FÖRSLAG TILL AVGÖRANDE AV GENERALADVOKAT JULIANE KOKOTT

föredraget den 10 september 2009 [1]

I — Inledning

1. Föreliggande begäran om förhandsavgörande rör förbudet mot insiderhandel enligt direktiv 2003/6/EG [2] om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk). Enligt direktivet är det förbjudet att handla med finansiella instrument genom att utnyttja insiderinformation. Den hänskjutande domstolen önskar huvudsakligen få klarhet i huruvida det redan i sig utgör insiderhandel när den som förfogar över insiderinformation handlar med kännedom om denna information.

1 — Originalspråk: tyska.

2 — Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG av den 28 januari 2003 om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) (EUT L 96, s. 16).

II — Tillämpliga bestämmelser

A — *Gemenskapsrätten*

2. I artikel 2.1 första meningen i direktiv 2003/6 föreskrivs följande:

”Medlemsstaterna skall förbjuda varje person som avses i andra stycket och som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt.”

3. I artikel 2.1 i det föregående direktivet 89/592/EEG [3] föreskrevs följande:

”Varje medlemsstat skall förbjuda var och en som... förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, dra nytta av denna information vid direkt eller indirekt förvärv eller avyttring för egen eller tredje mans räkning av överlåtbara värdepapper, utgivna av den eller de emittenter som informationen gäller.”

B — *Nationell rätt*

4. De belgiska bestämmelserna om insiderhandel finns i lagen om tillsyn över finanssektorn och finansiella tjänster (Wet Financieel Toezicht, nedan kallad WFT).

5. I artikel 25 i WFT i dess lydelse enligt lag av den 2 augusti 2002, som är tillämplig på överträdelser som har begåtts mellan den 1 juni 2003 och den 31 december 2003 (nedan kallad artikel 25 i tidigare lydelse), föreskrevs följande:

”Det är förbjudet för var och en som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som omfattas av denna information eller liknande finansiella instrument …”

6. I den lydelse av artikel 25 som gäller från och med den 1 januari 2004, vilken infördes genom lag av den 22 december 2003 (nedan kallad artikel 25 i nuvarande lydelse), föreskrivs följande:

”Det är förbjudet för var och en som förfogar över upplysningar som han vet eller borde veta utgör insiderinformation att utnyttja dessa för att för egen eller annans räkning, direkt eller indirekt förvärva eller avyttra, eller försöka förvärva eller avyttra, sådana finansiella instrument som omfattas av denna information eller liknande finansiella instrument …”

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

III — Bakgrund och tolkningsfrågor

7. Spector Photo Group NV (nedan kallat Spector) är ett börsnoterat företag. År 1999 godkände företaget ett aktieoptionsprogram för anställda hos dem och vid andra till dem knutna företag.

8. Den 21 maj 2003 informerade Spector, såsom krävs enligt lag, börsen Euronext Brussels om det planerade återköpet av egna aktier för att genomföra aktieoptionsprogrammet. Spector köpte från och med den 28 maj 2003 till och med den 30 augusti 2003 sammanlagt 27 773 aktier. Återköpen skedde genom sex order: fem om 2 000 aktier, som genomfördes i sin helhet, och en om 18 000 aktier, som ledde till att 17 773 aktier faktiskt köptes.

9. Enligt begäran om förhandsavgörande gav styrelsen för Commissie voor het Bank-, Financie- och Assuratiewezen (belgiska finansinspektionen, nedan kallad CBFA) internrevisorn i uppdrag att inleda en undersökning avseende missbruk av insiderinformation beträffande två aktieköp som genomförts för Spectors räkning, nämligen ett uppdrag om köp av 2 000 aktier den 11 augusti 2003 samt ett om 18 000 aktier den 13 augusti 2003.

10. Chris van Raemdonck genomförde de enskilda klandrade transaktionerna på uppdrag av Spector. [4]

11. Internrevisorn slog fast att inköpsmönstret ändrades från den 13 augusti 2003, såväl vad gäller antal aktier som prislimit, och att köpen också fick en brådskande karaktär, som inte kunde förklaras. Detta ansåg internrevisorn utgjorde otillåten insiderhandel. Han hänvisade till att Spector och Chris van Raemdonck kan antas ha förmodat att aktiekursen skulle stiga så snart omsättningssiffrorna och det av Spector planerade förvärvet av ett annat företag offentliggjordes. Båda parter utgick från att Spector efter offentliggörandet skulle ha fått betala ett högre inköpspris, vilket indirekt skulle ha orsakat en förlust för företaget. Kursen steg faktiskt med 8 procent efter det att omsättningssiffrorna hade offentliggjorts. Huruvida internrevisorn även kom fram till att uppdraget från den 11 augusti 2003 utgjorde en överträdelse av förbudet mot insiderhandel framgår inte entydigt av begäran om förhandsavgörande.

12. Internrevisorn såg ett samband mellan köpordern av den 13 augusti 2003, ändringen av limiten och de köp som gjordes därefter, å ena sidan, och den information som Spector och Chris van Raemdonck satt inne med

4 — Det framgår inte med säkerhet huruvida Chris van Raemdonck var chef för Spector vid tiden för aktieköpen eller enbart tidigare chef för företaget.

angående företagsförvärvet och omsättningssiffrorna, å andra sidan.

13. Genom beslut av den 28 november 2006 (nedan kallat det angripna beslutet) fastslog CBFA att köpordern av den 13 augusti 2003 i varje fall skulle betraktas som en överträdelse av förbudet mot insiderhandel och ålade Spector och Chris van Raemdonck (nedan kallade klagandena) en sanktionsavgift samt beslutade att utslaget skulle offentliggöras med parternas namn angivna.

14. Klagandena överklagade detta beslut till Hof Van Beroep te Brussel. Genom beslut av den 1 februari 2008 vilandeförklarade denna domstol målet och ställde följande frågor till EG-domstolen:

”1. Utgör regelverket i direktiv 2003/6/EG, särskilt artikel 2 i detta direktiv, en fullständig harmonisering, med undantag för de bestämmelser där medlemsstaterna uttryckligen ges utrymme att komplettera åtgärderna, eller är det sett som en helhet en minimiharmonisering?

2. Ska artikel 2.1 i direktiv 2003/6 tolkas så, att redan den omständigheten att en person som avses i artikel 2.1 i nämnda direktiv förfogar över insiderinformation och förvärvar eller avyttrar, eller försöker förvärva eller avyttra, finansiella instrument som omfattas av denna information, för egen eller annans räkning, i sig innebär att denne utnyttjar insiderinformationen?

3. Om svaret på den andra frågan är nekande, ska det då antas att tillämpning av artikel 2 i direktiv 2003/6 fordrar att det fattats ett medvetet beslut att utnyttja insiderinformation?

Om ett sådant beslut inte behöver vara skriftligt, krävs det då att beslutet om utnyttjande av sådan information framgår av omständigheter som inte kan tolkas på annat sätt, eller räcker det att de kan tolkas på detta sätt?

4. Om hänsyn ska tas till den realiserade vinsten vid fastställande av huruvida en sådan administrativ sanktion som före-

skrivs i artikel 14 i direktiv 2003/6 är proportionerlig, ska det då antas att offentliggörande av de upplysningar som betraktas som insiderinformation har haft en väsentlig inverkan på kursen för det finansiella instrumentet?

Om så är fallet, hur stor måste kursrörelsen minst vara för att kunna anses som väsentlig?

