FORSLAG TIL AFGØRELSE FRA GENERALADVOKAT J. KOKOTT

fremsat den 10. september 2009 [1]

I — Indledning

1. Den foreliggende anmodning om præjudiciel afgørelse vedrører forbuddet mod insiderhandel i henhold til direktiv 2003/6/EF [2] om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug). Direktivet forbyder handel med finansielle instrumenter, hvorunder der gøres brug af intern viden. Det centrale spørgsmål fra den forelæggende ret er, om der allerede foreligger insiderhandel, hvis den, der er i besiddelse af intern viden, handler med kendskab til denne.

1 — Originalsprog: tysk.

2 — Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28.1.2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), EUT L 96, s. 16 (herefter »direktiv 2003/6«).

II — Retsforskrifter

A — *Fællesskabsretlige bestemmelser*

2. Artikel 2, stk. 1, første punktum, i direktiv 2003/6 bestemmer følgende:

»Medlemsstaterne forbyder personer som nævnt i andet afsnit, der er i besiddelse af intern viden, 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.«

3. Artikel 2, stk. 1, i det tidligere direktiv, direktiv 89/592/EØF [3], bestemte følgende:

»Hver medlemsstat forbyder personer, der […] er i besiddelse af en intern viden, direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde værdipapirer i det eller de udstedende selskaber, som berøres af denne interne viden, idet de bevidst udnytter denne.«

B — *National ret*

4. De belgiske bestemmelser om insiderhandel findes i lov om tilsyn med den finansielle sektor og finansielle tjenesteydelser (herefter »finanstilsynsloven«).

5. Finanstilsynslovens artikel 25, som affattet ved lov af 2. august 2002 og som anvendt på forhold begået mellem den 1. juni og den 31. december 2003 (herefter »den tidligere affattelse af artikel 25«), lød således:

»Den, som råder over intern viden, må ikke gøre brug af denne ved for egen eller andres regning, direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde, eller at forsøge at erhverve eller afhænde, finansielle instrumenter, som denne interne viden vedrører, eller lignende finansielle instrumenter […]«

6. Den affattelse af artikel 25, som gjaldt fra den 1. januar 2004, og som blev indført ved lov af 22. december 2003 (herefter »den nye affattelse af artikel 25«), har følgende ordlyd:

»Den, som råder over oplysninger, som han vidste eller burde vide udgør intern viden, må ikke for egen eller andres regning direkte eller indirekte erhverve eller afhænde, eller forsøge at erhverve eller afhænde, finansielle instrumenter, som denne interne viden vedrører, eller lignende finansielle instrumenter […]«

3 — Rådets direktiv 89/592/EØF af 13.11.1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel, EFT L 334, s. 30 (herefter »direktiv 89/592«).

III — Faktiske omstændigheder og præjudicielle spørgsmål

7. Spector Photo Group NV (herefter »Spector«) er en børsnoteret virksomhed. I 1999 bevilgede den en aktieoptionsplan for medarbejdere i virksomheden og medarbejdere i de med denne forbundne virksomheder.

8. Den 21. maj 2003 meddelte Spector i overensstemmelse med lovgivningen børsen Euronext Brüssel, at virksomheden havde til hensigt at erhverve egne aktier med henblik på at opfylde aktieoptionsplanen. I perioden mellem den 28. maj 2003 og den 30. august 2003 opkøbte Spector i alt 27 773 aktier. Købet skete ved seks ordrer: fem omfattede hver 2 000 aktier og blev gennemført fuldt ud; én ordre omfattede 18 000 aktier og blev gennemført for 17 773 aktiers vedkommende.

9. Ifølge forelæggelseskendelsen pålagde direktionsudvalget i bank-, finans- og forsikringstilsynet (Commissie voor het Bank-, Financie- en Assuratiewezen, herefter »CBFA«) den interne revisor (Auditor) at udføre en undersøgelse vedrørende misbrug af intern viden for så vidt angik to af de aktiekøb, der blev udført for Spectors regning: en ordre fra den 11. august på 2 000 aktier, og en fra den 13. august på 18 000 aktier.

10. De kritiserede ordrer var placeret af Van Raemdonck på bestilling af Spector [4].

11. Revisoren fastslog, at købsinstrukserne fra den 13. august 2003 blev ændret efterfølgende både for vidt angår antallet af aktier og prisgrænsen, og at opkøbene desuden fik en hastende karakter, uden at der kunne fremføres en begrundelse herfor. Revisoren anså dette for at udgøre en forbudt insiderhandel. Han henviste til, at Spector og Van Raemdonck havde formodet, at aktiekursen ville stige, så snart salgstallene og Spectors planlagte overtagelse af en anden virksomhed blev offentliggjort. Begge parter gik derfor ud fra, at Spector efter offentliggørelsen ville skulle betale en højere købspris, og at der derved ville opstå en finansiel ulempe for Spector. Efter offentliggørelse af omsætningstallene steg kursen faktisk også med 8%. Det fremgår ikke klart af forelæggelseskendelsen, om revisoren også nåede frem til, at forbuddet mod insiderhandel var overtrådt for så vidt angår ordren fra den 11. august.

12. Ifølge revisoren var der en sammenhæng mellem på den ene side den købsordre, der blev afgivet den 13. august 2003, ændringen af prisgrænsen og de køb, som blev gennemført efterfølgende, og på den anden side den viden, som Spector og Van Raemdonck rådede over

4 — Det fremgår ikke klart af forelæggelseskendelsen, om Van Raemdonck på det tidspunkt, hvor aktiekøbene fandt sted, stadig var Spectors direktør.

vedrørende virksomhedsovertagelsen og forretningstal.

13. I hvert fald kvalificerede CBFA ved afgørelse af 28. november 2006 (herefter »den anfægtede afgørelse«) for så vidt angår Spector og Van Raemdonck (herefter også »sagsøgerne«) ordren fra den 13. august 2003 som en forbudt insiderhandel, pålagde de to parter en bøde og besluttede, at sanktionen skulle offentliggøres med navns nævnelse.

14. Sagsøgerne rejste indsigelse mod denne afgørelse for Hof Van Beroep te Brussel. Ved kendelse af 1. februar 2008 har denne retsinstans udsat sagen og forelagt Domstolen følgende spørgsmål:

»1) Udgør bestemmelserne i insiderhandeldirektivet, og navnlig artikel 2, en fuldstændig harmonisering, bortset fra de regler, hvorefter der udtrykkeligt indrømmes medlemsstaterne frihed til at udfylde bestemmelserne, eller udgør de som helhed en minimumsharmonisering?

2) Skal insiderhandelsdirektivets artikel 2, stk. 1, fortolkes således, at den omstændighed alene, at en i direktivets artikel 2, stk. 1, nævnt person, som råder over intern viden, og som for egen eller andres regning erhverver eller afhænder, eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører, indebærer, at denne gør brug af sin interne viden?

3) Såfremt det andet spørgsmål besvares benægtende, må det da antages, at det er en betingelse for at anvende insiderhandeldirektivets artikel 2, at der træffes en bevidst beslutning om at gøre brug af intern viden?

Såfremt en sådan beslutning ikke behøver fremgå skriftligt, er det da en betingelse, at den fremgår af omstændigheder, som ikke kan fortolkes på anden måde, eller er det tilstrækkeligt, at omstændighederne kan opfattes på denne måde?

4) Såfremt der ved afvejningen af, om en administrativ sanktion som omhandlet i insiderhandeldirektivets artikel 14 er rimelig, skal tages hensyn til den opnåede fortjeneste, må det da antages, at offentliggørelsen af de oplysninger, der må betegnes som intern viden, faktisk

mærkbart har påvirket kursen på det finansielle instrument?

