Rättsfallssamlingen

FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT
JULIANE KOKOTT
föredraget den 16 september 2021 [1]

Mål C-302/20

A
mot
Autorité des marchés financiers (finansmarknadsmyndigheten, Frankrike)

(begäran om förhandsavgörande från Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris, Frankrike))

”Begäran om förhandsavgörande – Den inre marknaden för finansiella tjänster – Kapitalmarknadernas funktion och integritet – Insiderinformation och insiderhandel – Direktiv 2003/6/EG (marknadsmissbruksdirektivet) – Förbudet att röja insiderinformation – Direktiv 2003/124/EG – Artikel 1.1 – Begreppet insiderinformation – Kriterierna specifik natur och beskaffenhet att ha effekt på priserna – Marknadsrykte – En journalist har till en annan person röjt den förestående publiceringen av en artikel om ett marknadsrykte – Förordning (EU) nr 596/2014 (marknadsmissbruksförordningen) – Artikel 21 – Röjande av insiderinformation för journalistiska ändamål – Artikel 10 – Röjande av insiderinformation som ett normalt led i fullgörande av tjänst eller verksamhet”

I. Inledning

1. Den europeiska lagstiftningen mot marknadsmissbruk syftar i första hand till att värna kapitalmarknadernas integritet och investerarnas lika rättigheter. Detta är avsett att skapa förtroende hos investerarna, vilket i sin tur spelar en nyckelroll för marknadens ekonomiska funktion. [2] Insiderrätten, som utgör en väsentlig del av marknadsmissbruksrätten, syftar till att uppnå detta mål genom likabehandling av marknadsaktörerna i informationshänseende. Ingen investerare ska kunna dra fördel av relevanta upplysningar, som inte är tillgängliga för allmänheten, till nackdel för investerare som inte känner (eller inte kan känna) till upplysningarna. [3]

[1] Originalspråk: tyska.

[2] Se kommissionens förslag till direktiv om MAD av den 19 november 2002, KOM(2002) 625 slutlig (EGT C 71 E, 2003, s. 62): ”De finansiella marknaderna klarar av perioder av ökad volatilitet, cykliska korrigeringar och en negativ utveckling för enskilda aktier. De kommer dock inte att klara av en utarmning av investerarnas förtroende till följd av att [de] … lätt blir offer för missbruk.”

[3] Se särskilt dom av den 10 maj 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punkt 38), och dom av den 23 december 2009, Spector Photo Group och Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punkterna 47 och 48).

2. I insiderrätten föreskrivs därför för det första att all relevant information, i princip, ska offentliggöras snart som möjligt genom att en emittent av aktier regelbundet måste offentliggöra information om vederbörande (offentliggörande ad hoc). [4] För det andra får informationsassymetri som ändå förekommer inte utnyttjas (förbud mot insiderhandel) [5] eller så ska den hållas inom en så begränsad krets som möjligt (förbud mot olagligt röjande av insiderinformation [6]).

3. Förevarande begäran om förhandsavgörande avser i huvudsak förbudet mot att röja insiderinformation och gränserna för detta förbud. I målet vid den nationella domstolen har en finansjournalist motsatt sig en påföljd som denne ålagts på grund av påstått röjande av insiderinformation, och har i detta sammanhang i huvudsak gjort gällande att hans pressfrihet har åsidosatts. Med hänsyn till syftet med insiderrätten, som är att säkerställa största möjliga öppenhet, är den journalistiska behandlingen av insiderinformation under alla omständigheter visserligen till viss del även önskvärd i insiderrättsligt hänseende. I synnerhet i det skede som föregår allmän spridning och offentliggörande av information i medierna kan det emellertid uppstå konflikt mellan insiderrätten, pressfriheten och yttrandefriheten i medierna. Hur denna konflikt kan lösas är föremål för den andra frågeställningen som Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) har ställt till EU-domstolen.

4. Dessförinnan ska den hänskjutande domstolen emellertid pröva frågan huruvida det röjande av information som klaganden i det nationella målet anklagas för verkligen avsåg insiderinformation. Inom ramen för den första tolkningsfrågan ankommer det på EU-domstolen att i detta sammanhang framför allt klargöra under vilka omständigheter ett marknadsrykte, det vill säga information som är uppenbart osäker, kan utlösa de mekanismer som föreskrivs i insiderrätten.

II. Tillämpliga bestämmelser

A. Unionsrätt

1. Direktiv 2003/6 (Maktmissbrukdirektivet)

5. Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) (nedan kallat MAD för *market abuse directive*), [7] innehåller i artikel 1.1 följande definition av begreppet insiderinformation:

”… icke offentliggjord information av specifik natur, som direkt eller indirekt hänför sig till en eller flera emittenter av finansiella instrument eller till ett eller flera finansiella instrument och som, om den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument.”

[4] Se artikel 17 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 av den 16 april 2014 om marknadsmissbruk (marknadsmissbruksförordning) och om upphävande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG och kommissionens direktiv 2003/124/EG, 2003/125/EG och 2004/72/EG (EUT L 173, 2014, s. 1).

[5] Se artikel 14 a och b i förordning nr 596/2014.

[6] Se artikel 14 c i förordning nr 596/2014.

[7] EGT L 96, 2003, s. 16.

6. Enligt artikel 2.1 andra stycket c MAD ska medlemsstaterna förbjuda varje person som har tillgång till insiderinformation i sin anställning, i sin verksamhet eller under sina åligganden 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.

7. Dessutom ska medlemsstaterna enligt artikel 3 MAD förbjuda varje person som omfattas av förbudet i artikel 2

”a) att röja sådan insiderinformation till annan person, utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden, eller

b) att på grundval av sådan insiderinformation föreslå eller förmå någon annan person att förvärva eller avyttra finansiella instrument som omfattas av informationen.”

2. Direktiv 2003/124

8. De två första skälen i kommissionens direktiv 2003/124/EG av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan (nedan kallat direktiv 2003/124) [8] 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.

(2) Information som blivit tillgänglig först efter beslutet kan utnyttjas för att kontrollera antagandet om att den information som var tillgänglig vid beslutet var priskänslig, men bör inte utnyttjas för att vidta åtgärder gentemot någon som har dragit rimliga slutsatser av den information som var tillgänglig för personen i fråga vid beslutet.”

9. I artikel 1 i direktivet definieras närmare begreppet insiderinformation på följande sätt:

”1. Vid tillämpningen av artikel 1.1 [MAD] 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 [MAD] 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.”

[8] EGT L 339, 2003, s. 70.

3. Förordning nr 596/2014 (Maktmissbrukförordningen)

10. Förordning nr 596/2014 (nedan kallad MAR, *market abuse regulation*) har ersatt MAD och är enligt dess artikel 39.2 tillämplig i medlemsstaterna sedan den 3 juli 2016.

11. I skäl 77 i förordningen anges följande:

”Denna förordning står i överensstämmelse med de grundläggande rättigheter och principer som erkänns i Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna (nedan kallad stadgan). Denna förordning bör således tolkas och tillämpas i överensstämmelse med dessa rättigheter och principer. När denna förordning hänvisar till bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet i andra media såväl som de bestämmelser och normer som är tillämpliga på journalistyrket, bör hänsyn tas till de friheterna som de garanteras i unionen och medlemsstaterna och som de erkänns enligt artikel 11 i stadgan samt andra relevanta bestämmelser.”

12. Definitionen av begreppet insiderinformation i artikel 7.1 a MAR motsvarar det i artikel 1.1 MAD.

13. Artikel 7.2 och 7.4 MAR har i utdrag följande lydelse:

”(2) Vid tillämpning av punkt 1 ska 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 som 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 på relaterade finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter. I fråga om en över tiden pågående process som syftar till att förverkliga, eller som resulterar i, vissa omständigheter eller en händelse, kan i detta hänseende de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen och även de mellanliggande stegen i den processen som är knutna till förverkligandet av de framtida omständigheterna eller den framtida händelsen anses vara specifik information.

(4) Vid tillämpning av punkt 1 ska information som, om den offentliggjordes, sannolikt skulle ha en väsentlig inverkan på priset på finansiella instrument, finansiella derivatinstrument, på relaterade spotavtal avseende råvaror eller på auktionerade produkter baserade på utsläppsrätter avse information som en förnuftig investerare sannolikt skulle utnyttja som en del av grunden för sitt investeringsbeslut.”

14. I artikel 10.1 MAR, med rubriken ”Olagligt röjande av insiderinformation”, föreskrivs följande:

”Vid tillämpningen av denna förordning anses olagligt röjande av insiderinformation föreligga när en person förfogar över insiderinformation och röjer den informationen till en annan person, utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden. …”

15. I artikel 14 c MAR föreskrivs att en person inte får olagligen röja insiderinformation.

16. Artikel 21 MAR som har rubriken ”Offentliggörande eller spridning av information i medierna” har följande lydelse:

”Om information offentliggörs eller sprids och om rekommendationer tas fram eller sprids för journalistiska ändamål eller andra uttrycksformer i medierna, ska sådant offentliggörande eller sådan spridning av information, vid tillämpning av [artikel 10], bedömas med beaktande av bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet i andra medier samt de regler och normer som är tillämpliga på journalistyrket, om inte

a) de berörda personerna eller personer nära knutna till dessa direkt eller indirekt får fördel eller vinst från offentliggörandet eller spridandet av den aktuella informationen, eller

b) informationen offentliggörs eller sprids med avsikt att vilseleda marknaden när det gäller utbud och efterfrågan av eller pris på ett finansiellt instrument.”

B. Fransk rätt

17. Artikel 1.1 MAD och artikel 1 i direktiv 2003/124 införlivades i fransk rätt genom artikel 621–1 i Règlement général de l’AMF (Allmänna bestämmelser för AMF) (nedan kallade de allmänna bestämmelserna) och har nästan samma lydelse som dessa bestämmelser i direktiven.