5. Oavsett om kursrörelsen efter offentliggörandet av informationen måste vara väsentlig: Vilken tidsperiod ska beaktas, efter det att informationen offentliggjorts, för att fastställa kursrörelserna och med utgångspunkt från vilket datum ska den realiserade ekonomiska vinsten bedömas, i syfte att fastställa en lämplig sanktionsåtgärd?

6. Ska artikel 14 i direktiv 2003/6, mot bakgrund av prövningen av sanktionsåtgärdens proportionalitet, tolkas så att om en medlemsstat beslutar att straffrättsliga påföljder får dömas ut vid sidan av de administrativa sanktionsåtgärderna, måste vid bedömningen av proportionalitet hänsyn tas till möjligheten att en straffrättslig påföljd av ekonomisk art döms ut och till omfattningen av denna påföljd?”

IV — Rättslig bedömning

A — *Huruvida begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning*

15. Den belgiska och den tyska regeringen samt CBFA har ifrågasatt huruvida förevarande begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning. De anser att den hänskjutande domstolen har ställt hypotetiska frågor som inte är av relevans för att avgöra målet vid den nationella domstolen. Detta ifrågasättande hänför sig till den omständigheten att den hänskjutande domstolen synes söka klarhet i hur direktivet avseende artikel 25 i WFT i *nuvarande* lydelse ska tolkas, fastän det framgår av det angripna beslutet att detta grundar sig på artikel 25 i *tidigare* lydelse.

16. Det ska inledningsvis erinras om att det uteslutande ankommer på den nationella domstol vid vilken tvisten är anhängiggjord och som har ansvaret för det rättsliga avgörandet att, mot bakgrund av de särskilda omständigheterna i målet som är anhängigt vid den domstolen, bedöma såväl om ett förhandsavgörande är nödvändigt för att döma i saken som relevansen av de frågor som den ställer till domstolen. Slutligen är den hänskjutande domstolen ansvarig för den dom som ska meddelas. EG-domstolen är följaktligen i princip skyldig att meddela ett förhandsavgörande när de frågor som ställts

avser tolkningen av en gemenskapsrättslig bestämmelse. [5]

17. Domstolen ska emellertid i undantagsfall undersöka de omständigheter som har föranlett den nationella domstolen att begära ett förhandsavgörande. [6] Den samarbetsanda som ska styra förfarandet för förhandsavgörande innebär nämligen att den nationella domstolen för sin del ska ta hänsyn till den uppgift som har anförtrotts domstolen, vilken är att bidra till rättskipningen i medlemsstaterna och inte att yttra sig avseende allmänna eller hypotetiska frågor. Enligt fast rättspraxis kan domstolen följaktligen bland annat avvisa en begäran från en nationell domstol då det är uppenbart att den begärda tolkningen av gemenskapsrätten inte har något samband med de verkliga omständigheterna eller föremålet för tvisten i målet vid den nationella domstolen eller då frågorna är hypotetiska. [7]

18. Den hänskjutande domstolen förefaller ställa frågor om tolkningen av direktiv 2003/6 i syfte att bedöma huruvida artikel 25 WFT i *nuvarande* lydelse är förenlig med detta direktiv. Definitionen av otillåten insiderhandel i artikel 25 i nuvarande lydelse motsvarar nämligen inte direktivets ordalydelse, utan utgår i stället från att när en person som förfogar över upplysningar som han vet eller borde veta utgör insiderinformation handlar med finansiella instrument som omfattas av denna information, utgör detta ett handlande med kännedom om insiderinformation.

19. Det är emellertid ytterst tveksamt om frågan huruvida den belgiska lagen i *nuvarande* lydelse är förenlig med direktivet är relevant när det gäller att döma i målet vid den nationella domstolen, eftersom detta mål endast ska bedömas enligt artikel 25 i *tidigare* lydelse.

20. I det angripna beslutet beivras nämligen faktiska omständigheter som ägde rum innan den nya lagen trädde i kraft och på vilka följaktligen lagen i dess *tidigare* lydelse är tillämplig. Den tyska regeringen har i detta avseende hänvisat till principen *nulla poena sine lege,* av vilken följer att en överträdelse i princip måste bedömas enligt den rätt som gällde när den ägde rum.

21. I begäran om förhandsavgörande anges visserligen på ett ställe [8] att det angripna beslutet grundar sig på artikel 25 i *nuvarande* lydelse. Detta torde dock vara ett skrivfel, eftersom det framgår av det angripna beslutet att detta grundar sig på artikel 25 i *tidigare* lydelse. Parterna i målet vid den nationella domstolen och den belgiska regeringen har även bekräftat detta vid den muntliga förhandlingen vid domstolen.

5 — Se dom av den 23 november 2006 i mål C-238/05, Asnef-Equifax och Administración del Estado (REG 2006, s. I-11125), punkt 15, och av den 22 december 2008 i mål C-48/07, Les Vergers du Vieux Tauves (REG 2008, s. I-10687), punkt 16 och där angiven rättspraxis.

6 — Se dom av den 16 december 1981 i mål 244/80, Foglia (REG 1981, s. 3045; svensk specialutgåva, s. 243), punkt 27, och av den 13 juli 2006 i de förenade målen C-295/04–C-298/04, Manfredi m.fl. (REG 2006, s. I-6619), punkt 27.

7 — Dom av den 5 december 2006 i de förenade målen C-94/04 och C-202/04, Cipolla m.fl. (REG 2006, s. I-11421), punkt 25 och där angiven rättspraxis.

8 — Punkt 18 i begäran om förhandsavgörande.

22. Därför måste utgångspunkten vara att klagandenas handlande ska bedömas enligt artikel 25 i *tidigare* lydelse. [9]

23. Det framgår inte vid en första betraktelse varför tolkningen av direktiv 2003/6 likväl är relevant när det gäller att avgöra målet vid den nationella domstolen, när detta inte ska avgöras mot bakgrund av artikel 25 i *nuvarande* lydelse. Den hänskjutande domstolens frågor avser nämligen tolkningen av direktivet i syfte att avgöra huruvida artikel 25 i *nuvarande* lydelse är förenlig med direktivet.

24. I det följande kommer jag att visa att det inte är uppenbart att tolkningen av direktiv 2003/6 likväl saknar relevans när det gäller att avgöra målet vid den nationella domstolen och att man följaktligen måste utgå från att begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning trots att detta har ifrågasatts.

9 — Klagandena har i detta avseende emellertid tillfogat att det angripna beslutet visserligen grundar sig på artikel 25 i tidigare lydelse, men att CBFA emellertid ”de facto” har tillämpat artikel 25 i nuvarande lydelse. Det framgår inte med säkerhet vad slags de facto-tillämpning klaganden avser. Eventuellt menas härmed att CBFA har tolkat artikel 25 i tidigare lydelse med beaktande av artikel 25 i nuvarande lydelse. Ett sådant tillvägagångssätt skulle kunna strida mot principen *nulla poena sine lege*. Det ankommer emellertid på den hänskjutande domstolen att bedöma detta.

1. Tolkningen av direktiv 2003/6 som stöd för tolkningen av den belgiska lagen i *tidigare* lydelse

25. Direktiv 2003/6 skulle således kunna utnyttjas som stöd för tolkningen av lagen i dess *tidigare* lydelse.

26. Den belgiska regeringen redogjorde vid den muntliga förhandlingen, efter en förfrågan från domstolen, för att lagen i dess tidigare lydelse redan utfärdats för att införliva direktiv 2003/6. När lagen i dess tidigare lydelse utfärdades hade visserligen direktivet inte antagits än. Den belgiska regeringen förklarade emellertid att Belgien vid den tidpunkten eftersträvade en omfattande reform av den bankrättsliga lagstiftningen och därför i förväg grundade den nya lagen om banktillsyn på ett förslag till direktiv som redan förelåg.