Hvor stor en kursforskel skal der i bekræftende fald mindst foreligge, for at påvirkningen kan anses for mærkbar?

5) Uanset om kursforskellen efter offentliggørelsen af oplysningerne skal være mærkbar eller ej, spørges, hvilken periode der skal tages i betragtning efter offentliggørelsen af oplysningerne for at bestemme kursforskellens størrelse, og hvilken dato der af hensyn til pålæggelsen af en passende sanktion skal lægges til grund for at bestemme den opnåede berigelse?

6) Skal insiderhandeldirektivets artikel 14 ved vurderingen af, om sanktionen er rimelig, fortolkes således, at der, såfremt en medlemsstat har indført en ordning, der gør det muligt at pålægge en strafferetlig sanktion, som kumuleres med den administrative sanktion, skal tages hensyn til muligheden for, at der idømmes en strafferetlig bøde, og til dennes størrelse?«

IV — Stillingtagen

A — *Formaliteten vedrørende anmodningen om præjudiciel afgørelse*

15. Den belgiske og den tyske regering samt CBFA nærer tvivl om, hvorvidt den foreliggende anmodning om præjudiciel afgørelse kan antages til realitetsbehandling. Efter deres opfattelse stiller den forelæggende ret hypotetiske spørgsmål, som ikke har nogen betydning for afgørelsen af hovedsagen. Tvivlen beror på den omstændighed, at den forelæggende ret tilsyneladende stiller spørgsmål om fortolkning af direktivet med hensyn til den *nye* affattelse af finanstilsynslovens artikel 25, hvorimod det fremgår af selve den anfægtede afgørelse, at denne blev støttet på den *tidligere* affattelse af lovens artikel 25.

16. Der skal indledningsvis erindres om, at det principielt tilkommer den nationale ret, for hvilken en tvist er indbragt, på grundlag af omstændighederne i den konkrete sag at vurdere, såvel om en præjudiciel afgørelse er nødvendig for, at den kan afsige dom, som relevansen af de spørgsmål, den forelægger Domstolen. Det er nemlig den nationale ret, der har ansvaret for den retsafgørelse, som skal træffes. Når de stillede præjudicielle spørgsmål vedrører fortolkningen af en bestemmelse i fællesskabsretten, er Domstolen derfor principielt forpligtet til at træffe afgørelse herom [5].

5 — Jf. blot dom af 23.11.2006, sag C-238/05, Asnef-Equifax og Administración del Estado, Sml. I, s. 11125, præmis 15, og af 22.12.2008, sag C-48/07, Les Vergers du Vieux Tauves, Sml. I, s. 10687, præmis 16 og den deri nævnte retspraksis.

17. Undtagelsesvis tilkommer det imidlertid Domstolen at undersøge de omstændigheder, hvorunder en national domstol har forelagt en sag [6]. Den samarbejdsånd, hvori den præjudicielle sag skal gennemføres, kræver nemlig, at den forelæggende ret på sin side respekterer, at det er Domstolens opgave at medvirke til retsplejen i medlemsstaterne, men ikke at afgive responsa om generelle eller hypotetiske spørgsmål. I henhold til fast praksis er det derfor bl.a. muligt at afvise en anmodning om præjudiciel afgørelse, såfremt det klart fremgår, at den ønskede fortolkning af fællesskabsretten savner enhver forbindelse med realiteten i hovedsagen eller dennes genstand, eller problemet er af hypotetisk art [7].

18. Den forelæggende ret stiller tilsyneladende spørgsmål om fortolkning af direktiv 2003/6 for at kunne bedømme, om den *nye* affattelse af finanstilsynslovens artikel 25 er i overensstemmelse med dette direktiv. Ved definitionen af forbudt insiderhandel benytter den nye affattelse af finanstilsynslovens artikel 25 nemlig ikke nøjagtig samme ordlyd i direktiv 2003/6, men definerer insiderhandel som det forhold, at den, som råder over oplysninger, som han vidste eller burde vide udgør intern viden, handler med finansielle instrumenter, som denne interne viden vedrører (herefter også »handling, der foretages med kendskab til intern viden«).

19. Det er imidlertid yderst tvivlsomt, om spørgsmålet om, hvorvidt den *nye* affattelse af den belgiske lov er i overensstemmelse med direktivet, er relevant for afgørelsen i hovedsagen, da hovedsagen udelukkende skal bedømmes ud fra den *tidligere* affattelse af artikel 25.

20. Med den anfægtede afgørelse kritiseres nemlig omstændigheder, der fandt sted, inden den nye lov trådte i kraft. Det må følgelig være den tidligere affattelse af loven, der skal finde anvendelse på disse omstændigheder. Den tyske regering har i den henseende henvist til princippet *nulla poena sine lege*, hvoraf følger, at en lovovertrædelse principielt skal bedømmes i henhold til den lovgivning, der gjaldt på det tidspunkt, hvor lovovertrædelsen fandt sted.

21. Det er ganske vist et sted i forelæggelseskendelsen anført [8], at den anfægtede afgørelse bygger på den *nye* affattelse af artikel 25, men der er nok tale om en skrivefejl. Det fremgår nemlig af selve afgørelsen, at denne blev støttet på den *tidligere* affattelse af artikel 25. Parterne i hovedsagen samt den belgiske regering har også bekræftet dette under de mundtlige forhandlinger for Domstolen.

6 — Dom af 16.12.1981, sag 244/80, Foglia, Sml. s. 3045, præmis 27, og af 13.7.2006, forenede sager C-295/04 — C-298/04, Manfredi m.fl., Sml. I, s. 6619, præmis 27.

7 — Dom af 5.12.2006, forenede sager C-94/04 og C-202/04, Cipolla m.fl., Sml. I, s. 11421, præmis 25 og den deri nævnte retspraksis.

8 — Forelæggelseskendelsens præmis 18.

22. Det skal således lægges til grund, at det er den *tidligere* affattelse af artikel 25, der skal udgøre målestokken ved bedømmelsen af sagsøgernes handlinger [9].

23. Hvis hovedsagen skal afgøres på grundlag af den *nye* affattelse af artikel 25, kan det dog ud fra en første betragtning ikke ses, hvorfor fortolkningen af direktiv 2003/6 alligevel skulle være relevant for afgørelsen i hovedsagen. Den forelæggende ret stiller nemlig spørgsmål om fortolkning af direktivet for derved at kunne bedømme, om den *nye* affattelse af artikel 25 er i overensstemmelse med direktivet.

24. I det følgende skal jeg imidlertid påvise, at fortolkningen af direktiv 2003/6 alligevel ikke er åbenbart irrelevant for afgørelsen i hovedsagen, og at man derfor på trods af al tvivl må gå ud fra, at sagen skal antages til realitetsbehandling.

9 — Sagsøgerne har imidlertid hvad dette angår yderligere fremført, at den anfægtede afgørelse ganske vist blev støttet på den tidligere affattelse af artikel 25, men at den sagsøgte »de facto« anvendte den nye affattelse af artikel 25. Det fremgik ikke klart, hvad sagsøgeren mente med, at denne affattelse »de facto« blev anvendt. Muligvis ville sagsøgeren give udtryk for, at sagsøgte har fortolket den tidligere affattelse af artikel 25 i lyset af den nye affattelse af artikel 25. En sådan fremgangsmåde kunne også være problematisk set ud fra princippet om *nulla poena sine lege*. Det tilkommer den nationale ret at foretage en bedømmelse heraf.