18. I artikel 622–1 i de allmänna bestämmelserna föreskrevs att varje person som anges i artikel 622–2 ska underlåta att använda sådan insiderinformation som vederbörande innehar och även ska underlåta att röja denna information för andra personer utanför den normala ramen för sin tjänst, sin verksamhet eller sina åligganden. Artikel 622–2 i de allmänna bestämmelserna avser bland annat personer som innehar insiderinformation genom tillgång till informationen genom fullgörande av tjänst och verksamhet.

III. Bakgrund och förfarandet i det nationella målet

19. A, klagande i det nationella målet, är en pensionerad journalist som under sin yrkeskarriär har arbetat för olika brittiska dagstidningar. Sist arbetade han på webbplatsen för en brittisk dagstidning som är välbesökt. Där publicerade han regelbundet artiklar som vidarebefordrade marknadsrykten. Två av dessa artiklar är relevanta för målet vid den nationella domstolen.

20. För det första publicerade klaganden i det nationella målet på kvällen den 8 juni 2011 en artikel om ett eventuellt anbud som lämnats av en koncern om att köpa upp aktier i ett bolag till ett konkret angivet pris, vilket var 86 procent högre än priset på aktierna i detta bolag vid tidpunkten för börsens stängning. När börsen öppnade nästa dag ökade aktiekursen för det påstådda målföretaget med 0,64 procent och steg med ytterligare 4,55 procent under dagen.

21. För det andra publicerade han på kvällen den 12 juni 2012 en artikel om ett ytterligare eventuellt uppköp till ett visst inköpspris, som var cirka 80 procent högre än priset för aktierna i det påstådda målföretaget när börsen stängde. Under nästa handelsdag ökade aktiekursen i detta bolag med 17,69 procent till dess att börsen stängde. Det berörda företaget dementerade ryktet två dagar senare.

22. Kort tid innan de två artiklarna publicerades på den aktuella dagstidningens webbplats hade flera personer med hemvist i Förenade kungariket köpt respektive aktier och avyttrat dem med vinst dagen därpå.

23. En utvärdering av teledata gjorde det möjligt för Autorité des marchés financiers (den franska finansmarknadsinspektionen) (nedan kallad AMF) att fastställa att klaganden i det nationella målet dagen för publiceringen av artiklarna hade telefonkontakt med en eller flera personer som senare köpt aktier. Personerna i fråga var finansanalytiker med vilka klaganden i målet vid den nationella domstolen sedan flera år har haft ett fortlöpande utbyte i frågor som var relevanta för kapitalmarknaden. I åtminstone ett fall, kort tid efter det att telefonsamtalet med klaganden i målet vid den nationella domstolen hade avslutats, ringde den berörda personen till sin mäklare, som därefter lämnade en order om köp av de värdepapper som nämndes i den artikel som publicerades strax därefter.

24. AMF har lagt klaganden i nationella målet till last att i samband med aktuella telefonsamtalen ha underrättat ovannämnda personer om den förestående publiceringen av artiklarna. AMF anser att information om förestående publicering av en tidningsartikel i vilken ett marknadsrykte vidarebefordras kan utgöra insiderinformation och att de aktuella uppgifterna uppfyller villkoren för att kvalificeras som insiderinformation. Av det skälet påförde AMF klaganden i det nationella målet, efter att klaganden hade hörts av AMF:s sanktionskommitté, en straffavgift på 40 000 euro. Köparna av de aktuella värdepappren ålades straffavgifter för insiderhandel.

25. Överklagandet av detta beslut är anhängigt vid den hänskjutande domstolen, Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris).

26. Klaganden har i detta överklagande bestritt att han diskuterat de artiklar som vidarebefordrade rykten om uppköp med de personer som senare kom att köpa aktierna och har gjort gällande att informationen om den förestående publiceringen av dessa artiklar under alla omständigheter inte kan anses utgöra insiderinformation. Han har gjort gällande att rykten saknar den specificitet som krävs på grund av att de per definition är osäkra och vaga och att uppgifternas specificitet är ett fristående krav för att information ska kunna kvalificeras som insiderinformation enligt artikel 1.1 MAD och 7.1 a MAR. Kravet på att informationen ska vara specifik bortfaller i synnerhet inte på grund av att informationen har betecknats som relevant för priset. Dessutom strider den påföljd som ådömts klaganden mot artikel 21 MAR, i vilken det föreskrivs ett undantag från förbudet att röja insiderinformation för journalister. En tillämpning av detta undantag på klagandens situation bör således medföra att den straffavgift som klaganden ålagts ska upphävas.

27. Den hänskjutande domstolen anser i synnerhet att de betydande prisändringar som ägde rum för aktierna efter publiceringen av de berörda artiklarna visar att den aktuella informationen var prisrelevant information i den mening som avses i artikel 1.2 i direktiv 2003/124 och artikel 7.4 MAR. Det är emellertid oklart om informationen om den förestående publiceringen av artiklarna uppfyller kriteriet på att informationen ska vara av specifik natur, eftersom innehållet i artiklarna – det vill säga hänvisningen till ett marknadsrykte – eventuellt inte är tillräckligt specifikt.

28. Med beaktande av tillämpningen av artikel 21 MAR önskar den hänskjutande domstolen få klarhet i huruvida klagandens agerande har skett ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i denna bestämmelse och huruvida denna bestämmelse i detta avseende innehåller en uttömmande särreglering. När det gäller det generella undantaget från förbudet mot att röja

insiderinformation när informationen röjs för yrkesmässiga ändamål, kräver domstolen nämligen att spridningen av insiderinformation är proportionerlig och absolut nödvändig i förhållande till utövandet av yrket.[9] Det är därför viktigt att klargöra vilka krav som enligt artikel 21 MAR, i förekommande fall, jämförd med artikel 10.1 MAR, ställs för att klagandens uppträdande ska vara lagenligt.

IV. Tolkningsfrågorna och förfarandet vid EU-domstolen

29. Mot denna bakgrund beslutade Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) att vilandeförklara målet och ställa följande frågor till domstolen enligt artikel 267 FEUF:

1. a) För det första, ska artikel 1.1 första stycket [MAD] jämförd med artikel 1.1 i [direktiv 2003/124] när det gäller definition och offentliggörande av insiderinformation och definition av otillbörlig marknadspåverkan tolkas så, att information om den förestående publiceringen av en tidningsartikel som vidarebefordrar ett marknadsrykte angående en emittent av finansiella instrument kan vara så specifik som det krävs enligt ovannämnda artiklar för att kunna klassificeras som insiderinformation?

b) Inverkar det förhållandet att det i den tidningsartikel vars förestående publicering utgör den berörda informationen – i form av marknadsrykte – anges vilket pris som skulle tillämpas vid ett offentligt uppköpserbjudande på bedömningen av den berörda informationens specifika natur?

c) Ska det renommé som den journalist som undertecknat artikeln åtnjuter, anseendet hos det pressorgan som låtit publicera den och den väsentliga inverkan (i efterhand) denna publicering fick på priset på de aktier som berörs anses vara faktorer som faktiskt är relevanta för att bedöma den berörda informationens specifika natur?

2. För det andra, för det fall sådan information som den som är aktuell i förevarande fall anses kunna uppfylla kravet att den ska vara specifik:

a) Ska artikel 21 [MAR] tolkas så, att en journalists röjande för en av dennes sedvanliga informationskällor av den förestående publiceringen av en av honom undertecknad artikel som vidarebefordrar ett marknadsrykte har skett ”för journalistiska ändamål”?

b) Är svaret på denna fråga avhängigt av bland annat huruvida journalisten har blivit informerad om marknadsryktet av denna källa eller ej eller om röjandet av information om den förestående publiceringen av artikeln var till gagn för att från denna källa erhålla klargöranden angående ryktets trovärdighet?

3. Ska för det tredje artiklarna 10 och 21 [MAR] tolkas så, att det för att avgöra lagligheten eller olagligheten av ett offentliggörande är nödvändigt att bedöma om detta skett ”som ett normalt led i fullgörande av tjänst som journalist” i den mening som avses i artikel 10, även om insiderinformation offentliggörs av en journalist ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21?

[9] Dom av den 22 november 2005, Grøngaard och Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

4. Ska för det fjärde artikel 10 [MAR] tolkas så, att offentliggörandet av insiderinformation måste vara strikt nödvändig för journalistyrkets utövande och iaktta proportionalitetsprincipen för att anses ha skett som ett normalt led i fullgörande av tjänst som journalist?

30. Under det skriftliga förfarandet vid domstolen har klaganden i det nationella målet, AMF, Republiken Frankrike, Konungariket Norge, Konungariket Sverige, Konungariket Spanien och Europeiska kommissionen yttrat sig över tolkningsfrågorna. Dessutom har samtliga parter, med undantag av Konungariket Norge, deltagit vid förhandlingen den 22 juni 2021.

V. Rättslig bedömning

31. Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) har ställt sina tolkningsfrågor för att få klarhet i huruvida det var korrekt att ålägga klaganden i det nationella målet straffavgift för överträdelse av förbudet mot röjande av information i artikel 622–1 i de allmänna bestämmelserna.[10] Genom denna bestämmelse införlivas i huvudsak artikel 3 a MAD med fransk rätt.

32. Den hänskjutande domstolen har ställt frågorna 1 a–c för att inledningsvis få klarhet i huruvida information om förestående publicering av en tidningsartikel som vidarebefordrar ett marknadsrykte kan anses som insiderinformation i den mening som avses i artikel 1.1 MAD[11] och således i princip omfattas av förbudet mot röjande av sådan information i artikel 3 a MAD (se i detta avseende punkt A). Frågorna 2–4 rör undantagen från förbudet att röja insiderinformation, i synnerhet när det gäller journalistverksamhet (se i detta avseende avsnitt B).