27. Visserligen är medlemsstaterna i princip skyldiga att tolka den nationella rätten konformt med direktivet först när dess

införlivandefrist har löpt ut. [10] Om den tidigare lagen *de facto* utfärdades för att införliva direktiv 2003/6 så kan det vara relevant för tolkningen av lagen att besvara tolkningsfrågorna avseende direktiv 2003/6.

28. Ett sådant förtida införlivande av ett direktiv ska nämligen behandlas på samma sätt som den av domstolen erkända kategorin ”överskjutande införlivande av direktiv”.

29. Vid överskjutande införlivande av direktiv, det vill säga när en medlemsstat har införlivat ett direktiv på situationer som egentligen inte omfattas av direktivets tillämpningsområde, är det likväl tillåtet att begära ett förhandsavgörande. [11]

30. Domstolen anser att det även är lämpligt att besvara tolkningsfrågor i sådana fall. Det föreligger nämligen ett uppenbart gemenskapsrättsligt intresse av att varje gemenskapsrättslig bestämmelse tolkas på ett enhetligt sätt, oberoende av under vilka omständigheter den ska tillämpas, detta för att undvika tolkningar som skiljer sig åt. [12]

31. Av samma skäl skulle även frågor avseende tolkningen av direktivet vara tillåtna vad gäller ett förtida införlivande av ett direktiv.

32. Slutligen motsvarar artikel 25 i *tidigare* lydelse nästan ordagrant artikel 2.1 i direktiv 2003/6. Det är således inte uppenbart att tolkningen av direktivet saknar relevans för tillämpningen av artikel 25 i tidigare lydelse.

2. Klagandenas argument avseende principen om tillämpning av den lindrigaste lagen (*lex mitior*)

33. För att motivera varför frågan huruvida den *nya* lagen är förenlig med direktivet likväl är relevant för avgörandet av det nationella målet har klagandena företrätt en mycket komplex teori vid förfarandet vid den hänskjutande domstolen. Därvid hänvisar de

10 — Dom av den 4 juli 2006 i mål C-212/04, Adeneler m.fl. (REG 2006, s. I-6057), punkt 115. I mitt förslag till avgörande i samma mål föreslog jag en annan lösning. Domstolen gick emellertid inte på samma linje. Emellertid ska medlemsstaternas domstolar från och med det datum då ett direktiv träder i kraft i den utsträckning det är möjligt avhålla sig från att tolka den nationella rätten på ett sätt som efter utgången av införlivandefristen riskerar att allvarligt äventyra de mål som eftersträvas med direktivet. Se domen i målet Adeneler m.fl., punkt 123.

11 — Se dom av den 18 oktober 1990 i de förenade målen C-297/88 och C-197/89, Dzodzi (REG 1990, s. I-3763; svensk specialutgåva, volym 10, s. 531), punkt 36.

12 — Fast rättspraxis sedan domen i målet Dzodzi (ovan fotnot 11). Se vidare dom av den 11 december 2007 i mål C-280/06, ETI m.fl. (REG 2007, s. I-10893), punkterna 21 och 22.

till principen om tillämpning av den lindrigaste lagen. Denna argumentation förmår inte övertyga.

34. Klagandena anser att artikel 25 i nuvarande lydelse inte är förenlig med direktiv 2003/6 och därför inte ska tillämpas. När artikel 25 i nuvarande lydelse inte tillämpas uppstår en ”lucka i lagstiftningen”, vilken kan jämställas med en lindrigare lag. Principen om tillämpning av den lindrigaste lagen får då till följd att en sanktionsåtgärd även är utesluten enligt artikel 25 i tidigare lydelse, vilken är tillämplig på det angripna beslutet.

35. Jag vill i detta sammanhang, i förtydligande syfte, betona att klagandena inte hävdar att artikel 25 i nuvarande lydelse i sig är lindrigare än artikel 25 i tidigare lydelse. De betonar till och med snarare att den nya lagen är stängare, eftersom den inte kräver att insiderinformationen utnyttjas, utan att det räcker med ett ”handlande med kännedom om insiderinformationen”. Den nya lagen synes inte heller föreskriva att den gamla lagen ska upphöra att gälla vad avser tidigare förhållanden. Enligt klagandena ska tvärtom den avsaknad av lagstiftning som är en följd av att artikel 25 i nuvarande lydelse inte ska tillämpas ses som en lindrigare lag.

36. Frågan vilken räckvidd principen om tillämpning av den lindrigaste lagen har i förevarande sammanhang ska i första hand besvaras i enlighet med nationella bestämmelser. Jag anser emellertid att det är osäkert huruvida denna princip överhuvudtaget är tillämplig i förevarande fall. Till grund för att tillämpa lindrigare strafflagstiftning retroaktivt ligger övervägandet att en åtalad inte ska dömas på grund av ett beteende som enligt lagstiftarens ändrade uppfattning vid tidpunkten för brottmålsförfarandet inte längre är straffvärt. [13] De förändrade straffskalorna ska därför komma den åtalade till godo. Detta är formulerat på följande sätt i artikel 49.1 tredje meningen i Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna. [14] ”Om efter lagöverträdelsens begående ny lag stiftas som föreskriver ett lindrigare straff ska detta tillämpas.”

37. I förevarande mål har den belgiska lagstiftaren emellertid inte infört något lindrigare straff. Tvärtom har till och med klagandena framhållit att ett strängare straff har införts. Följaktligen föreligger det inte någon ändrad uppfattning från lagstiftarens sida som klassificerar handlandet som mindre straffvärt.

38. I förevarande mål skiljer sig omständigheterna följaktligen även från de omständig-

13 — Se mina förslag till avgörande av den 14 oktober 2004 i de förenade målen C-387/02, C-391/02 och C-403/02, Berlusconi m.fl., där domstolen meddelade dom den 3 maj 2005 (REG 2005, s. I-3565), punkt 161, och av den 10 juni 2004 i mål C-457/02, Niselli, där domstolen meddelade dom den 11 november 2004 (REG 2004, s. I-10853), punkt 69.

14 — Europeiska unionens stadga om de grundläggande rättigheterna tillkännagavs till att börja med högtidligt den 7 december 2000 i Nice (EGT C 364, 2000, s. 1) och därefter ännu en gång den 12 december 2007 i Strasbourg (EUT C 303, 2007, s. 1). Den har som sådan visserligen inte någon bindande rättsverkan som kan jämföras med primärrätten, men som rättskälla ger den upplysning om de gemenskapsrättsligt garanterade grundläggande rättigheterna. Se även dom av den 27 juni 2006 i mål C-540/03, parlamentet mot rådet (”familjåterförening”) (REG 2006, s. I-5769), punkt 38, och punkt 108 i mitt förslag till avgörande av den 8 september 2005 i samma mål samt dom av den 13 mars 2007 i mål C-432/05, Unibet (REG 2007, s. I-2271) punkt 37.

heter som låg till grund för domen i målet Berlusconi. Det senare målet avsåg frågan huruvida en lindrigare strafflagstiftning även kan tillämpas retroaktivt när den strider mot gemenskapsrätten. [15] I förevarande fall är den nya lagen enligt samtliga parters uppfattning inte lindrigare, med den följden att ovanstående följdfråga saknar relevans.