1. Fortolkning af direktiv 2003/6 som målestok for fortolkning af den *tidligere* affattelse af den belgiske lov

25. Det kommer derfor på tale også at anvende direktiv 2003/6 som målestok for fortolkning af finanstilsynslovens *tidligere* affattelse.

26. Under de mundtlige forhandlinger angav den belgiske regering på Domstolens forespørgsel herom, at allerede loven i dens tidligere affattelse blev vedtaget med henblik på gennemførelse af direktiv 2003/6. På det tidspunkt, hvor loven blev vedtaget i sin tidligere affattelse, var selve direktivet ganske vist endnu ikke vedtaget. Ifølge den belgiske regering tilstræbte Belgien dengang imidlertid en omfattende reform af landets bankretlige regler og støttede sig med henblik på fremtiden derfor ved den nye affattelse af finanstilsynsloven til et allerede foreliggende direktivforslag.

27. Medlemsstaternes forpligtelse til at fortolke national ret i overensstemmelse med et direktiv indtræder i henhold til retspraksis i princippet først fra tidspunktet

for udløbet af gennemførelsesfristen for direktivet [10]. Hvis den gamle lov faktisk blev vedtaget med henblik på gennemførelse af direktiv 2003/6, kan svaret på de præjudicielle spørgsmål om fortolkning af direktiv 2003/6 dog også få betydning for fortolkning af den gamle lov.

28. En sådan gennemførelse af et direktiv med tanke på fremtiden skal nemlig behandles på samme måde som den situation, Domstolen anerkender, og som kaldes for »overskydende gennemførelse af et direktiv«.

29. I tilfælde, hvor der foretages en overskydende gennemførelse af et direktiv, dvs. når en medlemsstat gennemfører et direktiv for så vidt angår omstændigheder, der egentlig ikke henhører under direktivets anvendelsesområde, er det alligevel tilladt at anmode om en præjudiciel afgørelse [11].

30. Domstolen anser det for passende også at besvare præjudicielle spørgsmål i sådanne situationer. Der består nemlig for Fællesskabets retsorden en åbenbar interesse i, at enhver fællesskabsretlig bestemmelse fortolkes ensartet, uanset de vilkår, hvorunder bestemmelsen skal anvendes, således at senere fortolkningsuoverensstemmelser undgås [12].

31. Af samme grund bør spørgsmål om fortolkning af et direktiv også antages til realitetsbehandling, når der er tale om gennemførelse af et direktiv med tanke på fremtiden.

32. Endelig svarer den *tidligere* affattelse af artikel 25 næsten ordret til artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6. Fortolkningen af direktivets artikel 2, stk. 1, er derfor ikke åbenbart irrelevant for fortolkningen af den *tidligere* affattelse af artikel 25.

2. Sagsøgernes argument om princippet om anvendelse af den mildeste lov

33. Som begrundelse for, at spørgsmålet om, hvorvidt den *nye* affattelse af finanstilsynsloven er i overensstemmelse med direktivet, alligevel er relevant, har sagsøgerne i sagen for den forelæggende ret fremsat en meget kompleks teori. De støtter sig i denne

10 — Dom af 4.7.2006,sag C-212/04, Adeneler m.fl., Sml. I, præmis 115. I mit forslag til afgørelse i den pågældende sag havde jeg foreslået en anden løsning, som Domstolen imidlertid ikke fulgte. I henhold til retspraksis skal medlemsstaternes retsinstanser imidlertid, fra tidspunktet for direktivets ikrafttræden, så vidt muligt afholde sig fra at fortolke national ret således, at det mål, som direktivet tilstræber, bringes i alvorlige fare efter udløbet af gennemførelsesfristen, jf. herom Adeneler-dommen, præmis 123.

11 — Jf. dom af 18.10.1990, forenede sager C-297/88 og C-197/89, Dzodzi, Sml. I, s. 3763, præmis 36.

12 — Fast retspraksis siden dommen af 18.10.1990 i Dzodzi-sagen (nævnt ovenfor i fodnote 11); jf. desuden dom af 11.12.2007, sag C-280/06, ETI m.fl., Sml. I, s. 10893, præmis 21 og 22.

forbindelse til princippet om, at den mildeste lovgivning skal anvendes. Resultatet af denne argumentation er ikke overbevisende.

34. Sagsøgerne er af den opfattelse, at den *nye* affattelse af artikel 25 er uforenelig med direktiv 2003/6 og derfor ikke må anvendes. Da den nye affattelse ikke må anvendes, opstår der et »hul i lovgivningen«, der skal sidestilles med en mildere lov. Det følger derefter af princippet om, at den mildeste lovgivning skal anvendes, at en sanktionering i henhold til den *tidligere* affattelse af artikel 25, der skal anvendes på den anfægtede afgørelse, ligeledes skal bortfalde.

35. Det skal i denne forbindelse præciseres, at sagsøgerne ikke påstår, at den *nye* affattelse af artikel 25 som sådan er mildere end den tidligere affattelse. De har derimod endda fremhævet, at den nye lov er strengere, da den ikke forlanger, at der gøres brug af intern viden, men blot forudsætter, at en person »handler, idet vedkommende har kendskab til intern viden«. Tilsyneladende medfører den nye lov heller ikke, at den gamle lov ikke kan anvendes på omstændigheder, der har fundet sted tidligere. Den mildeste lovgivning er derimod det hul i lovgivningen, som opstår i og med, at den nye affattelse af artikel 25 ikke kan anvendes.

36. Rækkevidden af princippet om anvendelse af den mildeste lov skal først og fremmest bedømmes ud fra national ret. Jeg tvivler dog på, at dette princip overhovedet er relevant i det foreliggende tilfælde. At mildere straffelovgivning skal anvendes med tilbagevirkende kraft, beror nemlig på, at en tiltalt ikke bør dømmes for en adfærd, som lovgiver på tidspunktet for straffesagen ikke længere finder bør straffes [13]. Lovgivers ændrede bedømmelse skal således komme den tiltalte til gode. Dette udtrykkes også i artikel 49, stk. 1, tredje punktum, i Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder [14]: »Hvis der, efter at en lovovertrædelse er begået, i loven fastsættes en mildere straf, skal denne anvendes.«

37. I det foreliggende tilfælde har den belgiske lovgiver imidlertid ikke indført nogen mildere straf. Selv sagsøgerne har fremhævet, at lovgiver netop har indført en strengere straf. Lovgiver har således ikke ændret sin bedømmelse således, at den pågældende adfærd anses for at være mindre strafværdig.

38. Det foreliggende tilfælde adskiller sig således også fra de faktiske omstændigheder i Berlusconi-dommen. Denne sag drejede sig om, hvorvidt en mildere straffelovgivning

13 — Jf. herom mit forslag til afgørelse af 14.10.2004, forenede sager C-387/02, C-391/02 og C-403/02, Berlusconi m.fl., Sml. I, s. 3565, præmis 161, og af 10.6.2004, sag C-457/02, Niselli, Sml. I, s. 10853, præmis 69.

14 — Den Europæiske Unions charter om grundlæggende rettigheder blev først højtideligt proklameret i Nice den 7.12.2000 (EFT 2000 C 364, s. 1) og derefter anden gang i Strasbourg den 12.12.2007 (EFT 2007 C 303, s. 1). Selv om chartret ikke har bindende retsvirkninger, der kan sidestilles med den primære ret, giver det som retlig målestok fingerpeg om de grundlæggende rettigheder, der garanteres i Fællesskabets retsorden; jf. også dom af 27.6.2006, sag C-540/03, Parlamentet mod Rådet, »familiesammenføring«, Sml. I, s. 5769, præmis 38, og punkt 108 i mit forslag til afgørelse af 8.9.2005 i denne sag, samt dom af 13.3.2007, sag C-432/05, Unibet, Sml. I, s. 2271, præmis 37.

også skal anvendes med tilbagevirkende kraft, når den strider mod fællesskabsretten [15]. I den foreliggende sag er den nye lov dog efter alle parters opfattelse ikke udtryk for en mildere lovgivning, og det nævnte efterfølgende spørgsmål opstår derfor ikke.