A. Den första tolkningsfrågan

33. Den hänskjutande domstolen har ställt den första frågan för att få klarhet i huruvida och på vilka villkor information om en nära förestående publicering av en tidningsartikel som rör ett marknadsrykte ska anses vara av specifik natur i den mening som avses i artikel 1.1 MAD och artikel 1.1 i direktiv 2003/124/EG.

34. Kravet på att information ska vara av specifik natur utgör det första av de fyra rekvisit som föreskrivs i artikel 1.1 MAD. Om dessa rekvisit är uppfyllda anses information utgöra insiderinformation. För det andra får denna information inte ha offentliggjorts. För det tredje ska den direkt eller indirekt hänföra sig till en eller flera finansiella instrument eller emittenter av dessa finansiella instrument. För det fjärde måste den om den offentliggjordes, kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på dessa finansiella instrument eller på priset på relaterade derivatinstrument (nedan kallat prisrelevans).[12]

35. Den hänskjutande domstolen anser att det andra, tredje och fjärde rekvisitet är uppfyllt. Den har i synnerhet utgått från att information om den förestående publiceringen av artikeln var prisrelevant i den mening som avses i det fjärde rekvisitet Den hänskjutande domstolen har grundat sitt konstaterande bland annat på de prisändringar som ägde rum vad beträffar de värdepapper som diskuterades i artikeln efter det att den hade publicerats.

[10] Förbudet mot röjande av information följer numera direkt av artikel 10.1 jämförd med artikel 14 c MAR.

[11] Motsvarar artikel 7.1 a MAR.

[12] Dom av den 28 juni 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 25).

36. Kravet på att informationen ska vara av specifik natur består, i enlighet med artikel 1.1 i direktiv 2003/124, av två komponenter. För det första måste informationen ange omständigheter eller en händelse som redan har inträffat eller som rimligtvis kan förväntas inträffa. För det andra måste informationen vara tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om omständigheternas eller händelsens potentiella effekt på priserna på finansiella instrument eller relaterade derivatinstrument.

37. Av dessa båda villkor har den hänskjutande domstolen funnit att det första villkoret, nämligen att artikeln rimligtvis skulle publiceras vid tidpunkten för röjandet av informationen, är uppfyllt. Det är således endast det andra villkoret, specificiteten [13] vad gäller den potentiella effekten på priset som den hänskjutande domstolen anser vara problematiskt. Frågan huruvida detta villkor är uppfyllt kan vara problematisk ur Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) synvinkel, eftersom den aktuella informationen, det vill säga den förestående publiceringen av tidningsartikeln, avser ett rykte. Det är tveksamt om detta rykte är specifikt, eftersom det kan anses vara alltför vagt eller osäkert för att göra det möjligt att dra slutsatser om den potentiella effekten på priset. Detta skulle enligt den hänskjutande domstolen kunna påverka den aktuella informationens specificitet. Den hänskjutande domstolen kan således inte konstatera att det föreligger insiderinformation, trots att informationen, enligt dess uppfattning, inte hade offentliggjorts och var prisrelevant och följaktligen gav innehavaren av informationen en särskild fördel i förhållande till andra aktörer på marknaden. [14]

38. Enligt domstolens praxis utgör kriteriet specificitet, såsom den andra komponenten för att bestämma den specifika naturen av insiderinformation [15] ett fristående villkor för att avgöra huruvida det är fråga om insiderinformation, vilket är oberoende av prisrelevansen. [16] Det ska följaktligen först undersökas om informationen om en förestående publicering av en tidningsartikel, trots den omständigheten att denna avser ett marknadsrykte, kan anses vara specifik i den mening som avses i artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124 (se i detta avseende punkt 1).

39. Det är först därefter som det, mot bakgrund av tolkningsfråga 1 c, ska fastställas huruvida den aktuella informationens specificitet dessutom kan visas genom den omständigheten att en prisändring ägde rum efter publiceringen av den aktuella tidningsartikeln (se i detta avseende punkt 2).

1. Fastställandet av den aktuella informationens specificitet

40. Av den redan nämnda definitionen av kriteriet specificitet i artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124 framgår att informationen måste ha ett innehåll eller ett informationsvärde som gör det möjligt att bedöma huruvida den är (eller inte är) prisrelevant. [17] Detta tyder på att det är någon högre tröskel som avses. [18] Tvärtom är det endast information som, med avseende på bedömningen av prisrelevansen, redan i utgångsläget inte har något relevant informationsvärde.

[13] I det följande kommer jag att använda detta begrepp för det andra kriteriet avseende specificitet, i den mening som avses i artikel 1.1 i direktiv 2003/124. I detta sammanhang utgås från att enbart detta kriterium är avgörande enligt den hänskjutande domstolen.

[14] Dom av den 23 december 2009, Spector Photo Group och Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punkt 52).

[15] Se punkt 36 i förevarande förslag till avgörande.

[16] Dom av den 11 mars 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punkt 28).

[17] Se, för ett liknande resonemang, dom av den 11 mars 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punkt 31).

[18] Se, för ett liknande resonemang, förslag till avgörande av generaladvokaten Wathelet i målet Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, punkt 37).

41. Enligt skäl 1 i direktiv 2003/124 ska en förnuftig investerare, vid bedömningen av prisets betydelse, framför allt hänvisa till information som visar de ekonomiska konsekvenserna av informationen för ett företag [19] och dess tillförlitlighet. Detta är skälet till att kriteriet specificitet, enligt domstolens formulering, endast syftar till att utesluta diffus eller allmän information som inte möjliggör någon slutsats avseende dess potentiella effekt på priset på de aktuella finansiella instrumenten. [20]

42. Informationen om att upphovsmannen till en artikel snart kommer att publicera artikeln är visserligen inte diffus. Genom den informationen beskrivs nämligen en konkret händelse som säker av en tillförlitlig källa. Denna information är emellertid i sig uppenbarligen alltför allmän för att göra det möjligt att dra slutsatser om den förväntade effekten på priset på ett visst finansiellt instrument. En sådan slutsats är endast möjlig med beaktande av den aktuella artikelns innehåll, det vill säga i förevarande fall marknadsryktet avseende företagsuppköp.

43. Detta samband har även understrukits av klaganden i det nationella målet. Han har av detta dragit slutsatsen att informationen om publicering av artikeln endast kan vara specifik om den aktuella artikelns innehåll är specifikt. Innehållet i den omtvistade artikel är emellertid inte specifikt i förevarande fall, eftersom det rör sig om rykten som till sin natur inte är specifika. Klaganden har i detta avseende bland annat hänvisat till ett yttrande från den tidigare Europeiska värdepapperstillsynskommittén (Committee of European Securities regulators, CESR), enligt vilken rykten är just motsatsen till kontrollerbar information och sålunda till information av specifik natur. [21]

44. Inget av dessa två påståenden är enligt min mening korrekt.

a) Den generella (o)specificiteten av marknadsrykten

45. Om marknadsrykten generellt skulle betraktas som ospecifika skulle de aldrig kunna utgöra insiderinformation. [22] I MAD föreskrivs emellertid inte uttryckligen att rykten ska undantas från insiderrätten. Tvärtom anges det, såsom redan nämnts, uttryckligen i skäl 1 i direktiv 2003/124 att ”informationskällans tillförlitlighet” är av betydelse vid utvärderingen av informationsvärdet. Detta innebär att direktivet inte förutsätter absolut tillförlitlighet för att det ska vara fråga om insiderinformation. Detta innebär att tillförlitligheten är en faktor som kan variera i grad och som ska bedömas från fall till fall.

46. Rykten spelar dessutom en betydande praktisk roll i marknadspraxis. [23] Likaledes utgås i artikel 1.2 c MAD från att marknaden bearbetar rykten, eftersom de kan ge institutioner vilseledande signaler som kan snedvrida priserna på ett manipulativt sätt. För att de mål som

[19] Jämför ordalydelsen ”förväntade effekter mot bakgrund av den berörda emittentens totala verksamhet”.

[20] Dom av den 11 mars 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punkt 31).

[21] Se 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. Se, för ett liknande resonemang, även CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02–089d, punkt 20, första strecksatsen.

[22] Specificitet utgör nämligen, i egenskap av ett andra kriterium för den specifika naturen i den mening som avses i artikel 1.1 MAD, ett nödvändigt villkor för förekomsten av insiderinformation.

[23] Se till exempel *Van Bommel*, Rumors, The Journal of Finance, band 58 nr 4 (2003), s. 1499.

eftersträvas med direktivet, det vill säga att säkerställa investerarnas förtroende genom lika informationsmöjligheter,[24] ska kunna uppnås, är det nödvändigt att förbjuda utnyttjande av informationsassymetri.

47. Detta gäller i än högre grad som tillförlitligheten av information som inte har offentliggjorts ofta är osäker. Med andra ord skulle en stor andel information om (kommande) händelser kunna betraktas eller formuleras som rykten fram till dess att informationen offentliggörs eller ett officiellt uttalande görs. Eftersom osäker information under alla omständigheter inte helt kan falla utanför tillämpningsområdet för insiderrätten, är det oundvikligt att det uppstår svårigheter med att fastställa hur specifik informationen måste vara. Det är således inte motiverat att generellt utesluta rykten som alltför ospecifika på grund av deras inneboende osäkerhet. Detta gör det i vart fall inte möjligt att skapa någon betydande rättssäkerhet.[25]

b) Sambandet mellan artikelns innehåll och dess publicering

48. Av den omständigheten att en artikels innehåll inte är specifikt kan inte i sig slutsatsen dras att informationen om dess publicering inte är specifik. Jag delar AMF:s bedömning att detta skulle innebära att man bortsåg från det faktum att informationsvärdet av uppgifter i en artikel kan ändras av just den anledningen att de publicerats. Detta gäller särskilt för rykten vars innehåll ofta är vagt och vars tillförlitlighet beror på antalet personer som sprider dem och vilken ställning de har. Ett rykte kan således bli trovärdigt genom publicering, och även bli specifikt genom att det sätts på pränt.

