivers opfattelse næppe genoprettes [68].

[64] – Således prøver Menneskerettighedsdomstolen f.eks., om de ønskede oplysninger kunne have været opnået på lovlig vis, jf. f.eks. Menneskerettighedsdomstolens dom af 20.5.2021, Amaghlobeli m.fl. mod Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39), og af 25.4.2006, Dammann mod Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 og 56). Jf. også dom af 20.10.2015, Pentikäinen mod Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), hvor Menneskerettighedsdomstolen undersøgte, om appellanten kunne have fortsat sin rapportering lige så godt, hvis han havde fulgt politiets anordning.

[65] – Jf. vedrørende de forskellige faktiske hypoteser punkt 76 og 80 i dette forslag til afgørelse.

[66] – Jf. vedrørende relevansen af en indtrådt krænkelse af tredjemand eller af det beskyttede retsgode Menneskerettighedsdomstolens dom af 1.7.2014, A.B. mod Schweiz (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), under henvisning til dom af 7.6.2007, Dupuis m.fl. mod Frankrig (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Jf. også dom af 10.12.2007, Stoll mod Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

[67] – Jf. herom anden betragtning til samt artikel 13, stk. 2, litra a), i forordningen om markedsmisbrug. Jf. også punkt 1 i dette forslag til afgørelse.

[68] – Jf. Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet af 19.11.2002, KOM(2002) 625 endelig udg., EUT 2003, C 71 E, s. 62.

101. På den anden side bør det indgå i afvejningen, at den pågældende regel eller dens anvendelse – i det foreliggende tilfælde altså forbuddet mod videregivelse – ikke generelt må afskrække pressen fra at researche og publicere om bestemte emner [69]. I denne forbindelse spiller den mulige sanktions strenghed en vigtig rolle [70].

102. Imidlertid afhænger beskyttelsen af det pågældende medlem af pressen i det konkrete tilfælde af, om den pågældende har handlet pligtopfyldende og ansvarligt [71]. I denne forbindelse er det særligt relevant, omend ikke altafgørende, om den pågældendes handling var retmæssig [72]. I et tilfælde som det foreliggende kan det følgelig spille en rolle, om en journalist – foruden sin egen potentielt strafbare handling – (bevidst) deltog i en fremmed strafbar handling, f.eks. i en fremmed insiderhandel.

103. Med hensyn til insiderrettens potentielt afskrækkende effekt [73] for finansjournalistikken fremhæver sagsøgeren i hovedsagen ganske vist, at han ikke tilsidesatte nogen fagetiske regler, som forbyder meddelelse af den forestående offentliggørelse af en artikel under de givne omstændigheder [74]. I denne forbindelse påhviler det imidlertid på den ene side den forelæggende ret at prøve, om det følger heraf, at sagsøgerens adfærd faktisk var i overensstemmelse med journalistisk praksis. På den anden side kan det i det mindste i den foreliggende kontekst ikke uden videre konkluderes ud fra den omstændighed, at journalistikkens fagetiske regler er overholdt, at videregivelsen af en intern viden var retmæssig. De fagetiske normer, der gælder i medlemsstaterne, regulerer nemlig til dels ikke pressefrihedens konflikt med insiderretten udtømmende [75], og den ved artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug tilstræbte balance mellem pressefriheden og markedets integritet kan derfor ikke opnås blot ud fra de fagetiske regler for journalisterhvervet. Dermed forbliver de grundlæggende rettigheders garantier for presse- og ytringsfriheden den afgørende standard, hvis indhold ikke uden videre kan fastsættes frit af den almindelige lovgiver eller erhvervsorganisationer.

104. Såfremt en adfærd, som en journalist alene ud fra de fagetiske regler anser for tilladt, alligevel ud fra disse principper udgør en overtrædelse af forbuddet mod videregivelse, kan der tages højde for denne omstændighed derved, at der ikke idømmes nogen sanktion [76]. Også på denne måde kan der sikres en sikker retlig ramme for journalisters virke på det kapitalmarkedsrelevante område [77].

[69] – Menneskerettighedsdomstolens dom af 25.4.2006, Dammann mod Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57), og af 10.12.2007, Stoll mod Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

[70] – Menneskerettighedsdomstolen anså eksempelvis en bøde på 800 CHF for relativt lille, jf. Menneskerettighedsdomstolens dom af 10.12.2007, Stoll mod Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

[71] – Jf. vedrørende argumentationsfiguren »ansvarlig journalistik« Menneskerettighedsdomstolens dom af 25.4.2006, Dammann mod Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55), af 7.6.2007, Dupuis m.fl. mod Frankrig (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43), og af 20.10.2015, Pentikäinen mod Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

[72] – Menneskerettighedsdomstolens dom af 20.10.2015, Pentikäinen mod Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90), og af 5.1.2016, Erdtmann mod Tyskland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

[73] – Jf. herom f.eks. Menneskerettighedsdomstolens dom af 22.11.2007, Voskuil mod Nederlandene (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65), og af 14.9.2010, Sanoma Uitgevers B.V. mod Nederlandene (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59), og af 25.10.2011, Altuğ Taner Akçam mod Tyrkiet (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

[74] – Vedrørende de fagetiske reglers betydning i denne forbindelse jf. Menneskerettighedsdomstolens dom af 10.12.2007, Stoll mod Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 ff.).