39. Spørgsmålet, om princippet om anvendelse af den mildeste lovgivning i henhold til belgisk ret skal opfattes så bredt, at et »hul i lovgivningen« — som ifølge sagsøgerne her forekommer — sidestilles med en mildere lovgivning, er i øvrigt ikke afgørende i den foreliggende sag. I den konkrete sag er det nemlig udelukket, at der overhovedet foreligger det »hul i lovgivningen«, som sagsøgerne har påstået, og som de har sidestillet med en mildere lovgivning.

40. Selv hvis man gik ud fra, at sagsøgernes argumentation om, at den nye lov er uforenelig med direktivet, er korrekt, ville dette forhold nemlig kunne afhjælpes ved at fortolke den belgiske lov i overensstemmelse med direktivet. De nationale retsinstanser er forpligtet til så vidt muligt at fortolke national ret i overensstemmelse med et direktiv [16]. Den nye affattelse af artikel 25 ville således skulle fortolkes i overensstemmelse med direktivet, og man ville derfor ikke helt undlade at anvende bestemmelsen. Der ville slet ikke opstå et hul i lovgivningen, som sagsøgerne har sidestillet med en mildere lovgivning.

41. I det foreliggende tilfælde er det også muligt at foretage en fortolkning i overensstemmelse med direktivet. Sagsøgerne er af den opfattelse, at den nye lov strider mod direktivet, da den ikke som forudsætning for at anvende forbuddet mod insiderhandel kræver, at der gøres brug af intern viden, men bestemmer, at det er tilstrækkeligt, at der handles med kendskab til intern viden. Hvis denne opfattelse er korrekt, kan loven fortolkes i overensstemmelse med direktivet, idet man læser bestemmelsen indskrænkende i overensstemmelse med direktivet, således, at »brug af intern viden« er en yderligere forudsætning for at anvende forbuddet mod insiderhandel. Der er ikke tvivl om, at det er muligt at foretage en fortolkning i overensstemmelse med direktivet, der medfører en indskrænkning af anvendelsesområdet for insiderhandel og dermed er til fordel for den enkelte.

3. Foreløbigt resultat

42. På grundlag heraf må følgende fastslås: Det forhold, at den *nye* lov eventuelt er uforenelig med direktivet, medfører ikke, at sagen skal antages til realitetsbehandling. Da det imidlertid ikke på forhånd er udelukket, at den nationale retsinstans også skal bedømme den tidligere lov ud fra direktivet, er de præjudicielle spørgsmål ikke åbenbart irrelevante. Sagen skal følgelig antages til realitetsbehandling.

15 — Dom af 3.5.2005, forenede sager C-387/02, C-391/02 og C-403/02, Berlusconi m.fl., Sml. I, s. 3565; jf. herom også mit forslag til afgørelse i denne sag, nævnt ovenfor i fodnote 13).

16 — Jf. bl.a. dom af 5.10.2004, forenede sager C-397/01 — C-403/01, Pfeiffer m.fl., Sml. I, s. 8835, præmis 114, og af 4.7.2006, Adeneler m.fl., nævnt ovenfor i fodnote 10, præmis 115.

B — *Besvarelse af de præjudicielle spørgsmål*

1. Det andet præjudicielle spørgsmål

43. Med sit andet præjudicielle spørgsmål, der skal undersøges først, ønsker den forelæggende ret oplyst, om artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 skal fortolkes således, at den omstændighed alene, at en person, som råder over intern viden, og som for egen eller andres regning erhverver eller afhænder finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører, indebærer, at denne »gør brug af« sin interne viden. Det skal i denne forbindelse imidlertid tilføjes, at det i den nye affattelse af artikel 25 i henhold til belgisk ret ikke blot er afgørende, at en person råder over oplysninger, som udgør intern viden, men derimod også kræves, at denne person vidste eller burde vide, at der er tale om intern viden. I det foreliggende tilfælde skal det derfor afklares, om det altid er tilstrækkeligt til, at der foreligger insiderhandel, at der handles med kendskab til den interne viden, eller om der skal foreligge et yderligere element.

44. Direktivets artikel 2, stk. 1, bestemmer, at medlemsstaterne forbyder personer som nævnt i andet afsnit, der er i besiddelse af intern viden, at benytte denne viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.

45. Når man ser på ordlyden i artikel 2, stk. 1, er det for det første iøjnefaldende, at bestemmelsen ikke beskriver den forbudte insiderhandel som erhvervelse med »kendskab til« intern viden, men derimod forlanger, at erhvervelsen sker ved at vedkommende »benytter« [17] den interne viden.

46. Det skal i denne forbindelse indledningsvis fastslås, at udtrykkene »benyttelse« eller »brug« og »kendskab til« i naturlig sprogbrug ikke anvendes synonymt, men hver især har en egen betydning. Det forhold, at en person »har kendskab til« noget betyder blot, at vedkommende har en bestemt viden. »Benyttelse« eller »brug« kræver derimod ganske vist nødvendigvis kendskab til intern viden, men foreligger først, hvis dette kendskab har indflydelse på en handling.

47. Spørgsmålet, om det forhold, at en handling foregår, når en person »har kendskab til« intern viden, altid betyder, at denne viden benyttes, eller om man også kan tænke sig at en sådan handling foretages, uden at »der gøres brug« af den interne viden, kan ikke besvares alene ud fra en grammatisk fortolkning.

17 — Den nederlandske version af artikel 2, stk. 1, lyder således: »[…] om gebruik te maken […]«.

48. I den tyske version af direktivet fremgår det tydeligt, at der skal være tale om »benyttelse« eller »brug« (»Nutzung«) af intern viden, mens den franske version er affattet således, at det er mere nærliggende at antage, at det forhold, at en handling foretages, når en person har kendskab til intern viden, skal kvalificeres således, at der allerede som følge heraf er tale om brug af denne viden.

49. I henhold til den franske version af direktivet forbydes det personer »d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant […]«. En ordret oversættelse heraf betyder, at det forbydes personer at benytte intern viden, *idet* vedkommende erhverver eller afhænder finansielle instrumenter, som denne viden vedrører. I den franske formulering »utiliser en acquérant« ligger tyngdepunktet på en skelnen mellem »erhvervelse« og »afhændelse«, hvorimod begge handlinger umiddelbart kvalificeres som brug af intern viden [18].

50. De forskellige sproglige versioner af en fællesskabsbestemmelse skal imidlertid fortolkes ensartet. Når der er uoverensstemmelse mellem versionerne, skal den pågældende bestemmelse fortolkes på baggrund af den almindelige opbygning af og formålet med den ordning, som den er led i, [19] samt i givet fald i overensstemmelse med ophavsmandens virkelige vilje [20].

51. Det præciseres således udtrykkeligt i artikel 2, stk. 3, at det ikke har nogen betydning, at den pågældende har kendskab til intern viden på det tidspunkt, hvor transaktionen finder sted, hvis denne alene gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter. Hvis det på forhånd er klart, om og i givet fald hvordan transaktionen finder sted, og der for så vidt ikke er noget spillerum, er det udelukket, at senere kendskab til intern viden kan påvirke transaktionen, og der kan for så vidt heller ikke tales om, at dette kendskab »benyttes«.