49. Ett annat synsätt skulle inte heller vara förenligt med det skyddssyfte som eftersträvas med insiderrätten. Bortsett från att ett rykte kan ändras genom att det publiceras, har även information om själva publiceringen ett eget mervärde. En investerare som har kännedom om tidpunkten för publicering av ett rykte har nämligen ett informationsövertag, vilket han eller hon kan utnyttja till förfång för andra investerare.

50. Sambandet mellan publicering och innehållet i en artikel ska således korrekt förstås på så sätt att frågan huruvida information, såsom den som är i fråga i förevarande fall, är specifik, är beroende av innehållet i artikeln, i den form som detta tar vid publiceringen. Det är nämligen just detta – det innehåll som publiceras i artikeln – som bearbetas av marknaden och således ligger till grund för en investerares bedömning.

51. Vad som är avgörande när det gäller innehållet är huruvida publiceringen av ryktet medför konkreta ekonomiska implikationer för en emmittent. En artikel som avser ett ”stort” uppköp ”i bilindustrin”, utan att de berörda företagen nämns, ska således anses vara alltför generell och således ospecifik. I den mån det ur artikeln åtminstone underförstått är möjligt att dra slutsatser vilka företag som berörs, innebär en angivelse av anbudspriset vid ett rykte om uppköp visserligen att artikeln och därmed ryktet blir mer specifikt. Eftersom offentliga uppköp regelbundet åtföljs av betalning av uppköpspremier på aktiepriset, kan marknaden emellertid, även i avsaknad av en sådan uppgift, bedöma möjligheten av en påverkan på priset.[26] c

[24] Se i detta avseende dom av den 23 december 2009, Spector Photo Group och Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punkterna 47–49).

[25] Se, när det gäller syftet att skapa visshet om rättsläget genom en definition av insiderinformation, skäl 3 i direktiv 2003/124.

[26] Se i detta avseende även dom av den 22 november 2005, Grøngaard och Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punkterna 37 och 38). Se, för ett liknande resonemang, även 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.

52. Frågan huruvida det av publiceringen av ryktet går att sluta sig till att det är tillförlitligt beror huruvida det som en följd av publiceringen går att fastställa kriterier som gör det möjligt att på ett tillräckligt konkret sätt fastställa trovärdigheten och tillförlitligheten. Sådana kriterier kan för det första bestå i en hänvisning i artikeln till källan till ryktet. För det andra kan i detta sammanhang journalistens liksom medieföretagets anseende spela en roll, [27] i så måtto att en publicering av dem innebär att det har skett en tillräcklig kontroll av informationen. En noggrann kontroll av sanningsenligheten av den information som ska publiceras ingår således bland en journalists yrkesskyldigheter [28] och det kan inte antas att denna skyldighet har åsidosatts, i synnerhet inte när det gäller en ansedd journalist. Därutöver kan även andra kriterier vara relevanta, såsom till exempel hur konkreta formuleringarna och innehållet är. [29] I detta avseende kan i sin tur uppgifter om ett konkret anbudspris vara av betydelse. Vid prövningen av huruvida information är av specifik natur saknar det emellertid (ännu) betydelse huruvida informationen i slutändan kan ligga till grund för ett investeringsbeslut i den mening som avses i artikel 1.2 i direktiv 2003/124 – det räcker att information kan ligga till grund för en solid och rimlig bedömning.

2. Prisändring i efterhand

53. Inom ramen för fråga 1 c önskar Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) även få klarhet i huruvida en prisändring efter offentliggörandet av den aktuella informationen (i efterhand) kan vara av betydelse vid bedömningen av huruvida informationen är specifik.

54. Huruvida det är fråga om insiderinformation måste med nödvändighet bedömas på förhand. Utmärkande för insiderinformation är nämligen just att den inte har offentliggjorts. Följaktligen kan en prisändring i efterhand när det gäller frågan om information är av specifik natur i den mening som avses i artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124 enbart vara indirekt relevant, närmare bestämt i samband med framläggandet av bevisning.

55. I detta avseende anges i skäl 2 i direktiv 2003/124 att en prisändring i efterhand kan användas för att kontrollera prisrelevansen (på förhand) (dock utan att en åtgärd på denna grund kan vidtas mot en person som har dragit rimliga slutsatser av den förhandsinformation som denne förfogade över). Det är nämligen sannolikt att information verkligen varit relevant för priset om en prisändring äger rum efter offentliggörandet av informationen. [30] Den hänskjutande domstolen vill få klarhet i huruvida detta resonemang också kan tillämpas vid bedömning av den specifika naturen.

56. Denna fråga skulle i vart fall behöva besvaras jakande, om specifik karaktär var ett tvingande villkor för att insiderinformation ska vara relevant för priset. Det vore i detta fall möjligt att av prisändringen i efterhand även dra slutsatsen att den offentliggjorda informationen var av specifik karaktär. Det finns starka argument för detta samband. Enligt definitionen i artikel 1.2 i direktiv 2003/124 är information nämligen relevant för priset när en förnuftig, det vill säga en

[27] Se, för en empirisk bedömning av dessa faktorers roll, *Ahern/Sosyura*, Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media, The Review of Financial Studies, band 28, nr. 7 (2015), s. 2050 och följande sidor.

[28] Se exempelvis Landespressegesetze (presslag) i de tyska delstaterna som alltid föreskriver en sanningsskyldighet. Skyldigheten till en sanningsenlig och specifik rapportering är även ett villkor för att journalister ska anses skyddsvärda inom ramen för artikel 10 i Europakonventionen, se, bland annat, Europadomstolens dom av den 7 februari 2012, Axel Springer AG mot Tyskland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

[29] Se även *Ahern/Sosyura* (fotnot 27).

[30] Det ska i detta hänseende erinras om att den förnuftige investeraren är det kriterium som ska användas vid bedömningen av prisets relevans (se punkt 41 i detta förslag till avgörande). En prisändring kan med andra ord även förutses vid information som inte är relevant för priset i den mening som avses i artikel 1.2 i direktiv 2003/124, särskilt när den grundar sig på en oförutsedd marknadsreaktion.

informerad investerare, skulle agera på grundval av denna information. Detta förutsätter, åtminstone vid en första anblick, att informations innehåll över huvud taget först har gjort det möjligt att göra bedömningen att den är relevant för investeringsbeslutet. Detta betyder emellertid just att den aktuella informationen var tillräckligt specifik för att göra det möjligt att dra slutsatser om de förväntade effekterna på priserna på finansiella instrument.

57. Däremot förefaller den hänskjutande domstolen och klaganden i det nationella målet anse att det kan finnas prisrelevant, men ändå inte specifik, information. Skulle detta vara fallet utgjorde sådan information inte insiderinformation, eftersom det första rekvisitet för att tillämpa artikel 1.1 MAD inte är uppfyllt. Denna ståndpunkt skulle leda till att viss prisrelevant information, som på grund av detta medförde en särskild fördel för den som har tillgång informationen, undantogs från förbudet mot insiderhandel. Denna fördel skulle således kunna utnyttjas utan risk för någon påföljd, vilket skulle kunna rubba investerarnas förtroende för informationssymmetrin. [31] Något sakligt skäl till detta kan inte skönjas. [32]

58. För att besvara fråga 1 c ovan är det emellertid inte nödvändigt att slutgiltigt avgöra om det kan finnas ospecifik prisrelevant information. Även om det antas att så är fallet, gäller i allmänhet, att en förnuftig investerare grundar sina investeringsbeslut på information som till viss grad är konkret. Med andra ord kommer prisrelevant information, åtminstone i de allra flesta fall också att vara specifik. Denna omständighet räcker enligt min mening för att utsträcka idén i skäl 2 i direktiv 2003/124, om att en prisändring i efterhand på sin höjd *antyder* att informationen är relevant för priset, till att även omfatta informationens specifika natur. Under alla omständigheter fritar inte den inverkan som detta har på bevisning och prövning från skyldigheten att, i samband med påföljden, fastställa konkreta omständigheter och kontrollera huruvida det framgick av tidigare, redan föreliggande omständigheter att informationen utgjorde insiderinformation.

3. Slutsats i denna del

59. Den första frågan ska således besvaras enligt följande. Information som härrör från upphovsmannen till en tidningsartikel om den förestående publiceringen av artikeln, vilken rör ett marknadsrykte avseende ett företagsuppköp, uppfyller kravet i artikel 1.1 MAD, jämförd med artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124, att information ska vara specifik, om artikelns innehåll i publicerad form är tillräckligt specifikt för att dra slutsatser avseende dess förväntade effekt på priserna på ett eller flera finansiella instrument. Så är fallet om det av publiceringen av artikeln framkommer omständigheter som gör det möjligt att bedöma tillförlitligheten av den information som den innehåller och av vilka det är möjligt att sluta sig till ekonomiska implikationer för en emittent. Det erkännande och det anseende som den journalist som skrivit artikeln åtnjuter, anseendet hos det medieföretag som låtit publicera den och det faktum att artikeln anger ett visst pris för företagsuppköpet i fråga kan vara av betydelse. En eventuell prisändring efter offentliggörandet av den aktuella informationen kan, i den mening som avses i skäl 2 i direktiv 2003/124, användas för att kontrollera antagandet att förhandsinformation var specifik i den mening som avses i artikel 1.1 andra alternativet i det direktivet.

[31] Se dom av den 23 december 2009, Spector Photo Group und Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punkt 52).