39. I förevarande fall är den avgörande frågan för övrigt inte huruvida principen om tillämpning av den lindrigaste lagen enligt belgisk rätt ges en så extensiv tolkning så att, vilket klagandena hävdar i förevarande fall, en ”lucka i lagstiftningen” jämställs med en lindrigare lag. Det är nämligen uteslutet i det aktuella fallet att det överhuvudtaget föreligger någon sådan lucka i lagstiftningen som klagandena likställer med en lindrigare lag.

40. Även om det, såsom klagandena har gjort gällande, antogs att den nya lagen var oförenlig med direktivet, så skulle detta emellertid kunna avhjälpas genom en direktivkonform tolkning av den belgiska lagen. De nationella domstolarna är skyldiga att så långt möjligt tolka den nationella rätten konformt med direktivet. [16] Artikel 25 i nuvarande lydelse måste följaktligen tolkas i enlighet med direktivet, och således innebär detta inte att man helt underlåter att tillämpa bestämmelsen. Därigenom uppstår inte någon lucka i lagstiftningen som klagandena likställer med en lindrigare lag.

15 — Dom av den 3 maj 2005 i de förenade målen C-387/02, C-391/02 och C-403/02, Berlusconi m.fl. (REG 2005, s. I-3565). Se även mitt förslag till avgörande i detta mål (ovan fotnot 13).

16 — Se, bland annat, dom av den 5 oktober 2004 i de förenade målen C-397/01–C-403/01, Pfeiffer m.fl. (REG 2004, s. I-8835), punkt 114, och domen i målet Adeneler m.fl. (ovan fotnot 10), punkt 115.

41. I förevarande fall är det möjligt att tolka den nationella rätten konformt med direktivet. Klagandena anser att den nya lagen strider mot direktivet, eftersom förbudet mot insiderhandel där inte knyts till ett utnyttjande av insiderinformation, utan det är tillräckligt med ett handlande med kännedom om insiderinformationen. Om detta är riktigt kan lagen tolkas konformt med direktivet genom en direktivkonform inskränkning i form av att utnyttjandet av insiderinformationen läggs till som en ytterligare förutsättning. Det är möjligt att företa en direktivkonform tolkning, genom vilken tillämpningsområdet för insiderhandel minskas, utan att det skapar några problem, vilket därmed verkar till förmån för den enskilde.

3. Slutsats i denna del

42. Sammanfattningsvis kan således följande fastställas. Det är visserligen inte relevant för frågan huruvida begäran om förhandsavgörande kan tas upp till sakprövning om den nya lagen eventuellt är oförenlig med direktivet. Eftersom det emellertid inte är uteslutet att även den tidigare lagen ska tolkas i enlighet med direktivet är det inte uppenbart att tolkningsfrågorna saknar relevans. Begäran om förhandsavgörande kan följaktligen tas upp till sakprövning.

B — *Besvarande av tolkningsfrågorna*

1. Den andra tolkningsfrågan

43. Den hänskjutande domstolen har ställt sin andra tolkningsfråga, vilken ska prövas först, för att få klarhet i huruvida artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att enbart det förhållande att en person förfogar över insiderinformation och förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som omfattas av denna information samtidigt betyder att denna person ”utnyttjar” denna information. Det ska tilläggas att det i de belgiska bestämmelserna i artikel 25 i *nuvarande* lydelse inte endast anges att en person ska förfoga över insiderinformation, utan det krävs även att personen vet eller borde veta att det är fråga om insiderinformation. I förevarande fall måste det sålunda utredas huruvida det undantagslöst är tillräckligt att någon handlar med kännedom om insiderinformation för att det ska föreligga insiderhandel eller om det krävs ett ytterligare kriterium.

44. I artikel 2.1 i direktivet krävs att medlemsstaterna ska förbjuda varje person som avses i andra stycket och som förfogar över insiderinformation att utnyttja denna för att förvärva eller avyttra finansiella instrument som omfattas av denna information.

45. Vid en analys av ordalydelsen i artikel 2.1 framgår det för det första att förbjuden insiderhandel här inte betecknas som förvärv ”med kännedom”, utan att det föreskrivs att förvärvet sker genom ”att utnyttja” [17] insiderinformationen.

46. I detta hänseende ska det först påpekas att begreppen ”utnyttjande” och ”kännedom” enligt naturligt språkbruk inte används synonymt, utan båda begreppen har en självständig innebörd. ”Kännedom” avser i sig att besitta en särskild kunskap. ”Utnyttjande” förutsätter visserligen nödvändigtvis kännedom, men föreligger först när denna kännedom beaktas vid en handling.

47. Frågan huruvida redan ett handlande ”med kännedom om” insiderinformation alltid utgör utnyttjande av denna eller om det även är tänkbart med ett handlande med kännedom som inte samtidigt utgör ett utnyttjande av insiderinformation kan emellertid inte besvaras endast med hjälp av en bokstavstolkning.

17 — I den nederländska språkversionen föreskrivs det i artikel 2.1: ”… om gebruik te maken …”

48. I den tyska språkversionen framgår kravet på ”utnyttjande” tydligt, till skillnad från i den franska språkversionen, där snarare redan ett handlande i sig med kännedom om insiderinformationen ska anses utgöra ett utnyttjande av denna.

49. Enligt den franska språkversionen av direktivet är det förbjudet för en person ”d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant …”. I en ordagrann översättning förbjuds därigenom en person att utnyttja insiderinformation *genom att* förvärva eller avyttra finansiella instrument som omfattas av denna information. På franska är därmed huvudsyftet med formuleringen ”utiliser en acquérant” att skilja mellan de olika typerna av användning, ”förvärv” och ”avyttrande”, medan båda dess typer av användning enligt ordalydelsen omedelbart kvalificeras som ett utnyttjande av insiderinformation. [18]

50. De olika språkversionerna av en gemenskapsbestämmelse ska emellertid tolkas enhetligt. För det fall de skiljer sig åt är det därför nödvändigt att bestämmelsen i fråga tolkas i enlighet med den allmänna systematiken i och syftet med den lagstiftning som bestämmelsen är en del av, [19] samt i förekommande fall i förhållande till upphovsmannens verkliga avsikt. [20]

51. I artikel 2.3 i direktivet har det uttryckligen klargjorts att kännedom om insiderinformation inte är relevant när handlandet utförs för att uppfylla ett åtagande att förvärva eller avyttra finansiella instrument. Om det redan står klart när och hur transaktionen ska företas utan något utrymme för avvikelser är det uteslutet att senare tillkommande insiderinformation kan påverka handlandet och i sådana fall kan man inte heller tala om ett ”utnyttjande”.

52. I detta sammanhang är även skäl 18 i direktivet av betydelse. Här påpekas å ena sidan att det vid förvärv eller avyttring med kännedom om insiderinformation ”kan” föreligga utnyttjande [21] Å andra sidan nämns där konkreta exempel på vissa situationer när man inte ska utgå ifrån ett utnyttjande trots att

18 — Detsamma gäller för den engelska språkversionen, i vilken det föreskrivs: ”using that information by acquiring or disposing”.

19 — Dom av den 5 december 1967 i mål 19/67, Van der Vecht (REG 1967, s. 462, s. 473), av den 27 oktober 1977 i mål 30/77, Bouchereau (REG 1977, s. 1999; svensk specialutgåva, volym 3, s. 459), punkterna 13 och 14, av den 14 juni 2007 i mål C-56/06, Euro Tex (REG 2007, s. I-4859), punkt 27, och av den 21 februari 2008 i mål C-426/05, Tele2 Telecommunication (REG 2008, s. I-685), punkt 25.