52. I denne forbindelse har 18. betragtning til direktivet også betydning. Heri tales der på den ene side om, at brug [21] af intern vide »kan« bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter. På den anden side nævnes der konkrete tilfælde, der på trods af, at der foreligger kendskab til intern viden, ikke skal betragtes som brug af intern viden. Det

18 — Det samme gælder for den engelske version af direktivet, der lyder således: »using that information by acquiring or disposing«.

19 — Dom af 5.12.1967, sag 19/67, Van der Vecht, Sml. 1965-1968, s. 411, org.ref.: Rec. s. 462, på s. 473, af 27.10.1977, sag 30/77, Bouchereau, Sml. s. 1999, præmis 13 og 14, af 14.6.2007, sag C-56/06, Euro Tex, Sml. I, s. 4859, præmis 27, og af 21.2.2008, sag C-426/05, Tele2 Telecommunication, Sml. I, s. 685, præmis 25.

20 — Dom af 12.11.1969, sag 29/69, Stauder, Sml. 1969, s. 107, org. ref.: Rec. s. 419, præmis 3, af 7.7.1988, sag 55/87, Moksel Import und Export, s. 3845, præmis 49, af 20.11.2001, sag C-268/99, Jany m.fl., Sml. I, s. 8615, præmis 47, og af 27.1.2005, sag C-188/03, Junk, Sml. I, s. 885, præmis 33.

21 — Det er tilsyneladende en redaktionel fejl, at der i den tyske version af 18. betragtning til direktivet bruges udtrykket »Ausnutzung« (udnyttelse) i stedet for »Nutzung« (benyttelse) som i artikel 2, stk. 1. Andre sproglige versioner, f.eks. den franske, engelske og nederlandske, anvender samme udtryk i 18. betragtning som i direktivets artikel 2, stk. 1.

antydes således allerede her, at det ganske vist er en nødvendig forudsætning for, at der kan foreligge en forbudt insiderhandel, at der er kendskab til intern viden, men at det forhold, at en transaktion foretages af en person, som har kendskab til intern viden, ikke i sig selv udgør en udtømmende beskrivelse af omfanget af forbuddet i direktivets artikel 2, stk. 1.

53. Det er først muligt at give et udtømmende svar på spørgsmålet ved at foretage en teleologisk fortolkning af direktivet, der også tager hensyn til direktivets tilblivelseshistorie.

54. I henhold til 12. betragtning til direktivet skal forbuddet mod insiderhandel sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder. Dette præciseres i 15. betragtning. Fuld markedsgennemsigtighed er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på de integrerede finansmarkeder. Man skal garantere ens chancer og forhindre, at enkelte markedsdeltagere gennem brug af insiderviden privilegeres til skade for de øvrige markedsdeltagere.

55. Kun ved at formulere forbuddet mod insiderhandel således, at det kan gennemføres effektivt i praksis, kan det garanteres, at finansmarkederne fungerer så godt som muligt. Kun hvis forbuddet mod insiderhandel gør det muligt at straffe for overtrædelser på effektiv vis, er det slagkraftigt og fremmer varigt markedsdeltagernes lovlydighed. Fællesskabslovgiver har derfor ved den nye affattelse af direktiv 2003/6 taget hensyn til de utilfredsstillende erfaringer, man havde haft med det tidligere direktiv.

56. I det tidligere direktiv 89/592 blev forbuddet mod insiderhandel formuleret således: »Hver medlemsstat forbyder personer, der […] er i besiddelse af en intern viden, direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde værdipapirer i det eller de udstedende selskaber, som berøres af denne interne viden, idet de bevidst *udnytter* denne« [22]. I direktiv 2003/6 er udtrykket »udnytte« blevet afløst af udtrykket »benytte« [23].

57. Udtrykket »udnyttes« i det gamle forbud var således en subjektiv bestanddel af bestemmelsen, der blev opfattet som en målrettet handling. Udtrykket »udnyttes« kunne opfattes således, at den transaktion, der er foretaget, netop skulle være gennemført på grundlag af den interne viden og i den hensigt at udnytte denne viden for at opnå en gevinst

22 — Min fremhævelse.

23 — I modsætning til f.eks. den franske version (hvor udtrykket »en exploitant« blev erstattet af »utiliser«) eller den engelske (hvor udtrykket »taking advantage« blev erstattet af »using«) anvendes der i den nederlandske version det samme udtryk for »brug« af intern viden i direktiv 89/592 (»met gebruikmaking«) og direktiv 2003/6 (»om gebruik te maken«). Det subjektive indhold i bestemmelsen blev i den nederlandske version af direktiv 89/592 udtrykt ved et adverbium (»welbewust«), idet formuleringen lød således: »met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap«.

eller undgå et tab [24]. Det er klart, at der kan være betydelige problemer navnlig i forbindelse med påvisning af, at der foreligger en hensigt om at opnå en fortjeneste.

58. På baggrund heraf foreslog Parlamentet under drøftelserne om direktiv 2003/6 at erstatte kravet om »udnyttelse«, og dette førte i sidste ende til den nugældende affattelse af artikel 2, stk. 1, der kun taler om »benyttelse« af intern viden. [25] Parlamentet begrundede sit ændringsforslag med, at man ved den administrative procedure sanktionerer selve det, at en intern viden anvendes, og at man derfor burde slette ethvert element, der bygger på, at der er et bestemt formål med anvendelsen, eller at den foregår forsætligt [26].

59. Man må altså fortolke udtrykket »benytte« bredt og gå ud fra, at det ikke er forbundet med nogen subjektive forudsætninger og dermed sikrer fællesskabslovgivers mål om at opnå en enkel forvaltning af forbuddet mod insiderhandel. Udtrykket »benytte« forudsætter således *ikke*, at en person subjektivt beslutter netop at handle på grundlag af en intern viden, som vedkommende er i besiddelse af. Kendskabet til en intern viden skal således ikke have påvirket transaktionen på streng kausal vis, som en *tvingende forudsætning*. Det kræves ikke, at personen ikke ville have handlet, såfremt vedkommende ikke havde været i besiddelse af den interne viden.

60. Hvis man forlangte, at det skal kunne påvises, at den interne viden har påvirket transaktionen kausalt som beskrevet, ville dette være i modstrid med viljen til at give afkald på subjektive forudsætninger, som fællesskabslovgiver klart har givet udtryk for.

61. Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 skal derfor principielt fortolkes således, at allerede en handling, der foretages med kendskab til den interne viden, udgør en »benyttelse« i henhold til denne bestemmelse.

62. Alligevel udgør en handling, der foretages med kendskab til intern viden, ikke altid nødvendigvis en forbudt insiderhandel. I situationer, hvor det er udelukket, at en intern viden kan påvirke handlingen, kan der ikke tales om, at den interne viden »benyttes«.

24 — Jf. herom også forslag til afgørelse fra generaladvokat Mengozzi af 26.10.2006 i sag C-391/04, Georgakis, Sml. 2007 I, s. 3741, præmis 51.

25 — I den nederlandske version skete der ikke nogen ændring i forhold i direktivforslaget, da dette allerede kun talte om »benyttelse« (»gebruik te maken«).

26 — Jf. rapporten fra parlamentsmedlem R. Goebbels af 27.2.2002 (PE 307.438 A5-0069/2002, s. 25) om forslaget til direktiv fra Europa-Parlamentet og Rådet om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (2001/0118(COD), som Europa-Parlamentet knæsatte i sin lovgivningsmæssige beslutning af 14.4.2002. I den nederlandske version gengives den pågældende passus med denne begrundelse imidlertid ikke, hvilket sandsynligvis skyldes, at det ikke var nødvendigt at foretage en ændring af direktivets tekst i den nederlandske version.