[32] I domen av den 28 juni 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punkt 48), fann domstolen i detta avseende att vissheten om rättsläget för emittenten var avgörande, vilken emellertid inte torde ha någon betydelse för rykten som rör denne, eftersom en emittent hursomhelst inte är skyldig att offentliggöra rykten som rör denne.

B. Den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan

60. För det fall den hänskjutande domstolen med tillämpning av ovannämnda kriterier gör bedömningen att informationen om den förestående publiceringen av den omtvistade artikeln ska anses utgöra insiderinformation, uppkommer frågan huruvida även röjandet av denna information, det vill säga underrättelsen till de berörda personerna, även var rättsstridig och därmed kunde leda till påföljder.

61. Artikel 3 a MAD, som var tillämplig vid tidpunkten för de faktiska omständigheterna i målet, utgör inte hinder för allt röjande av insiderinformation. Det föreskrivs i stället i den bestämmelsen att det är förbjudet att röja sådan information, ”utom i fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åligganden”. Utgångspunkten för denna bestämmelse är att ett kategoriskt förbud mot röjande av information skulle leda till att annan viktig verksamhet lamslogs. Det är i praktiken nämligen otänkbart att en företagsverksamhet skulle vara möjlig utan behandling och röjande av insiderinformation i förhållande till en begränsad krets av personer inom företaget (till exempel till behöriga avdelningar) eller även utanför företaget (exempelvis till advokater och revisorer).

62. Domstolen har emellertid klargjort att detta undantag från förbudet mot röjande ska tolkas restriktivt och endast kan tillämpas om röjandet är nödvändigt för yrkesmässiga ändamål och överensstämmer med proportionalitetsprincipen. [33]

63. En bestämmelse som har nästintill identisk ordalydelse som artikel 3 a MAD återfinns numera i artikel 10.1 MAR (jämförd med artikel 14 c MAR). I den nu gällande lagstiftningen föreskrivs dessutom i artikel 21 MAR att vad gäller journalistisk verksamhet ska, vid tillämpning av nämnda artikel 10 MAR, bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet i andra medier samt de regler och normer som är tillämpliga på journalistyrket beaktas.

64. Cour d’appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris) har ställt den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan för att få klarhet i hur underrättelsen om den förestående publiceringen av artikeln ska bedömas mot bakgrund av ovannämnda bestämmelser i MAR, med andra ord huruvida villkoren för ett undantag från förbudet mot röjande av insiderinformation är uppfyllda.

65. Regleringen i MAR avseende hantering av insiderinformation i journalistiska sammanhang måste därför klargöras. Det måste således fastställas hur press- och yttrandefriheten lämpligen avvägs mot skyddet för marknadens integritet, vilket särskilt har understrukits av EU-domstolen genom att den ofta har tillämpat förbudet mot röjande av insiderinformation i samband med yrkesutövning restriktivt. Den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan ska således besvaras tillsammans (se i detta avseende punkt 2).

66. Det ska emellertid inledningsvis prövas huruvida tolkningsfrågorna kan tas upp till sakprövning, eftersom MAR, såsom den hänskjutande domstolen själv har påpekat, vid tidpunkten för omständigheterna i det nationella målet ännu inte hade trätt i kraft, utan bestämmelserna i MAD fortfarande var tillämpliga (se i detta avseende nedan punkt 1).

[33] Dom av den 22 november 2005, Grøngaard och Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punkt 34).

1. Huruvida MAR är tillämplig i det nationella målet (huruvida den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan kan tas upp till sakprövning)

67. Den hänskjutande domstolen anser att artikel 21 MAR i förhållande till artikel 3 a MAD, som egentligen är tillämplig i tiden, är en bestämmelse som är mer förmånlig för journalister och som, i förevarande sanktionssammanhang, enligt principen om tillämpning av den lag som föreskriver den mildaste påföljden (*lex mitior*),[34] även är tillämplig på rättsakter som företogs innan bestämmelsen trädde i kraft. Frågorna avseende artikel 21 MAR är följaktligen relevanta för utgången i målet vid den nationella domstolen.

68. Det är mot bakgrund av att de grundläggande rättigheterna, bland annat artikel 11 i stadgan och artikel 10 i Europakonventionen, även skulle beaktas vid tillämpningen och tolkningen av artikel 3 a MAD inte möjligt att enkelt fastställa om artikel 21 MAR verkligen innehåller en lindrigare bestämmelse.[35] Tvärtom beror denna bedömning slutligen på exakt hur artikel 21 MAR ska tolkas. Eftersom detta emellertid just är föremålet för tolkningsfrågorna, är det förenligt med kraven på en god rättskipning att pröva dem i sak.[36]

69. Detta gäller även artikel 10.1 MAR, vars tolkning uttryckligen efterfrågas i den tredje och den fjärde tolkningsfrågan. Visserligen innehåller artikel 3 a MAD i detta avseende en bestämmelse som under alla omständigheter enligt ordalydelsen är jämförbar, vilket innebär att en tillämpning av principen ”lex-mitior” vid första anblicken förefaller utesluten. I artikel 21 MAR hänvisas emellertid uttryckligen till artikel 10, varvid dessa bestämmelser utgör ett enhetligt regelverk. Det är därför nödvändigt att undersöka de båda bestämmelserna i deras inbördes förhållande för att säkerställa en korrekt tolkning.

70. Följaktligen kan den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan tas upp till sakprövning.

2. Undantagen från förbudet att röja insiderinformation för journalistisk verksamhet

71. Den andra, den tredje och den fjärde tolkningsfrågan avser för det första tillämpligheten av artikel 21 MAR i det nationella målet. Den hänskjutande domstolen vill få klarhet i huruvida underrättelsen om den förestående publiceringen av en artikel kan anses utgöra röjande av insiderinformation ”för journalistiska ändamål”. För det andra vill den hänskjutande domstolen få klarhet i förhållandet mellan artikel 21 och artikel 10.1 MAR.

72. Anledningen till denna fråga är att klaganden i det nationella målet anser att artikel 21 MAR utgör en uttömmande särreglering för journalistisk verksamhet och att de allmänna kraven angående lagenligheten av röjandet av insiderinformation i ett yrkesmässigt sammanhang enligt artikel 10 MAR därför inte var tillämpliga på honom. Följaktligen finns det inte heller någon anledning att pröva det krav som domstolen ställt på att det ska vara nödvändigt och proportionerligt att röja insiderinformation[37] vid journalistisk verksamhet.

[34] Se artikel 49.1 s. 3 i stadgan. Enligt den hänskjutande domstolen är åsidosättandet av förbudet mot röjande av straffrättslig karaktär i fransk rätt. Domstolen har dessutom redan slagit fast att även de administrativa sanktioner som föreskrivs i marknadsmissbruklagstiftningen kan vara av straffrättslig art och således bland annat motivera en tillämpning av artikel 48 i stadgan, se dom av den 2 februari 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punkterna 42 och 43).

[35] Se även skäl 44 i MAD.

[36] Se, för ett liknande sammanhang, dom av den 26 februari 2002, rådet/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, punkt 52), och dom av den 5 november 2019, EZB m.fl./Trasta Komercbanka m.fl. (C-663/17 P, C-665/17 P och C-669/17 P, EU:C:2019:923, punkt 46).

[37] Se, i detta avseende, punkt 62 i förevarande förslag till avgörande.

a) Begreppet röjande av insiderinformation ”för journalistiska ändamål”

1) Tolkning av begreppet

73. Det är mot denna bakgrund som särskilt AMF och den franska regeringen i förevarande mål har förespråkat en särskilt restriktiv tolkning av begreppet ”journalistiska ändamål”. Enligt denna tolkning ska begreppet endast omfatta röjande av information som sådan och handlingar som har ett direkt samband med detta. Underrättelsen om den förestående publiceringen av en artikel omfattas således inte av detta begrepp, eftersom denna i sig enbart sker i en liten personkrets och således varken offentliggörs eller direkt tjänar publiceringen av den aktuella artikeln.

74. Med hänsyn till andemeningen och syftet med artikel 21 i MAR är det emellertid svårt att godta en sådan tolkning av begreppet ”journalistiska ändamål”. Dras tolkningen till sin logiska ändpunkt skulle denna innebära att en väsentlig del av den journalistiska verksamhet som föregår publiceringen i egentlig mening, bland annat research, skulle undantas från det skydd för press- och yttrandefrihet som föreskrivs inom insiderrätten. Tillämpningsområdet för artikel 21 MAR måste emellertid sammanfalla med tillämpningsområdet för skyddet för press- och yttrandefrihet i medierna.[38] Detta är förenligt med förordningens ändamål, såsom framgår av skäl 77 MAR. Enligt detta syftar varje hänvisning till dessa grundläggande rättigheter i förordningen till att säkerställa att de beaktas, såsom de erkänns i stadgan och Europakonventionen.

75. Detta gäller i än högre grad mot bakgrund av att artikel 21 MAR, i annat fall, endast skulle ha ett relativt snävt tillämpningsområde, eftersom publicering av information i ett pressorgan med stor spridning under alla omständigheter är tillåten oberoende av tillämpningen av artikel 21 MAR. En sådan publicering innebär nämligen att villkoret informationen inte ska vara offentliggjord inte längre är tillämpligt och informationen kan inte längre anses utgöra insiderinformation.[39]

76. Europeiska domstolen för de mänskliga rättigheterna (nedan kallad Europadomstolen) har mot bakgrund av artikel 10 i Europakonventionen[40] visserligen framhållit journalistikens funktion, som är att sprida information och tankar i alla frågor av allmänt intresse.[41] Det går emellertid inte att därav dra slutsatsen att i materiellt hänseende endast den faktiska publiceringen av information och därmed nära förknippad verksamhet skyddas av pressfriheten. Europadomstolen har tvärtom uttryckligen slagit fast att verksamhet såsom research och undersökningar, vilka tjänar för att förbereda senare spridning och publicering, inbegrips i

[38] Om dessa grundläggande rättigheter däremot, vid en restriktiv tolkning, under alla omständigheter, skulle beaktas vid bedömningen av ett normalt led i fullgörande av en tjänst som journalist i den mening som avses i artikel 10.1 MAR, skulle artikel 21 MAR eller dess restriktiva tolkning i sin tur sakna all praktisk betydelse.