20 — Dom av den 12 november 1969 i mål 29/69, Stauder (REG 1969, s. 419; svensk specialutgåva, volym 1, s. 421), punkt 3, av den 7 juli 1988 i mål 55/87, Moksel Import und Export (REG 1988, s. 3845), punkt 49, av den 20 november 2001 i mål C-268/99, Jany m.fl. (REG 2001, s. I-8615), punkt 47, och av den 27 januari 2005 i mål C-188/03, Junk (REG 2005, s. I-885), punkt 33.

21 — I den mån begreppet ”Ausnutzung” används i den tyska språkversionen av skäl 18 i stället för begreppet ”Nutzung” från artikel 2.1, så torde detta endast vara hänförligt till ett redaktionellt förbiseende. I andra språkversioner, till exempel den franska, den engelska och den nederländska språkversionen, används samma begrepp i skäl 18 som i artikel 2.1 i direktivet.

det föreligger kännedom. Redan här antyds det följaktligen att kännedom om insiderinformation visserligen är en tvingande förutsättning för förbjuden insiderhandel, men att kriteriet att handla med kännedom om insiderinformation emellertid inte slår fast omfattningen av det förbud som föreskrivs i artikel 2.1 i direktivet på ett uttömmande sätt.

53. Först genom en teleologisk tolkning av direktivet, vilken går tillbaka till omständigheterna vid dess antagande, är det möjligt att definitivt besvara frågan.

54. Det framgår av skäl 12 att förbudet mot insiderhandel i direktivet har till syfte att garantera finansmarknadernas integritet i gemenskapen och därigenom höja investerarnas förtroende. Detta preciseras i skäl 15. En fungerande integrerad finansmarknad förutsätter att de ekonomiska aktörerna har berättigat förtroende för att marknaden är fullständigt genomlyst. Det måste säkerställas en rätt till lika möjligheter och förhindras att enskilda marknadsaktörer gynnas genom utnyttjande av insiderinformation till nackdel för de andra marknadsaktörerna.

55. Endast genom en utformning av förbudet mot insiderhandel som är effektivt genomförbart i praktiken kan det säkerställas att finansmarknaderna fungerar på bästa möjliga sätt. Endast om det säkerställs att överträdelser beivras på ett effektivt sätt genom förbudet mot insiderhandel, får det genomslagskraft och främjar långsiktigt att alla marknadsaktörer respekterar bestämmelserna. Gemenskapslagstiftaren har följaktligen vid omarbetningen av direktiv 2003/6 tagit hänsyn till de negativa erfarenheter som gjordes med det tidigare direktivet.

56. I det tidigare direktivet 89/592 uttrycktes förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 fortfarande på följande sätt: ”Varje medlemsstat skall förbjuda var och en som... förfogar över insiderinformation att, med full insikt i förhållandena, *dra nytta av* denna information vid direkt eller indirekt förvärv eller avyttring för egen eller tredje mans räkning av överlåtbara värdepapper, utgivna av den eller de emittenter som informationen gäller.” [22] I direktiv 2003/6 har begreppet dra nytta av (Ausnutzung på tyska) ersatts av begreppet utnyttja (Nutzung på tyska). [23]

57. Den tidigare definitionen av förbudet innehöll följaktligen ett subjektivt rekvisit i form av begreppet ”dra nytta av”, vilket uppfattades som ett ändamålsenligt handlande. Rekvisitet ”dra nytta” kunde tolkas så,

22 — Min kursivering.

23 — Till skillnad från den franska språkversionen (där begreppet ”en exploitant” har ersatts av begreppet ”utiliser”) och den engelska språkversionen (där begreppet ”taking advantage” har ersatts av begreppet ”using”) återfinns i den nederländska språkversionen av direktiv 89/592 (”met gebruikmaking”) och av direktiv 2003/6 (”om gebruik te maken”) samma begrepp för utnyttjande av information. Det subjektiva rekvisitet har i den nederländska språkversionen av direktiv 89/592 uttryckts genom ett adverb (”welbewust”): ”met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap”.

att den företagna affären genomförts just på grund av insiderinformationen och i avsikt att göra en vinst eller undvika en förlust. [24] Det står klart att detta kunde orsaka betydande problem, särskilt vid styrkandet av vinstsyftet.

58. Mot denna bakgrund begärde parlamentet inom ramen för debatten om direktiv 2003/6 att kravet på att ”dra nytta av” skulle bytas ut, vilket till slut ledde till artikel 2.1 i nu gällande lydelse, vilken numera endast talar om att ”utnyttja” [25]. Parlamentet motiverade sin ändringsbegäran med att användningen av insiderinformation i sig beivras vid förvaltningsförfaranden, och följaktligen skulle således varje rekvisit som hänvisade till ett syfte eller uppsåt strykas. [26]

59. Följaktligen måste man utgå från en vid tolkning av kriteriet ”utnyttja” som sammantaget är fri från subjektiva förutsättningar och vilken därmed säkerställer gemenskapslagstiftarens syfte att förbudet mot insiderhandel ska vara lätthanterligt. Ett ”utnyttjande” förutsätter inledningsvis *inte* något subjektivt beslut från en person att handla just på grund av den tillgängliga insiderinformationen. Vad avser kännedomen om insiderinformation måste det följaktligen inte föreligga något strikt orsakssamband i form av ett nödvändigt villkor (*conditio sine qua non*) som har påverkat handlandet. Det krävs inte att personen inte hade handlat om vederbörande inte hade haft tillgång till insiderinformation.

60. Om man krävde att det skulle styrkas att insiderinformationen har påverkat handlandet i detta avseende skulle detta strida mot det uppenbara önskemålet att avstå från subjektiva rekvisit som lagstiftaren har givit uttryck för.

61. Artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ska följaktligen tolkas så, att redan ett handlande med kännedom om insiderinformationen utgör ett ”utnyttjande” i den mening som avses i nämnda bestämmelse.

62. Samtidigt utgör ett handlande med kännedom om insiderinformation inte alltid och automatiskt förbjuden insiderhandel. I fall där det är uteslutet att kännedom om

24 — Se även förslaget till avgörande av generaladvokaten Mengozzi av den 26 oktober 2006 i mål C-391/04, Georgakis, där domstolen meddelade dom den 10 maj 2007 (REG 2007, s. I-3741), punkt 51.

25 — I den nederländska språkversionen gjordes ingen ändring i förhållande till förslaget till direktiv, eftersom begreppet utnyttja (”gebruik te maken”) redan återfanns i det senare.

26 — Se betänkandet av parlamentsledamoten R. Goebbels av den 27 februari 2002 (PE 307.438 A5-0069/2002, s. 25) över förslaget till Europaparlamentets och rådets direktiv om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk) (2001/0118(COD), vilket Europaparlamentet har införlivat genom sitt beslut av den 14 mars 2002. I den nederländska språkversionen återfinns inte detta avsnitt, sannolikt med anledning av att det i denna språkversion inte var nödvändigt att ändra direktivets lydelse.

insiderinformation kan påverka handlandet går det inte att tala om ett ”utnyttjande” av insiderinformation.

63. Följaktligen klargörs det i ovannämnda skäl 18 att ett handlande med kännedom om insiderinformation inte nödvändigtvis utgör ett utnyttjande i den mening som avses i artikel 2.1, och där föreskrivs vissa undantag när det trots ett handlande med kännedom om insiderinformation inte föreligger förbjuden insiderhandel. Enbart den omständigheten att exempelvis personer som har tillstånd att handla med finansiella instrument för annans räkning visserligen förfogar över insiderinformation men vederbörligen utför kundorder kan inte anses innebära utnyttjande av sådan insiderinformation.