63. Den allerede nævnte 18. betragtning til direktivet præciserer, at en transaktion, der foretages med kendskab til en intern viden, ikke nødvendigvis udgør en »benyttelse« i henhold til artikel 2, stk. 1, og betragtningen beskriver undtagelser, hvor der ikke skal være tale om forbudt insiderhandel på trods af, at en handling foretages med kendskab til intern viden. F.eks. skal det forhold, at personer, der udøver forretninger for kunder på børsen, er i besiddelse af intern viden, men som blot loyalt udfører ordrer, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden.

64. Hvis man ser på direktivets formål, er de undtagelser, der beskrives i 18. betragtning, situationer, hvor der på forhånd ikke er fare for markedsgennemsigtigheden: Uanset, om de aktører, der nævnes deri, er i besiddelse af intern viden eller ej, er deres rolle på markedet udformet sådan, at disse oplysninger ikke påvirker deres handlinger.

65. Idet direktivets artikel 2, stk. 1, forbyder transaktioner, hvorved der benyttes intern viden, og ikke blot taler om handlinger, som foretages med kendskab til intern viden, undtager bestemmelsen f.eks. de situationer, der nævnes i 18. betragtning, fra forbuddets anvendelsesområde: I disse tilfælde er det på forhånd udelukket, at den pågældende viden påvirker handlingen, og der kan derfor ikke tales om, at den interne viden benyttes.

66. Der kan også tænkes andre tilfælde, hvor det på forhånd står fast, at det på trods af, at en person har kendskab til intern viden i det øjeblik, hvor en handling foretages, ikke kan antages, at handlingen påvirkes af denne viden. Det Forenede Kongeriges regering har som yderligere eksempel anført det tilfælde, at en person handler i modstrid med den formodede udvikling i kurserne: En person sælger f.eks. aktier, selv om vedkommende er i besiddelse af en intern viden, der giver grund til at formode, at aktieprisen stiger, f.eks. fordi personen har brug for salgsudbyttet med det samme og ikke kan vente på, at kursen stiger.

67. I en sådan situation kan man ikke gå ud fra, at den pågældende har solgt aktien, idet han »benytter« sin interne viden. Handler en person imod den kommende kursudvikling, som fremgår af den interne viden, kan det ikke siges, at vedkommende »benytter« den interne viden. Hvis man derimod blot

kræver kendskab til den interne viden, når handlingen foretages, må man bekræfte, at der foreligger en insiderhandel, idet salget sker med kendskab til denne viden.

68. Det andet præjudicielle spørgsmål skal derfor besvares som følger:

69. Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 skal fortolkes således, at den omstændighed alene, at en person råder over intern viden, og vidste eller burde vide, at der er tale om intern viden, og som erhverver eller afhænder finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører, *i reglen* indebærer, at denne person »gør brug« af sin interne viden. I situationer, hvor det på forhånd står fast, at en intern viden ikke påvirker en persons handlinger, medfører selve kendskabet til intern viden ikke samtidig, at der gøres brug af denne viden.

2. Det tredje præjudicielle spørgsmål

70. Med det tredje præjudicielle spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om det er en betingelse, at der træffes en bevidst eller skriftlig beslutning om at gøre brug af intern viden. Hvad dette angår kan der i vidt omfang henvises til min redegørelse vedrørende det andet spørgsmål. Ved den nye affattelse af forbuddet mod insiderhandel skulle der slettes ethvert element i bestemmelsens indhold, som henviser til et formål eller forsæt. Det er således ikke nogen betingelse, at der træffes en bevidst eller skriftlig beslutning om at gøre brug af intern viden. En person kan nemlig, når han handler med kendskab til intern viden, ikke helt se bort fra denne: Den interne viden indgår normalt i personens beslutning om køb eller salg. Følgelig vil man normalt skulle gå ud fra, at der gøres brug af intern viden. Det er ikke nødvendigt at føre yderligere bevis.

3. Det første præjudicielle spørgsmål

71. Det første præjudicielle spørgsmål vedrører harmoniseringsgraden af direktiv 2003/6, herunder navnlig direktivets artikel 2. Spørgsmålet har ingen betydning for afgørelsen af hovedsagen og bør derfor afvises. Som jeg allerede har redegjort for, er det kun artikel 25 i den *tidligere* affattelse af finanstilsynsloven, der finder anvendelse. Spørgsmålet om harmoniseringsgraden af direktiv 2003/6 har imidlertid kun betydning for den *nye* affattelse af artikel 25.

72. Det er nemlig kun den *nye* affattelse af artikel 25, der afviger fra ordlyden i direktivets artikel 2, stk. 1, og, idet bestemmelsen opstiller et strengere forbud end direktivet, giver anledning til spørgsmålet, om et forbud

mod insiderhandel, der går længere end direktivet, overhovedet er tilladt. Den *nye* affattelse af artikel 25 kræver alene, at der foreligger kendskab til intern viden, og tager hverken hensyn til undtagelsen i artikel 2, stk. 3, i direktiv 2003/6 eller de undtagelser fra forbuddet mod insiderhandel, der fremgår af direktivet og betragtningerne til dette.

73. Den *tidligere* version krævede derimod ligesom direktivet »brug« af intern viden og gik således ikke længere end direktivet. Spørgsmålet, om direktivet alligevel gav frihed til at fastlægge strengere nationale regler, er nemlig rent hypotetisk, når der henses til, at det kun er den tidligere affattelse af artikel 25, der er relevant i hovedsagen, hvorfor spørgsmålet bør afvises.

74. For det tilfælde, at Domstolen går ud fra, at også første spørgsmål kan antages til realitetsbehandling, skal dette spørgsmål besvares subsidiært i det følgende.

75. Det skal indledningsvis præciseres, at spørgsmålet om omfanget af harmoniseringen i direktiv 2003/6 — fuldstændig harmonisering eller minimumsharmonisering — ikke kan besvares generelt for hele direktivets vedkommende. Man skal derimod undersøge indholdet af hver enkelt bestemmelse for sig.

76. Det skal udledes af de pågældende bestemmelsers ordlyd, formål og opbygning, hvilken harmoniseringsgrad der er tale om [27].

77. I direktiv 2003/6 findes der bestemmelser, hvis ordlyd allerede klart viser, at de kun indeholder minimumskrav og bemyndiger medlemsstaterne til at vedtage foranstaltninger, der går videre. Dette gælder f.eks. for den måde, hvorpå misbrug af intern viden skal sanktioneres. Artikel 14 i direktiv 2003/6 bestemmer blot, at medlemsstaterne skal sikre effektive og præventive administrative foranstaltninger. Direktivet overlader det udtrykkelig til medlemsstaterne at bestemme, om de desuden pålægger strafferetlige sanktioner. For så vidt angår sanktionering medfører direktivet således kun en minimumsharmonisering.

78. Hvad angår forbuddet mod insiderhandel i henhold til artikel 2, stk. 1, anføres det derimod ikke udtrykkeligt i direktiv 2003/6, om direktivet i den henseende er udtømmende eller ej.

27 — Jf. dom af 25.4.2002, sag C-52/00, Kommissionen mod Frankrig, Sml. I, s. 3827, præmis 16.

79. Et første holdepunkt viser sig imidlertid, når man sammenligner med det tidligere direktiv. Artikel 6 i direktiv 89/592 gav udtrykkeligt medlemsstaterne ret til at fastsætte strengere bestemmelser end dem, der var foreskrevet i direktivet. I artikel 6, stk. 1, andet punktum, blev det præciseret, at medlemsstaterne navnlig kunne udvide rækkevidden af det i artikel 2 fastsatte forbud mod insiderhandel. Direktiv 89/592 gav dog kun ret til at fastsætte strengere lovgivning på betingelse af, at den udstedte lovgivning gælder generelt, dvs. at lovgivningen er den samme for samtlige de fysiske eller juridiske personer, der er omfattet af den [28].