[39] Se, för ett liknande resonemang, dom av den 10 maj 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punkt 39), där det slogs fast att insiderhandel inte kan begås gentemot en insider i avsaknad av obalans på det informationsmässiga planet. Det kan förhålla sig annorlunda när informationen publiceras i en tidningsprodukt av mycket begränsad omfattning.

[40] De garantier som föreskrivs i artikel 10 i Europakonventionen motsvarar, i den mening som avses i artikel 52.3 i stadgan, med hänsyn till yttrande- och tryckfriheten, de garantier som föreskrivs i artikel 11 i stadgan, se förklaringar avseende stadgan (EUT C 303, 2007, sidorna 21 och 33), och dom av den 4 maj 2016, Philip Morris Brands m.fl. (C-547/14, EU:C:2016:325, punkt 147), och dom av den 14 februari 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, punkt 65). När vägledning hämtas från garantierna för motsvarande rättigheter i Europakonventionen ska, enligt förklaringarna avseende artikel 52.3 i stadgan (EUT C 303, 2007, s. 33), inte bara dess lydelse beaktas, utan även Europadomstolens praxis, se dom av den 30 juni 2016, Toma och Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, punkt 41).

[41] Se Europadomstolen, dom av den 7 februari 2012, Axel Springer mot Tyskland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79), dom av den 8 november 2016, Magyar Helsinki Bizottság mot Ungern (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168), se även dom av den 16 december 2008, Satakunnan Markkinapörssi och Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, punkt 61).

skyddsområdet. Dessa verksamheter anses till och med vara särskilt skyddsvärda.[42] Mot den bakgrunden omfattas en kontroll före publicering av en faktisk omständighet med källan[43] som nämns i tolkningsfrågan 2 b utan tvekan av skyddsområdet för press- och yttrandefriheten i medierna och följaktligen av tillämpningsområdet för artikel 21 MAR. Detta gäller även om klaganden i målet vid den nationella domstolen vid en sådan kontroll skulle ha tillkännagivit att han stod i begrepp att publicera en artikel avseende denna omständighet.

77. Enligt AMF syftade diskussionerna mellan klaganden i det nationella målet och de kommande köparna emellertid inte till att kontrollera en uppgift, utan endast till att underrätta om en nära förestående publicering av en artikel om det aktuella ryktet.

78. Även ett sådant handlande kan emellertid omfattas av skyddsområdet för pressfriheten. Europadomstolen kräver i detta hänseende inte att det berörda handlandet direkt gagnar en viss publicering. När det gäller en journalist som regelbundet rapporterar om brott begär konfidentiell information av en medarbetare vid åklagarmyndigheten i syfte att hålla sig generellt informerad om utredningar, utan att journalisten förbereder en viss publicering eller research, har detta utan vidare ansetts omfattas av pressfrihetens skyddsområde.[44]

79. Avgörande för att kunna omfattas av pressfrihetens skyddsområde och därmed tillämpningsområdet för artikel 21 MAR är följaktligen endast att ett handlande eller en verksamhet företas av en person i egenskap av journalist, och inte i privat regi.[45] I detta avseende krävs att handlingen såväl objektivt som vad gäller dess avsikt är kopplad till den berörda personens journalistiska verksamhet. Den journalistiska verksamheten måste i stort vara avsedd att sprida information till allmänheten. Handlandet i sig behöver emellertid inte bestå i att göra information tillgänglig för allmänheten.

80. Röjandet av information om den förestående publiceringen av artikeln skulle redan kunna anses utgöra ett offentliggörande för ”journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21 MAR om den hänskjutande domstolen skulle slå fast att en finansjournalists research i praktiken kännetecknas av kontakter med finansanalytiker, inom ramen för vilka även information om förestående artiklar och publicering av dessa utbyts.

81. Det skulle emellertid vara nödvändigt att göra en annan bedömning om kontakterna i fråga inte hade ägt rum i samband med insamling av information om (kommande) artiklar, utan hade till syfte att, oberoende av detta, skapa eller utnyttja en informationsfördel. Det ankommer på den hänskjutande domstolen att fastställa de faktiska omständigheter som är nödvändiga för denna bedömning.[46]

82. En annan fråga, som är separat från frågan huruvida artikel 21 MAR är tillämplig, är huruvida en sådan journalistisk praxis utgör ett lagenligt röjande av insiderinformation. I motsats till vad klaganden i det nationella målet har gjort gällande medför inte den omständigheten att villkoren för tillämpning av artikel 21 MAR är uppfyllda att ett undantag från förbudet mot röjande av insiderinformation är tillämpligt. Denna aspekt är föremål för den tredje tolkningsfrågan.

[42] Europadomstolen, dom av den 25 april 2006, Dammann mot Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

[43] Vad gäller skyddet för källor, se endast dom av den 27 mars 1996, Goodwin mot Förenade kungariket (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), och dom av den 5 oktober 2017, Becker mot Norge (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

[44] Europadomstolen, dom av den 25 april 2006, Dammann mot Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

[45] Som ”en konsekvens av handlandet som journalist”, se, Europadomstolen, dom av den 20 oktober 2015, Pentikäinen mot Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), och dom av den 5 januari 2016, Erdtmann/Tyskland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

[46] Se i detta avseende närmare nedan punkt 85 och följande punkter i detta förslag till avgörande.

83. Det framgår redan av själva lydelsen i artikel 21 MAR att ”vid tillämpning av [artikel 10 ska offentliggörandet av information], bedömas med beaktande av bestämmelserna om tryckfrihet och yttrandefrihet i andra medier samt de regler och normer som är tillämpliga på journalistyrket”. I denna bestämmelse utgås det således uppenbarligen från att när insiderinformation röjs för journalistiska ändamål är artikel 10.1 MAR den relevanta bestämmelsen för att bedöma röjandets lagenlighet. Det är endast inom ramen för denna bestämmelse som de grundläggande rättigheterna i fråga, liksom yrkesregler, över huvud taget kan beaktas. I artikel 21 MAR föreskrivs således inte någon självständig rättsföljd och den bestämmelsen kan redan av detta skäl inte utgöra ett fristående undantag från förbudet mot röjande av insiderinformation.

84. Av detta följer att frågan huruvida röjandet för journalistiska ändamål är lagenligt eller rättsstridigt ska prövas i ett andra skede av bedömningen av huruvida det skedde som ett normalt led i fullgörandet av journalistverksamhet i den mening som avses i artikel 10.1 MAR.[47] Detta motiverar i sin tur att tillämpningsområdet för artikel 21 MAR likställs med skyddsområdet för press- och yttrandefriheten i medier och ett röjande av insiderinformation ”för journalistiska ändamål” följaktligen alltid antas föreligga när det sker inom ramen för journalistisk verksamhet.[48]

2) Bevis för att det föreligger ”journalistiska ändamål” i ett enskilt fall

85. Det framgår redan av det ovan anförda[49] att prövningen och styrkandet av att journalistiska ändamål (inte) förekommer kan ge upphov till svårigheter i faktiskt hänseende.

86. Enligt de bestämmelser som gäller i allmänhet åligger det de behöriga statliga myndigheterna att styrka att förbudet mot röjande av insiderinformation har åsidosatts. Myndigheterna måste således även styrka att röjandet av informationen inte har ägt rum för journalistiska ändamål. I detta syfte måste de styrka att de objektiva omständigheterna för handlingen föreligger och den domstol som har att pröva målet ska på grundval av dessa omständigheter avgöra huruvida ett samband med den berörda personens journalistiska verksamhet framgår av dessa omständigheter, eller om det åtminstone finns konkret stöd för detta.

87. Det är i detta avseende uppenbart att en domstol lättare kan fastställa att det föreligger journalistiska ändamål när den berörda journalisten förklarar hur den kritiserade handlingen ingår i vederbörandes journalistiska verksamhet. Detta får emellertid inte leda till att den berörda personen åläggs bevisbördan för att journalistiska ändamål föreligger. Tvärtom har alla berörda personer, även inom ramen för ett förfarande för administrativa påföljder, rätt att tiga.[50] Utövandet av denna rättighet får inte vara till nackdel för dem. På samma sätt gäller oskuldspresumtionen (artikel 4.1 i stadgan) även på området för beivrande av insiderbrott.[51] Det kan följaktligen inte krävas av en journalist att denne redogör för ändamålen för publiceringen av den aktuella informationen. Detta svarar slutligen mot behovet av journalistiskt källskydd.