[75] – Således omfatter Clause 13 i IPSO Editors' Code of Practice eksempelvis kun tilfælde, hvor en journalist selv er finansielt berørt af en intern viden. Det tyske Presserats (presseråd) relevante adfærdsprincipper vedrørende rapportering om erhvervslivet og de finansielle markeder er i punkt II. 1. a) begrænset til en bestemmelse om, at intern viden »principielt« ikke må videregives.

[76] – Forordningen om markedsmisbrug forpligter ikke til idømmelse af straffe eller administrative sanktioner, men indeholder også muligheden for f.eks. et påbud om at afholde sig fra at gentage en sådan adfærd i fremtiden, jf. forordningens artikel 30, stk. 2, litra a).

[77] – Jf. Menneskerettighedsdomstolens dom af 24.2.2015, Haldimann m.fl. mod Schweiz (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), hvorefter der skal tages hensyn til, at journalisterne handlede i god tro i forhold til de fagetiske regler.

c) Foreløbig konklusion

105. På dette grundlag skal det andet til det fjerde spørgsmål besvares med, at der foreligger videregivelse »med henblik på journalistik« som omhandlet i artikel 21 i forordningen om markedsmisbrug, hvis videregivelsen sker i den pågældende persons egenskab af journalist. Også i dette tilfælde afhænger videregivelsens retmæssighed dog af, om den sker som led i den normale udøvelse af journalistens arbejde eller erhverv som omhandlet i artikel 10, stk. 1, i forordningen om markedsmisbrug. Dette forudsætter, at videregivelsen er strengt nødvendig for dette formål og sker i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Ved vurderingen af, om videregivelsen er strengt nødvendig og forholdsmæssig for det journalistiske arbejde, skal hensynet til presse- og ytringsfriheden i medierne stilles over for de risici for kapitalmarkedernes integritet, som videregivelsen indebærer. Ved prøvelsen af proportionaliteten skal der på den ene side navnlig tages hensyn til den offentlige interesse i emnet for det pågældende journalistiske arbejde, journalistens behov for beskyttelse samt sanktionens strenghed. På den anden side er det bl.a. afgørende, om risikoen for insiderhandel var reel, og om den blev realiseret i det konkrete tilfælde.

VI. Forslag til afgørelse

106. På baggrund af ovenstående betragtninger foreslår jeg Domstolen at besvare de af Cour d'appel de Paris (appeldomstolen i Paris, Frankrig) forelagte præjudicielle spørgsmål således:

»1) Artikel 1, nr. 1), i direktiv 2003/6/EF (markedsmisbrugsdirektivet), sammenholdt med artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124/EF, skal fortolkes således, at oplysningen fra forfatteren til en presseartikel om den forestående offentliggørelse af denne artikel, som omhandler et markedsrygte vedrørende en virksomhedsovertagelse, opfylder kravet om specifik viden i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1), sammenholdt med artikel 1, stk. 1, andet alternativ, i direktiv 2003/124, hvis artiklens genstand i den offentliggjorte form er så præcis, at der herudfra kan drages en konklusion om den mulige påvirkning af kurserne for et eller flere finansielle instrumenter. Dette er tilfældet, hvis offentliggørelsen af artiklen indebærer indikationer, ud fra hvilke troværdigheden af oplysningerne i artiklen kan bedømmes, og der heraf kan udledes økonomiske implikationer for en udsteder. Elementer, som kan være af betydning, er den anseelse, som den journalist, der har lagt navn til artiklen, har, den pågældendes omdømme, den anseelse, som det presseorgan, der har forestået offentliggørelsen, har, og den omstændighed, at artiklen nævner en bestemt pris for det pågældende overtagelsestilbud.

Et eventuelt kursudsving efter offentliggørelsen af den pågældende oplysning kan i overensstemmelse med anden betragtning til direktiv 2003/124 anvendes til kontrol af den antagelse, at ex ante-oplysningen var præcis som omhandlet i dette direktivs artikel 1, stk. 1, andet alternativ.

2) Artikel 21 i forordning (EU) nr. 596/2014, sammenholdt med samme forordnings artikel 10, stk. 1, skal fortolkes således, at der foreligger videregivelse af intern viden »med henblik på journalistik«, hvis videregivelsen sker i den pågældende persons egenskab af journalist. Også i dette tilfælde afhænger videregivelsens retmæssighed dog af, om den sker som led i den normale udøvelse af journalistens beskæftigelse eller erhverv som omhandlet i nævnte artikel 10, stk. 1. Dette forudsætter, at videregivelsen er strengt nødvendig for dette formål og sker i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Ved vurderingen af, om videregivelsen er strengt nødvendig og forholdsmæssig for det journalistiske arbejde, skal

hensynet til presse- og ytringsfriheden i medierne stilles over for de risici for kapitalmarkedernes integritet, som videregivelsen indebærer. Ved prøvelsen af proportionaliteten skal der på den ene side navnlig tages hensyn til den offentlige interesse i emnet for det pågældende journalistiske arbejde, journalistens behov for beskyttelse samt sanktionens strenghed. På den anden side er det afgørende, om risikoen for insiderhandel var reel, og om den blev realiseret i det konkrete tilfælde.«