80. Den gamle artikel 6 blev ikke gentaget i direktiv 2003/6. I det nye direktiv findes der ikke nogen generel klausul, der udtrykkelig giver medlemsstaterne ret til at udvide forbuddet mod insiderhandel. Dette er et indicium for, at medlemsstaterne ikke længere principielt skal have ret til at opstille strengere bestemmelser, men kun kan gøre det på områder, hvor direktivet udtrykkelig tillader det.

81. Også formålet med direktiv 2003/6 taler, navnlig således som dette kommer til udtrykt i betragtningerne til direktivet, for at kvalificere det fastsatte forbud mod insiderhandel i artikel 2, stk. 1, som en udtømmende harmonisering.

28 — Jf. dom af 3.5.2001, sag C-28/99, Verdonck m.fl., Sml. I. s, 3399, præmis 35.

82. For det første har direktivet til formål at forbedre markedsdeltagernes tillid til finansmarkedernes integritet og derved styrke denne gennem forbuddet mod insiderhandel. Direktivet sikrer, at forbuddet gælder generelt i alle medlemsstater, og at der således hvad dette angår ikke bliver nogen uregulerede finansmarkeder tilbage i Fællesskabet. Markedsdeltagerne skal kunne stole på, at forbuddet mod insiderhandel gælder i hele Fællesskabet.

83. For det andet tager direktivet også hensyn til, at ud over, at det ville gøre markedsdeltagerne usikre, hvis forbuddet mod insiderhandel ikke gjaldt overalt, kan en forskellig udformning af forbuddet i de forskellige medlemsstater være til hinder for, at det indre marked fungerer effektivt for så vidt angår finansmarkederne.

84. Således bemærkes det udtrykkeligt i 11. betragtning til direktivet, at direktivet bygger på en erkendelse af, at retsreglerne om insiderhandel varierer mellem medlemsstaterne, og at det betyder, »at de økonomiske aktører ofte er usikre med hensyn til begreber, definitioner og retshåndhævelse«. Dette taler imod, at direktivets artikel 2, stk. 1, kun skal opfattes som en minimumsharmonisering. Hvis man gik ud fra, at medlemsstaterne er frit stillet til at fastsætte strengere forbud mod

insiderhandel, ville dette nemlig fortsat skabe usikkerhed hos de økonomiske aktører om, hvilket omfang forbuddet mod insiderhandel har, og den tilsikrede afklaring ville netop ikke nås.

85. Endelig bekræftes opfattelsen, hvorefter artikel 2 udgør en udtømmende harmonisering af forbuddet mod insiderhandel, yderligere af selve indholdet i dette forbud.

86. I forbindelse med besvarelsen af det andet præjudicielle spørgsmål redegjorde jeg for, at der ved udtrykket »benytte« i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 fastsættes et omfattende, effektivt forbud mod insiderhandel, der let kan sanktioneres, og hvor det kun i enkelte undtagelsestilfælde er tilladt at handle på trods af kendskab til intern viden. Hvis man også tager hensyn til, at de undtagelser, der skal anerkendes — f.eks. som beskrevet i artikel 2, stk. 3, og 18. betragtning til direktivet — alle medfører en teleologisk indskrænkning af forbuddet og altså vedrører situationer, hvor formålet med forbuddet mod insiderhandel ikke berøres, kan det ikke ses, at der er et egentligt behov for og et nævneværdigt spillerum til at fastsætte strengere forbud mod insiderhandel i medlemsstaterne.

87. To grunde taler yderligere for, at det forbud, der opstilles i direktivet, er udtømmende: Kun herved kan man, sådan som det tilstræbes, opnå så bred en beskyttelse af investorerne som muligt. Desuden udelukker man i overensstemmelse med hensynet til retssikkerhed usikkerhed blandt markedsaktørerne om, hvor langt forbuddet går.

88. Det skal således konkluderes, at artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 udgør en udtømmende harmonisering.

89. Der følger heller ikke noget andet af det forhold, at direktiv 2003/6 er et eksempel på anvendelse af den såkaldte Lamfalussy-procedure. Hermed menes der, at der på det pågældende område skabes retsakter ved forskellige trin, som nævnt i fjerde betragtning til direktivet. Ved første trin fastlægges der grundprincipper gennem direktivet; ved andet trin følger de tekniske gennemførelsesforanstaltninger, der skal vedtages af Kommissionen med bistand fra et udvalg.

90. Det forhold, at Lamfalussy-proceduren anvendes, giver imidlertid ikke grundlag for at drage nogen konklusioner med hensyn til spørgsmålet, om direktivet harmoniserer enkelte lovgivningsgenstande udtømmende eller tillader afvigende regler fra medlemsstaternes side. Proceduren vedrører nemlig ikke graden af harmonisering men derimod spørgsmålet om, hvorledes der skabes ret på fællesskabsretligt niveau.

91. Afslutningsvis skal omtales et argument fra Kommissionen, der mener, at anvendelsen af udtrykket »benytte« i artikel 2, stk. 1, er et bevis på, at der kun er tale om minimumsharmonisering. Da udtrykket »benytte« ikke defineres i direktivet, er der ifølge Kommissionen tale om et ubestemt retsbegreb, i forbindelse med hvilket medlemsstaterne — i modsætning til, hvis der er tale om en udtømmende harmonisering — på forhånd har en vid skønsbeføjelse, når de skal udfylde begrebet.

92. Denne tankegang er naturligvis ikke overbevisende. Direktiv 2003/6 indeholder en definition af insiderhandel i artikel 2, stk. 1. Det er ganske vist korrekt, når Kommissionen anfører, at ikke alle de begreber, der anvendes i denne definition, på deres side defineres i direktivet. Direktivet indeholder således ikke nogen definition af udtrykket »benytte«. Dette medfører imidlertid ikke, at medlemsstaterne kan definere det frit ud fra et eget skøn. Udtrykket »benytte« er derimod et selvstændigt fællesskabsretligt begreb, der skal defineres ens for alle medlemsstaters vedkommende.

4. Fjerde og femte præjudicielle spørgsmål

93. Begge disse spørgsmål vedrører spørgsmålet, om sanktionen er forholdsmæssig. Den forelæggende ret spørger, om der ved afvejningen af, om en sanktion er rimelig, skal tages hensyn til den opnåede fortjeneste, og om det i den forbindelse også har betydning, om offentliggørelsen af den interne viden faktisk mærkbart har påvirket kursen på det finansielle instrument, samt hvorledes denne »mærkbarhed« skal fastsættes. Den forelæggende ret spørger desuden, hvilket tidspunkt der skal lægges til grund for at bestemme den opnåede berigelse.

94. Hvad angår sanktioneringens art og omfang bestemmer artikel 14 i direktiv 2003/6 kun, at medlemsstaterne i henhold til national ret sikrer, at der kan træffes passende administrative foranstaltninger eller pålægges administrative sanktioner. Medlemsstaterne sikrer, at disse foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive. Direktivet angiver ikke nogen konkrete kriterier, der skal anvendes ved konstateringen af, om en sanktion er rimelig.

95. Kun i forbindelse med definitionen af intern viden i artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6 tages der hensyn til, om der sker en mærkbar påvirkning af kursen. Herefter er en viden kun intern viden i henhold til direktivet, såfremt den, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på det pågældende finansielle instrument.