88. I tveksamma fall kan därför, när det gäller yrkesjournalister, ett röjande av insiderinformation ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21 MAR endast vara uteslutet om de objektiva omständigheterna för handlingen inte har något inneboende samband med deras

47 Se nedan punkt 89 och följande punkter i detta förslag till avgörande.

48 Se i detta avseende punkt 79 i förevarande förslag till avgörande.

49 Se särskilt punkt 80 i förevarande förslag till avgörande.

50 Se dom av den 2 februari 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punkt 42).

51 Se skäl 11 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv).

yrkesverksamhet. Alternativt måste det, med tillämpning av de metoder som föreskrivs i nationell rätt i detta avseende, styrkas att röjandet av informationen skett subjektivt för icke yrkesrelaterade eller personliga ändamål.

b) Prövningen av begreppet ”ett normalt led i fullgörande av …verksamhet” som journalist i den mening som avses i artikel 21 MAR, jämförd med artikel 10.1 MAR

89. Enligt artikel 10.1 MAR är röjandet av insiderinformation inte olagligt om det sker ”som ett normalt led i fullgörande av … verksamhet”. I detta avseende uppkommer frågan huruvida tillämpningsområdet för artikel 21 MAR, endast omfattar ett röjande av information som är absolut nödvändigt för utövandet av journalistyrket i den mening som avses i domen i målet *Grøngaard och Bang* och som sker i enlighet med proportionalitetsprincipen. [52]

90. Domstolens praxis i domen i målet *Grøngaard och Bang* som ursprungligen avsåg artikel 3 a i direktiv 89/592 [53] kan utan vidare tillämpas på artikel 10.1 MAR. Bestämmelserna har nämligen i stort sett samma ordalydelse och de överväganden som föranledde domstolen att göra denna tolkning av kriteriet ”normalt led i fullgörandet av verksamhet” är fortfarande relevanta. I synnerhet anses röjande av insiderinformation fortfarande utgöra en allvarlig risk för kapitalmarknadens funktion och investerarnas förtroende för denna, [54] vilket innebär att undantag från förbudet mot röjande måste begränsas. Den betydelse som lagstiftaren tillmäter skyddet för marknadens integritet förstärks till och med av det faktum att lagstiftningen genom MAR har formen av en förordning. [55]

91. Den hänskjutande domstolen vill emellertid få klarhet i om denna rättspraxis även gäller inom ramen för artikel 21 MAR (jämförd med artikel 10.1 MAR). Eftersom pressens huvudsakliga funktion just är att sprida idéer och information om ämnen av allmänt intresse, [56] begränsas utövandet av journalistyrket särskilt genom en strikt tillämpning av förbudet mot röjande av insiderinformation.

92. I motsats till den möjlighet som den hänskjutande domstolen överväger i sin fjärde tolkningsfråga innebär detta emellertid inte att de restriktiva villkor som EU-domstolen har uppställt vad gäller undantag för förbudet mot röjande av insiderinformationen inte skulle gälla generellt i journalistiska sammanhang. Tvärtom framgår av artikel 21 MAR endast att denna rättspraxis ska tillämpas på ett sätt som inte innebär något åsidosättande av press- och yttrandefriheten i medierna.

93. Det ska i detta avseende, på området för finansiell journalistik, göras en åtskillnad beroende på om den journalistiska verksamheten uteslutande sker inom investerarnas intresseområde eller om den dessutom berör frågor av allmänt politiskt intresse eller samhällsintresse. Enligt

[52] Se i detta avseende redan punkt 62 i förevarande förslag till avgörande.

[53] Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel (EGT L 334, 1989, s. 30; svensk specialutgåva, område 6, volym 3, s. 10).

[54] Se resonemanget i dom av den 22 november 2005, Grøngaard och Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punkt 33). Se i detta avseende andra och femte skälet i direktiv 89/592 å ena sidan, och skäl 1, 2 och 23 MAR, å andra sidan.

[55] Se, för ett liknande resonemang, skäl 4 MAR. Denna slutsats stöds dessutom av att det i Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/57/EU av den 16 april 2014 om straffrättsliga påföljder för marknadsmissbruk (marknadsmissbruksdirektiv) (EUT L 173, 2014, s. 179), och särskilt artikel 4 däri, krävs straffrättsliga påföljder i vissa fall av insiderbrott i medlemsstatens lagstiftning.

[56] Se i detta avseende redan punkt 76 och fotnot 41 i förevarande förslag till avgörande.

Europadomstolens praxis finns det i samband med samhällsrelevanta eller politiskt relevanta diskussioner nämligen litet utrymme för att begränsa pressfriheten,[57] medan rapporteringar av begränsat allmänt intresse inte ska tillmätas samma betydelse.[58]

94. Enligt dessa kriterier finns ett större behov av information och ökat allmänt intresse i röjandet av företags oegentliga agerande, som ofta åtföljs av en offentlig debatt om regleringen av ekonomin eller om myndigheternas eventuella försumlighet.[59] Detta gäller särskilt då företagen snarare är benägna att inte offentliggöra information som är negativ för dem, även om detta i förekommande fall strider mot den skyldighet till offentliggörande ad hoc som följer av artikel 17.1 MAR. Pressen har således rollen som ”offentligt vakthund”.[60] För att effektivt kunna fullgöra denna roll måste den, inom en ram som tenderar att vara bred, ha rätt att även kunna sprida och, vid behov, röja insiderinformation.

95. Däremot kan begränsningar för röjande av insiderinformation vid rapportering som uteslutande är av intresse för investerare förefalla mer berättigade. Sådan rapportering tjänar visserligen marknadens intresse för information, vilket mot bakgrund av målen om informationens effektivitet och öppenhet som eftersträvas med lagstiftningen avseende kapitalmarknader visserligen ska betraktas som ett självständigt allmänintresse.[61] Detta intresse eftersträvas emellertid redan genom de mekanismer för offentliggörande som anges i kapitalmarknadslagstiftningen.[62] Vid sådana uppköp av företag som i förevarande fall, föreskrivs i direktiv 2004/25,[63] utöver det redan nämnda offentliggörandet ad hoc, även att budgivarens uppköpserbjudande ska offentliggöras.

96. För tillämpningen av artikel 21 MAR, jämförd med 10.1 MAR, och prövningen av kriteriet huruvida ett offentliggörande är nödvändigt innebär detta följande. I enlighet med Europadomstolens praxis ska det i vart fall, även om det föreligger ett stort allmänintresse av rapporteringen, prövas om det är uppenbart att det fanns alternativa lösningar för att uppnå de journalistiska målen.[64]

97. I ett fall som det förevarande är det också möjligt att med tillämpning av ett strängare kriterium även pröva om informationen redan har kontrollerats tillräckligt, vilket i princip ankommer på journalisten att bedöma. Det kan i vart fall undersökas om kontrollen hade varit

[57] Europadomstolen, dom av den 7 juni 2007, Dupuis m.fl. mot Frankrike (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40), dom av den 10 december 2007, Stoll/Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 117 och följande §§), och dom av den 29 mars 2016, Bédat mot Schweiz (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

[58] Se, för ett liknande resonemang, Europadomstolen, dom av den 23 juni 2016, Brambilla mot Italien, (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

[59] Som ett framträdande exempel kan artikeln ”Is Enron Overpriced?” av Bethany McLean (Fortune av den 5 mars 2001), nämnas som ledde till att en av de största företagsskandalerna avslöjades i Förenta staterna. Ett annat exempel är de efterforskningar som gjordes av Renate Daum som i Tyskland avslöjade bilansskandalen i fallet ComRoad (”Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen”, 2003). Även journalister från Financial Times har redan år 2015 uttryckt tvivel angående integriteten hos de Wirecard AG:s finansiella rapportering (Dan McCrum, ”The House of Wirecard”, Financial Times av den 27 april 2015).

[60] Se, för ett liknande resonemang, senast Europadomstolen, dom av den 20 maj 2021, Amaghlobeli m.fl. mot Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

[61] Se i detta avseende redan punkt 1 i förevarande förslag till avgörande.

[62] Även inom detta område kan pressen emellertid spela en viktigare roll när dessa mekanismer avseende viss information riskerar att omintetgöras, se i detta avseende redan punkt 94 i detta förslag till avgörande.

[63] Se artikel 6 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden (EUT L 142, 2004, s. 12).

[64] Europadomstolen prövar exempelvis om den efterfrågade informationen även hade kunnat erhållas på laglig väg, se till exempel Europadomstolen, dom av den 20 maj 2021, Amaghlobeli m.fl. mot Georgien (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39), och dom av den 25 april 2006, Dammann mot Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 och 56). Se även dom av den 20 oktober 2015, Pentikäinen mot Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), inom ramen för vilken Europadomstolen prövade huruvida klaganden lika väl hade kunnat fullfölja sin rapportering om han hade följt polisens beslut.

möjlig utan att nämna den förestående publiceringen av artikeln. För det fall den hänskjutande domstolen skulle finna att klaganden, genom att underrätta sina kontakter om den förestående publiceringen av artikeln, inte sökte få den kontrollerad,[65] måste det prövas huruvida röjandet för journalistiska ändamål var absolut nödvändigt av andra skäl, i synnerhet som det enda sättet att garantera informationsflödet för framtida artiklar.

98. Mot den bakgrunden kan det i förevarande fall inte uteslutas att den hänskjutande domstolen kommer fram till att en underrättelse om den förestående publiceringen inte var absolut nödvändig.