64. De undantag som föreskrivs i skäl 18 förefaller, om man ser till det syfte som eftersträvas med direktivet, avse konstellationer som inte äventyrar genomlysningen på finansmarknaderna. Oavsett om de där nämnda aktörerna förfogar över insiderinformation så är deras roll vad gäller förhållandena på marknaden utformad så att denna information inte påverkar deras agerande.

65. Eftersom det enligt artikel 2.1 i direktivet inte är förbjudet att enbart handla med kännedom om insiderinformation utan att handla genom att utnyttja insiderinformation, så omfattas till exempel de kategorier som nämns i skäl 18 inte av förbudet. I dessa fall är det uteslutet att informationen beaktas vid handlandet, vilket betyder att det inte går att tala om ett utnyttjande av insiderinformation.

66. Det finns även flera tänkbara fall när det står klart att det inte kan antas föreligga något ”utnyttjande” av insiderinformationen trots kännedom om denna när handlandet företogs, eftersom informationen inte påverkar handlandet. Förenade kungarikets regering har som ett ytterligare exempel nämnt en person som handlar tvärtemot den kursutveckling som har förutsagts. En person säljer exempelvis aktier trots att denne förfogar över insiderinformation enligt vilken kursen kommer att stiga, till exempel för att vederbörande genast behöver inkomsten från försäljningen och inte kan vänta till kursen stiger.

67. I en sådan situation kan det inte anses att vederbörande har sålt aktierna ”genom utnyttjande” av insiderinformationen. Om en person handlar tvärtemot den framtida kursutveckling som följer av insiderinformationen kan man inte anse att denne utnyttjar informationen. Om emellertid utgångs-

punkten endast är ”ett handlande med kännedom om insiderinformationen”, så ska detta anses utgöra insiderhandel, eftersom det föreligger en avyttring med kännedom om informationen.

68. Den andra tolkningsfrågan ska således besvaras på följande sätt.

69. Artikel 2.1 i direktiv 2003/6 ska tolkas så, att det förhållandet att en person förfogar över insiderinformation samtidigt som vederbörande inser eller borde ha insett att den information som innehas är insiderinformation och denna person förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som omfattas av denna information *i allmänhet* samtidigt innebär att denna person ”utnyttjar” informationen. I situationer där det står klart att insiderinformationen inte påverkar en persons handlande innebär inte kännedomen om informationen i sig ett utnyttjande av denna.

2. Den tredje tolkningsfrågan

70. Den hänskjutande domstolen har ställt sin tredje tolkningsfråga för att få klarhet i huruvida det krävs ett medvetet eller skriftligt beslut att utnyttja insiderinformationen. I detta avseende hänvisar jag huvudsakligen till resonemanget vad gäller den andra tolkningsfrågan. Vid omarbetningen av insiderförbudet skulle varje hänvisning till ett syfte eller uppsåt strykas ur rekvisiten. Det krävs följaktligen inte något skriftligt eller medvetet beslut att använda informationen. Vid ett handlande med kännedom om insiderinformation kan en person nämligen inte helt bortse från denna, utan tvärtom beaktas informationen i allmänhet vid dennes beslut att köpa eller sälja. Följaktligen kan man i allmänhet utgå ifrån att det föreligger ett utnyttjande av insiderinformation. Det är inte nödvändigt med ytterligare bevisning.

3. Den första tolkningsfrågan

71. Den första tolkningsfrågan rör graden av harmonisering i direktiv 2003/6, särskilt i artikel 2 i detsamma. Denna fråga saknar relevans för avgörandet av målet vid den nationella domstolen och kan därmed inte tas upp till sakprövning. Av vad som anförts ovan följer att endast artikel 25 WFT i *tidigare* lydelse är tillämplig i målet vid den nationella domstolen. Frågan avseende graden av harmonisering i direktiv 2003/6 är emellertid endast av relevans vad avser artikel 25 i *nuvarande* lydelse.

72. Den belgiske lagstiftaren har nämligen endast frångått direktivets ordalydelse i artikel 2.1 genom att införa ett strängare förbud i artikel 25 i *nuvarande* lydelse, vilket föranleder frågan huruvida ett förbud mot

insiderhandel som går utöver vad som föreskrivs i direktivet överhuvudtaget är tillåtet. I artikel 25 i *nuvarande* lydelse kopplas förbudet endast till kännedom om insiderinformation utan att varken ta hänsyn till undantaget i artikel 2.3 i direktiv 2003/6 eller till syftet med direktivet och de undantag från förbudet mot insiderhandel som framgår av skälen.

73. I artikel 25 i *tidigare* lydelse däremot kopplades förbudet liksom i direktivet till ett ”utnyttjande” av insiderinformationen, vilket följaktligen motsvarade vad som föreskrivs i direktivet. Med hänsyn till att endast artikel 25 i *tidigare* lydelse är tillämplig på målet vid den nationella domstolen, så är frågan huruvida det är tillåtet enligt direktivet att införa strängare nationella bestämmelser följaktligen rent hypotetisk. Den första tolkningsfrågan kan således inte tas upp till sakprövning.

74. För det fall domstolen skulle komma fram till att även den första tolkningsfrågan kan tas upp till sakprövning, så besvaras denna fråga alternativt nedan.

75. Inledningsvis vill jag påpeka att frågan om graden av harmonisering i direktiv 2003/6, uttömmande harmonisering eller minimiharmonisering, inte kan besvaras generellt för hela direktivet. Det är tvärtom nödvändigt att undersöka varje bestämmelse för sig.

76. För att bedöma harmoniseringsgraden är ordalydelsen, innebörden i och ändamålet med de relevanta bestämmelserna avgörande. [27]

77. Av ordalydelsen i vissa bestämmelser i direktiv 2003/6 framgår det tydligt att de endast utgör minimikrav och att medlemsstaterna är bemyndigade att vidta strängare åtgärder. Detta gäller exempelvis vilka sanktionsåtgärder som ska vidtas med avseende på missbruk av insiderinformation. Här föreskrivs det endast i artikel 14 i direktiv 2003/6 att medlemsstaterna ska uppställa effektiva och avskräckande administrativa åtgärder. Det är uttryckligen medlemsstaternas sak att bestämma huruvida de dessutom föreskriver straffrättsliga påföljder. Avseende val av sanktionsåtgärd innebär direktivet följaktligen endast en minimiharmonisering.

78. Det framgår inte uttryckligen huruvida det förbud mot insiderhandel som föreskrivs i artikel 2.1 är uttömmande i detta avseende eller inte.

27 — Se dom av den 25 april 2002 i mål C-52/00, kommissionen mot Frankrike (REG 2002, s. I-3827), punkt 16.

79. Vissa slutsatser kan emellertid dras vid en jämförelse med det tidigare direktivet. Enligt artikel 6 i direktiv 89/592 fick medlemsstaterna uttryckligen införa strängare bestämmelser än vad som föreskrevs i direktivet. Enligt artikel 6 andra meningen fick en medlemsstat särskilt utvidga räckvidden för förbudet mot insiderhandel i artikel 2. Enligt direktiv 89/592 krävdes det emellertid att de strängare bestämmelserna skulle vara allmänt giltiga, det vill säga bestämmelsens räckvidd skulle vara densamma för samtliga fysiska eller juridiska personer som omfattades av lagstiftningen. [28]

80. I direktiv 2003/6 har det emellertid inte införts någon motsvarighet till denna tidigare artikel 6. I detta direktiv finns det inte några allmänna inledande bestämmelser enligt vilka medlemsstaterna uttryckligen får utvidga förbudet mot insiderhandel. Detta utgör ett indicium för att medlemsstaterna endast får införa strängare bestämmelser på de områden där detta uttryckligen föreskrivs i direktivet utan att det föreligger någon sådan generell rätt.