96. I henhold til artikel 1, stk. 1, nr. 1), konstateres det på forhånd, om en viden vil kunne påvirke kursen. Direktivet taler ikke om, at der kun kan antages at foreligge en forbudt insiderhandel, hvis der efterfølgende *faktisk* er sket en kursstigning.

97. Spørgsmålet, om og i givet fald i hvilket omfang kursen faktisk blev påvirket, kan imidlertid inddrages i forbindelse med undersøgelsen om forholdsmæssighed ved bedømmelsen af, hvor stor sanktionen skal være. Omfanget af en kursændring, der er sket efter offentliggørelse af intern viden, kan være et indicium for, hvilken betydning og hvilket potentiale der ligger i den interne viden. Disse elementer kan inddrages i undersøgelsen af spørgsmålet om forholdsmæssighed.

98. Størrelsen af en kursstigning er imidlertid også relevant ved beregningen af den opnåede fortjeneste.

99. Hvad angår hensyntagen til den opnåede gevinst kan det udledes af 38. betragtning til direktivet, at sanktionen skal stå i forhold til overtrædelsens alvor og den opnåede gevinst. Direktivet regulerer ikke, hvordan den opnåede gevinst nærmere skal beregnes — navnlig spørgsmålet om, hvilken periode der er afgørende ved beregningen. Direktivet overlader det derimod til medlemsstaterne at fastlægge sanktionernes art og udformningen heraf. I henhold til artikel 14 skal medlemsstaterne som sanktioner i henhold til national ret træffe foranstaltninger, der er effektive, rimelige og præventive.

5. Sjette præjudicielle spørgsmål

100. Med dette spørgsmål ønsker den forelæggende ret oplyst, om direktivets artikel 14 skal fortolkes således, »at der, såfremt en medlemsstat har indført en ordning, der gør det muligt at pålægge en strafferetlig sanktion, som kumuleres med den administrative sanktion, skal tages hensyn til muligheden for, at der idømmes en strafferetlig bøde, og til dennes størrelse«.

101. Parterne i hovedsagen er af den opfattelse, at dette præjudicielle spørgsmål er hypotetisk og dermed bør afvises. Der må gives dem medhold heri, for så vidt som det ikke kan udledes af den forelæggende rets angivelser, at den foreliggende sag drejer sig om pålæggelse af en administrativ sanktion, efter at der allerede er idømt en strafferetlig sanktion. Der er derimod tale om, at der for første gang iværksættes en sanktion. Der tales hverken om, at der forinden blev gennemført en straffesag om de samme forhold, eller om, at der skal gennemføres en sådan. Under den administrative procedure kan der dog næppe tages hensyn til en strafferetlig sanktion, som muligvis skal idømmes på et senere tidspunkt.

102. Den sagsøgte i hovedsagen og den belgiske regering har i øvrigt gjort gældende, at det i henhold til belgisk ret i tilfælde af, at der senere føres en straffesag, er muligt at medregne en administrativ sanktion, der er blevet pålagt på et tidligere tidspunkt [29].

103. Spørgsmålet, om der i en straffesag, som gennemføres på et senere tidspunkt, skal tages hensyn til en administrativ sanktion, der er pålagt på et tidligere tidspunkt, har muligvis ikke kun betydning på baggrund af, at sanktionen skal være rimelig, men derimod også som følge af princippet om *ne bis in idem* [30]. Spørgsmålet ville imidlertid først opstå i en straffesag, der fulgte oven på den administrative procedure og fandt sted på et senere tidspunkt.

C — *Tilbagekøb af egne aktier*

104. Afslutningsvis skal jeg omtale et aspekt, som den forelæggende ret ganske vist ikke har stillet noget konkret spørgsmål om. I kendelsens begrundelse har retten imidlertid henvist til, at den belgiske lovgiver ikke har gennemført artikel 8 i direktiv 2003/6 rettidigt.

105. I henhold til artikel 8 i direktiv 2003/6 gælder forbuddene i direktivet bl.a. ikke for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger, der er vedtaget efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure. Den gennemførelsesforanstaltning, der er vedtaget i henhold hertil, er forordning (EF) nr. 2273/2003 [31].

106. I henhold til angivelserne i forelæggelseskendelsen var denne forordning endnu ikke trådt i kraft, da sagsøgerne foretog de omtvistede transaktioner. Den er imidlertid trådt i kraft i mellemtiden.

107. Der skal henvises til, at det fremgår af det fællesskabsretligt anerkendte princip om anvendelse af den mildeste lovgivning [32], at den undtagelse fra forbuddet, der er opstillet i artikel 8 i direktivet, også må komme sagsøgerne til gode, hvis forudsætningerne for at anvende undtagelsen er opfyldt. Artikel 8 i direktivet giver nemlig udtryk for, at fællesskabslovgiver under bestemte forudsætninger anser tilbagekøb af egne aktier, der sker med henblik på opfyldelse af et optionsprogram for medarbejdere, for ikke at være forbudt insiderhandel. Heraf følger, at der i dag ikke mere vil kunne pålægges sagsøgerne nogen sanktioner som følge af transaktioner, der kan henføres

29 — De har i denne forbindelse henvist til finanstilsynslovens artikel 73 som affattet den 2.8.2002.

30 — Jf. herom også dom fra Den Europæiske Menneskerettighedsdomstol af 14.9.1999, nr. 36855/97 og nr. 41731/98, Ponsetti mod Frankrig, *Recueil des arrêts et décisions 1999-VI*, og af 14.9.2004, Rosenquist mod Sverige, nr. 60619/00.

31 — Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22.12.2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, EUT L 336, s. 33.

32 — Jf. dom af 11.11.2004, sag C-457/02, Niselli, Sml. I, s. 10853, og Berlusconi-dommen, nævnt ovenfor i fodnote 15, samt mit forslag til afgørelse i disse sager.

hertil. Også hvis den belgiske lovgiver endnu ikke skulle have gennemført denne artikel, ville en sanktionering, der pålægges sagsøgerne, ikke være i overensstemmelse med fællesskabslovgivers vilje, og den ville derfor skulle bortfalde. Dette gælder dog kun under den forudsætning, at sagsøgernes transaktioner tilfældigvis opfyldte betingelserne for et tilbagekøbsprogram i henhold til forordning nr. 2273/2003, der endnu ikke var trådt i kraft. Navnlig hvis det bekræftes under sagen for den forelæggende ret, at sagsøgerne efterfølgende har ændret købsordren for så vidt angår antallet af aktier, pris og den hastende karakter, kan de dog næppe have opfyldt forudsætningerne i forordningen. En overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel ville i så fald ikke bortfalde som følge af artikel 8 i direktiv 2003/6, sammenholdt med forordning nr. 2273/2003.

V — Forslag til afgørelse

108. På baggrund af redegørelsen ovenfor foreslår jeg Domstolen at besvare de præjudicielle spørgsmål således:

»— Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6/EF skal fortolkes således, at den omstændighed alene, at en person råder over intern viden, og vidste eller burde vide, at der er tale om intern viden, og som erhverver eller afhænder finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører, i reglen indebærer, at denne person »gør brug« af sin interne viden. I situationer, hvor det på forhånd står fast, at en intern viden ikke påvirker en persons handlinger, medfører selve kendskabet til intern viden ikke samtidig, at der gøres brug af denne viden.

— Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 giver ikke medlemsstaterne ret til at fastsætte et forbud mod insiderhandel, der er strengere end det i direktivet.

— Det overlades medlemsstaterne at udforme sanktionerne konkret, men medlemsstaterne skal i denne forbindelse sikre, at de iværksatte foranstaltninger er effektive, rimelige og præventive.«