99. Den hänskjutande domstolen skulle annars när den, inom ramen för en proportionalitsbedömning i egentlig mening, väger pressfriheten mot marknadsintegriteten vara tvungen att anse att insiderhandel har ägt rum till följd av att insiderinformation har röjts.[66]

100. Härigenom uppkommer nämligen till att börja med faktisk ekonomisk skada. Investerare som inte känner till den aktuella informationen säljer sina värdepapper till underpris eller köper dem till överpris, beroende på vilken information det är fråga om. Framför allt åsamkas särskilt uppmärksamma investerare skada, eftersom de reagerar särskilt snabbt på de prisändringar som framkallas av insiderhandel och som inte kan förklaras på annat sätt. På medellång sikt riskerar dessa investerare dessutom att förlora förtroendet för hela marknaden och lämna den. Detta är nämligen just de (uppmärksamma) investerarna, som säkerställer en snabb och korrekt prissättning på marknaden, som lämnar den. Följaktligen finns det därutöver en risk för att allmänheten allmänt förlorar förtroendet för marknadernas funktion,[67] vilket enligt lagstiftaren svårligen kan återuppbyggas.[68]

101. Vidare ska den hänskjutande domstolen inom ramen för avvägningen mellan de motstående intressena beakta att pressen genom den aktuella lagstiftningen eller dess tillämpning, således konkret genom förbudet mot offentliggörande, inte allmänt ska avskräckas från att publicera eller göra research avseende vissa ämnen.[69] I detta hänseende spelar strängheten i den sanktion som kan komma att åläggas en viktig roll.[70]

102. Frågan huruvida den berörda pressmedlemmen är skyddsvärd i det enskilda fallet beror emellertid på om denne har agerat i enlighet med sina skyldigheter och plikter.[71] Särskilt relevant i detta avseende är frågan huruvida vederbörandes agerande var tillåtet, även om den inte är

65 Angående de olika faktiska hypoteserna, se punkterna 76 och 80 i förevarande förslag till avgörande.

66 Angående relevansen av ett intrång i tredje mans rättigheter eller med avseende på det rättsliga intresse som skyddas, se Europadomstolen, dom av den 1 juli 2014, A.B. mot Schweiz (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), med hänvisning till domen av den 7 juni 2007, Dupuis m.fl. mot Frankrike (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Se även dom av den 10 december 2007, Stoll mot Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

67 Se i detta avseende skäl 2 och artikel 13.2 a MAR. Se även punkt 1 i förevarande förslag till avgörande.

68 Se exempelvis kommissionens förslag till direktiv om MAD av den 19 november 2002, KOM (2002) 625 fina (EGT C 71 E, 2003, s. 62).

69 Europadomstolen, dom av den 25 april 2006, Dammann mot Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57), och dom av den 10 december 2007, Stoll mot Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

70 Europadomstolen har exempelvis ansett att ett bötesbelopp på 800 CHF var relativt lågt, se Europadomstolens dom av den 10 december 2007, Stoll mot Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

71 Angående argumentationen om ”ansvarsfull journalistik”, se Europadomstolen, dom av den 25 april 2006, Dammann mot Schweiz (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55), dom av den 7 juni 2007, Dupuis m.fl. mot Frankrike (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43), och dom av den 20 oktober 2015, Pentikäinen mot Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

slutgiltigt avgörande.[72] I ett fall som det förevarande, kan det följaktligen vara av betydelse i vilken mån en journalist utöver sin egen eventuellt straffbara gärning (avsiktligen) eller deltar i en brottslig gärning som begås av tredje man, till exempel i insiderhandel som företas av tredje man.

103. När det gäller den eventuellt avskräckande effekten[73] av insiderlagstiftningen på finansjournalistiken har klaganden i målet vid den nationella domstolen visserligen betonat att han inte har åsidosatt någon yrkesetisk regel som förbjuder underrättelse om en förestående publicering av en artikel under de givna omständigheterna.[74] Det ankommer således på den hänskjutande domstolen att pröva huruvida det härav följer att klagandens beteende faktiskt överensstämde med god sed inom journalistiken. Vidare möjliggör inte ens den omständigheten att yrkesregler för journalister iakttagits, i vart fall i detta sammanhang, automatiskt slutsatsen att det var lagligt att röja insiderinformation. De yrkesetiska normer som är tillämpliga i medlemsstaterna reglerar nämligen delvis endast i ringa utsträckning konflikten mellan pressfriheten och insiderlagstiftningen,[75] vilket innebär att det inte är möjligt att uppnå en sådan avvägning mellan tryckfriheten och marknadsintegriteten som eftersträvas med artikel 21 MAR enbart genom att beakta de yrkesetiska reglerna för journalistverksamhet. Därmed är de grundläggande garantierna för press- och yttrandefrihet det avgörande kriteriet vars innehåll under alla omständigheter i vilket fall som helst inte fritt kan fastställas av enbart lagstiftaren eller yrkesorganisationer.

104. Om det skulle anses att ett beteende som en journalist legitimt kunde anse vara tillåtet genom att uteslutande grunda sig på yrkesetiska regler ändå utgör ett åsidosättande av förbudet mot röjande av insiderinformation, kan hänsyn tas till denna omständighet genom att det inte vidtas några sanktionsåtgärder.[76] Det är även på så sätt möjligt att säkerställa en rättssäker ram för journalistverksamhet på områden som är relevanta för kapitalmarknaderna.[77]

c) Slutsats i denna del

105. Mot bakgrund av det ovan anförda ska den andra, den tredje och den fjärde frågan besvaras enligt följande. Det föreligger ett röjande av information ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21 MAR, när personen i fråga röjer informationen i egenskap av journalist. Även i det fallet beror emellertid frågan huruvida röjandet av informationen är lagligt på om det sker som ett normalt led i fullgörandet av en tjänst eller verksamhet som journalist i den mening som avses i artikel 10.1 MAR. Detta förutsätter att ett röjande av informationen är absolut nödvändigt och att proportionalitetsprincipen iakttas. Vid bedömningen av huruvida röjandet av informationen för journalistiska ändamål är absolut nödvändigt ska kraven på press- och yttrandefrihet i medier vägas mot de risker som röjandet skulle kunna innebära för

[72] Europadomstolens dom av den 20 oktober 2015, Pentikäinen mot Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90), och dom av den 5 januari 2016, Erdtmann mot Tyskland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

[73] Se i detta avseende exempelvis Europadomstolens dom av den 22 november 2007, Voskuil mot Nederländerna (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65), dom av den 14 september 2010, Sanoma Uitgevers B.V. mot Nederländerna (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59), och dom av den 25 oktober 2011, Altuğ Taner Akçam mot Turkiet (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

[74] Avseende betydelsen av de yrkesetiska reglerna i detta sammanhang, se Europadomstolens dom av den 10 december 2007, Stoll mot Schweiz (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 145 och följande §§).

[75] Till exempel omfattar klausul 13 i IPSO Editors' Code of Practice, avseende ekonomisk journalistik, endast det fall där journalisten själv påverkas ekonomiskt av insiderinformation. I de tillämpliga etiska principerna från det tyska pressrådet avseende rapportering om ekonomin och finansmarknaden föreskrivs i punkt II. 1. a) enbart att insiderinformation ”i princip” inte får spridas.

[76] I MAR föreskrivs inte enbart att straffrättsliga eller administrativa sanktioner kan påföras, utan även en möjlighet att bland annat utfärda ett förbudsföreläggande för framtiden, se artikel 30.2 a MAR.

[77] Se Europadomstolen, dom av den 24 februari 2015, Haldimann m.fl. mot Schweiz (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61), enligt vilken det ska beaktas att journalister handlade i god tro med avseende på de yrkesetiska reglerna.

kapitalmarknadens integritet. Vid proportionalitetsbedömningen ska det, å ena sidan, tas hänsyn till bland annat allmänintresset vad beträffar den fråga som det aktuella journalistiska arbetet rör, till huruvida den berörda journalisten har rätt till skydd och till hur allvarlig sanktionen är. Vad som är relevant, å andra sidan, är bland annat huruvida risken för insiderhandel var uppenbar och om den förverkligats i det konkreta fallet.

VI. Förslag till avgörande

106. Mot bakgrund av det ovan anförda föreslår jag att domstolen ska besvara tolkningsfrågorna från Cour d'appel de Paris (Appellationsdomstolen i Paris, Frankrike) på följande sätt:

1. Artikel 1.1 i direktiv 2003/6 (marknadsmissbruksdirektivet), jämförd med artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124/EG, ska tolkas så, att information som härrör från upphovsmannen till en tidningsartikel om den förestående publiceringen av artikeln, vilken rör ett marknadsrykte avseende ett företagsuppköp, uppfyller kravet i artikel 1.1 MAD, jämförd med artikel 1.1 andra alternativet i direktiv 2003/124, att information ska vara specifik, om artikelns innehåll i publicerad form är tillräckligt specifikt för att dra slutsatser avseende dess förväntade effekt på priserna på ett eller flera finansiella instrument. Så är fallet om det av publiceringen av artikeln framkommer omständigheter som gör det möjligt att bedöma tillförlitligheten av den information som den innehåller och av vilka det är möjligt att sluta sig till ekonomiska implikationer för en emittent. Det erkännande och det anseende som den journalist som skrivit artikeln åtnjuter, anseendet hos det medieföretag som låtit publicera den och det faktum att artikeln anger ett visst pris för företagsuppköpet i fråga kan vara av betydelse.

   En eventuell prisändring efter offentliggörandet av den aktuella informationen kan, i den mening som avses i skäl 2 i direktiv 2003/124, användas för att kontrollera antagandet att förhandsinformationen var specifik i den mening som avses i artikel 1.1 andra alternativet i det direktivet.

2. Artikel 21 i förordning (EU) nr 596/2014, jämförd med artikel 10.1 i samma förordning, ska tolkas så, att det föreligger ett röjande av information ”för journalistiska ändamål” i den mening som avses i artikel 21 MAR, när personen i fråga röjer informationen i egenskap av journalist. Även i det fallet beror emellertid frågan huruvida röjandet av informationen är lagligt på om det sker som ett normalt led i fullgörandet av en tjänst eller verksamhet som journalist i den mening som avses i artikel 10.1 MAR. Detta förutsätter att ett röjande av informationen är absolut nödvändigt och att proportionalitetsprincipen iakttas. Vid bedömningen av huruvida röjandet av informationen för journalistiska ändamål är absolut nödvändigt ska kraven på press- och yttrandefrihet i medier vägas mot de risker som röjandet skulle kunna innebära för kapitalmarknadens integritet. Vid proportionalitetsbedömningen ska det, å ena sidan, tas hänsyn till bland annat allmänintresset vad beträffar den fråga som det aktuella journalistiska arbetet rör, till huruvida den berörda journalisten har rätt till skydd och till hur allvarlig sanktionen är. Vad som är relevant, å andra sidan, är bland annat huruvida risken för insiderhandel var uppenbar och om den förverkligats i det konkreta fallet.