81. Även syfte och ändamål med direktiv 2003/6, särskilt efter vad som framgår av skälen, talar för att förbudet mot insiderhandel i artikel 2.1 ska anses utgöra en uttömmande harmonisering.

28 — Se dom av den 3 maj 2001 i mål C-28/99, Verdonck m.fl. (REG 2001, s. I-3399), punkt 35.

82. Direktivet har dels till syfte att stärka marknadsaktörernas förtroende för finansmarknadernas integritet genom förbudet mot insiderhandel och därigenom även stärka dessa marknader i sig. Genom direktivet säkerställs att förbudet är allmänt gällande i samtliga medlemsstater och att det därmed inte återstår några oreglerade finansmarknader. Marknadsaktörerna ska kunna lita på att förbudet mot insiderhandel gäller inom hela gemenskapen.

83. I direktivet har det även beaktats att det inte enbart är den omständigheten att förbudet mot insiderhandel inte är heltäckande i samtliga medlemsstater som skapar osäkerhet för marknadsaktörerna, utan även att utformningen av förbudet skiljer sig åt mellan medlemsstaterna vilket kan motverka en effektiv inre marknad vad avser finansmarknaderna.

84. I skäl 11 hänvisas det följaktligen uttryckligen till att direktivet bygger på insikten att de rättsliga kraven skiljer sig åt mellan medlemsstaterna, ”vilket ofta gör de ekonomiska aktörerna osäkra på begrepp, definitioner och tillämpning”. Detta talar emot att artikel 2.1 i direktivet ska tolkas enbart som en minimiharmonisering. Om man nämligen utgick från att det står medlemsstaterna fritt att införa ett strängare förbud mot insiderhandel, så skulle det fortfarande råda osäk-

erhet bland de ekonomiska aktörerna avseende omfattningen av förbudet mot insiderhandel, vilket skulle medföra att det klargörande som eftersträvas inte kunde uppnås.

85. Slutligen bekräftar även förbudets innehåll i sig att artikel 2 utgör en uttömmande harmonisering.

86. Vid besvarandet av den andra tolkningsfrågan visades även att användningen av begreppet ”utnyttja” i artikel 2.1 i direktiv 2003/6 innebär att det ställs upp ett vidsträckt, effektivt förbud mot insiderhandel som är lätt att beivra, vid vilket ett handlande trots kännedom om insiderinformation är tillåtet endast i enskilda undantagsfall. Jag kan inte se att det finns något verkligt behov eller något nämnbart utrymme för strängare förbud från medlemsstaternas sida vad gäller insiderhandel om det dessutom beaktas att de undantag som ska respekteras, exempelvis i artikel 2.3 eller i skäl 18, samtliga grundar sig på en teleologisk inskränkning av förbudet och med andra ord hänför sig till sådana förhållanden som inte omfattas av det syfte och ändamål som ligger bakom förbudet mot insiderhandel.

87. Det finns dessutom ytterligare två grunder som talar för att förbudet i direktivet utgör en uttömmande harmonisering. Endast på detta sätt kan det vidsträckta, enhetliga skydd för investerarna som eftersträvas uppnås. Vidare undanröjs av rättssäkerhetshänsyn således osäkerhet från marknadsaktörernas sida vad gäller förbudets omfattning.

88. Det ska således fastställas att artikel 2.1 i direktiv 2003/6 utgör en uttömmande harmonisering.

89. Detta påverkas inte av den omständigheten att den så kallade Lamfalussymetoden har tillämpats vid antagandet av direktiv 2003/6. Detta betyder att delarna antas i olika nivåer, vilket framhålls i skäl 4. I direktivet, på nivå 1, antas allmänna övergripande ramprinciper och på nivå 2 antas de tekniska genomförandeåtgärderna av kommissionen, biträdd av en kommitté.

90. Det faktum att denna metod har tillämpats leder dock inte till att det kan dras några slutsatser vad gäller frågan huruvida de enskilda bestämmelserna utgör en uttömmande harmonisering eller huruvida medlemsstaterna får anta avvikande bestämmelser. Denna metod påverkar nämligen inte graden av harmonisering, utan endast frågan hur lagstiftning antas på gemenskapsrättslig nivå.

91. Slutligen ska jag även behandla ett argument från kommissionen som tolkar användningen av begreppet ”utnyttjande” i artikel 2.1 som ett tecken på att detta endast innebär en minimiharmonisering. Eftersom begreppet ”utnyttjande” inte är definierat i direktivet anser kommissionen att det utgör ett obestämt rättsligt begrepp, där medlemsstaterna vid utfyllningen, till skillnad från vid en uttömmande harmonisering, har ett stort utrymme för skönsmässig bedömning.

92. Denna argumentation förmår emellertid inte övertyga. Direktiv 2003/6 innehåller en definition av insiderhandel i artikel 2.1. Kommissionen har visserligen med rätta påpekat att samtliga begrepp som används vid definitionen av insiderhandel inte i sin tur definieras i direktivet. Direktivet innehåller följaktligen inte någon definition av begreppet ”utnyttjande”. Detta leder emellertid inte till att medlemsstaterna kan definiera detta begrepp efter eget skön. Begreppet utnyttjande utgör snarare ett självständigt gemenskapsrättsligt begrepp som ska tolkas på ett enhetligt sätt i samtliga medlemsstater.

4. Fjärde och femte tolkningsfrågorna

93. Dessa båda frågor rör frågan huruvida sanktionsåtgärden är proportionerlig. Den hänskjutande domstolen har ställt dem för att få klarhet i huruvida hänsyn ska tas till den realiserade vinsten vid prövningen av en sanktionsåtgärds proportionalitet och om det även är relevant huruvida offentliggörande av de upplysningar som betraktas som insiderinformation har haft en väsentlig inverkan på kursen för det finansiella instrumentet och hur denna ”väsentliga inverkan” ska fastställas. Dessutom önskar den hänskjutande domstolen få klarhet i vilken tidpunkt som är avgörande för beräkningen av den ekonomiska fördel som har erhållits.

94. Vad avser sanktionsåtgärdernas karaktär och storlek, så föreskrivs det endast i artikel 14 i direktiv 2003/6 att medlemsstaterna, i enlighet med sin nationella lagstiftning, ska säkerställa att lämpliga administrativa åtgärder vidtas eller lämpliga administrativa påföljder beslutas beträffande de personer som är ansvariga för att de bestämmelser som antagits enligt detta direktiv inte har följts. Samtidigt ska medlemsstaterna säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande. I direktivet föreskrivs inte några konkreta kriterier för att bestämma huruvida en sanktionsåtgärd är proportionerlig.

95. Frågan huruvida inverkan på kursen har varit väsentlig berörs endast i samband med definitionen av insiderinformation i artikel 1.1 första stycket i direktiv 2003/6. Enligt denna bestämmelse utgör information endast insiderinformation i den mening som avses i direktivet om den, för den händelse att den offentliggjordes, skulle kunna förväntas ha en väsentlig inverkan på priset på det finansiella instrumentet.

96. I artikel 1.1 första stycket är det fråga om en fastställelse i förväg av huruvida information skulle kunna förväntas ha en inverkan på priset. I direktivet föreskrivs inte att det endast är fråga om förbjuden insiderhandel om kursen därefter *faktiskt* stiger.

97. Hänsyn kan tas till frågan huruvida och i vilken omfattning priset faktiskt har påverkats vid fastställandet av sanktionsåtgärdens omfattning inom ramen för prövningen av huruvida sanktionsåtgärden är proportionerlig. Kursförändringens omfattning efter det att informationen offentliggjordes kan utgöra ett indicium för insiderinformationens betydelse och potential. Dessa element kan ingå vid prövningen av huruvida sanktionsåtgärden är proportionerlig.

98. Kursökningens storlek är emellertid även relevant för beräkningen av den realiserade vinsten.

99. Det framgår av skäl 38 vad gäller beaktande av vinsten att påföljderna ska stå i proportion till hur allvarlig överträdelsen är och den realiserade vinsten. Direktivet innehåller inte några närmare detaljer vad avser frågan hur vinsten ska beräknas, i synnerhet inte vad gäller frågan vilken tidsperiod som är avgörande för denna beräkning. Tvärtom får medlemsstaterna enligt direktivet välja typen av sanktionsåtgärder och utformningen av dessa. Enligt artikel 14 är medlemsstaterna skyldiga att, i enlighet med sin nationella lagstiftning, uppställa effektiva, proportionerliga och avskräckande åtgärder.

5. Den sjätte tolkningsfrågan

100. Den hänskjutande domstolen har ställt denna fråga för att få klarhet i huruvida artikel 14 i direktivet ska tolkas så, ”att om en medlemsstat beslutar att straffrättsliga påföljder får dömas ut vid sidan av de administrativa sanktionsåtgärderna, måste vid bedömningen av proportionalitet hänsyn tas till möjligheten att en straffrättslig påföljd av ekonomisk art döms ut och till omfattningen av denna påföljd”.

101. Klagandena i det nationella målet anser att denna tolkningsfråga är hypotetisk och därmed inte kan tas upp till sakprövning. Jag delar deras uppfattning såtillvida att det inte framgår av den hänskjutande domstolens uppgifter att förevarande mål rör en administrativ påföljd, efter det att en straffrättslig påföljd redan tidigare utdömts. Snarare rör det vidtagande av en sanktionsåtgärd för första gången. Domstolen har inte tillhandahållit några uppgifter om att samma gärningar dessförinnan har varit föremål för en straffrättslig process eller att en sådan kommer att genomföras. Vid ett förvaltningsförfarande kan man emellertid knappast ta hänsyn till en eventuell framtida straffrättslig påföljd.

102. CBFA och den belgiska regeringen har för övrigt framhållit att det enligt belgisk rätt är möjligt att avräkna en tidigare utdömd administrativ påföljd vid en senare straffrättslig process. [29]

103. Frågan huruvida man måste ta hänsyn till en tidigare utdömd administrativ påföljd vid en senare straffrättslig process är inte endast av betydelse mot bakgrund av bedömningen av huruvida sanktionsåtgärden är proportionerlig, utan även eventuellt när det gäller förbudet *ne bis in idem*. [30] Denna fråga skulle dock uppkomma först om förvaltningsförfarandet följdes av en senare straffrättslig process. För målet vid den nationella domstolen är denna fråga hypotetisk och kan därmed inte tas upp till sakprövning.

C — *Frågan om återköp av egna aktier*

104. Avslutningsvis ska jag behandla en ytterligare aspekt, trots att den hänskjutande domstolen inte har ställt någon konkret fråga i detta hänseende. Emellertid har den i sin begäran om förhandsavgörande påpekat att den belgiska lagstiftaren inte hade genomfört artikel 8 i direktiv 2003/6 i rätt tid.

105. Enligt artikel 8 i direktiv 2003/6 är de förbud som föreskrivs i detta direktiv bland annat inte tillämpliga på handel med egna aktier i återköpsprogram, förutsatt att handeln utförs i överensstämmelse med de genomförandeåtgärder som har antagits i enlighet med förfarandet i artikel 17.2. De motsvarande genomförandeåtgärderna utgörs av förordning (EG) nr 2273/2003 [31].

106. Enligt uppgifterna i begäran om förhandsavgörande hade denna förordning ännu inte trätt i kraft när klagandena företog de handlingar som är föremål för tvisten. Detta direktiv har nu trätt i kraft.

107. I detta avseende vill jag framhålla att det framgår av den gemenskapsrättsligt erkända principen om tillämpning av den lindrigaste lagen [32] att undantaget från förbudet i artikel 8 i direktivet även måste komma klagandena till godo, förutsatt att villkoren där är uppfyllda. I artikel 8 i direktivet föreskrivs det nämligen att gemenskapslagstiftaren under vissa förutsättningar inte anser att återköp av egna aktier för att genomföra ett aktieoptionsprogram för de anställda utgör förbjuden insiderhandel. Detta har till följd att sanktionsåtgärder numera inte får vidtas mot klagandena för en handling som omfattas av detta undantag. Sanktionsåtgärder motsvarar inte gemenskapslagstiftarens vilja och skulle inte ha fått

29 — De hänvisar i detta avseende till artikel 73 i WFT i dess lydelse av den 2 augusti 2002.

30 — Se även Europadomstolens dom av den 14 september 1999, Ponsetti mot Frankrike, nr 36855/97 och nr 41731/98, *Recueil des arrêts et décisions 1999-VI*, och av den 14 september 2004, Rosenquist mot Sverige, nr 60619/00.

31 — Kommissionens förordning (EG) nr 2273/2003 av den 22 december 2003 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG när det gäller undantag för återköpsprogram och stabilisering av finansiella instrument (EUT L 336, s. 33).

32 — Se domarna i målen Niselli (ovan fotnot 13) och Berlusconi (ovan fotnot 15) samt mina förslag till avgörande i dessa mål.

vidtas mot klagandena även om den belgiska lagstiftaren ännu inte hade införlivat denna artikel. Detta gäller emellertid endast om klagandenas handlingar uppfyller de villkor som föreskrivs i förordning nr 2273/2003 avseende återköpsprogram som ännu inte trätt i kraft. De krav som ställs i nämnda förordning torde emellertid inte vara uppfyllda, särskilt om det skulle fastställas i målet vid den nationella domstolen att klagandena ändrade köpordern i efterhand vad gäller såväl antalet aktier som pris och prioritet. I så fall skulle ett åsidosättande av förbudet mot insiderhandel inte vara uteslutet på grund av artikel 8 i direktiv 2003/6 i förening med förordning nr 2273/2003.

V — Förslag till avgörande

108. Mot bakgrund av det ovan anförda föreslår jag att domstolen besvarar begäran om förhandsavgörande på följande sätt:

— Artikel 2.1 i direktiv 2003/6/EG ska tolkas så, att det förhållandet att en person förfogar över insiderinformation samtidigt som vederbörande inser eller borde ha insett att den information som innehas är insiderinformation och denna person förvärvar eller avyttrar finansiella instrument som omfattas av denna information i allmänhet samtidigt innebär att denna person ”utnyttjar” informationen. I situationer där det står klart att insiderinformationen inte påverkar en persons handlande innebär inte kännedomen om informationen i sig ett utnyttjande av denna.

— Det står, enligt artikel 2.1 i direktiv 2003/6, inte medlemsstaterna fritt att föreskriva ett strängare förbud mot insiderhandel än det som föreskrivs i direktivet.

— Medlemsstaterna får bestämma den konkreta utformningen av sanktionsåtgärderna men ska dessutom säkerställa att sådana åtgärder är effektiva, proportionerliga och avskräckande.