



Samling af Afgørelser

DOMSTOLENS DOM (Anden Afdeling)

28. juni 2012 *

»Direktiv 2003/6/EF og 2003/124/EF — intern viden — begrebet »specifik viden« — mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed — angivelse af en række forhold, der med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der med rimelighed kan forventes at indtræde — fortolkning af formuleringen »med rimelighed kan vente[...]« — offentliggørelse af viden vedrørende skiftet af en leder for et selskab«

I sag C-19/11,

angående en anmodning om præjudiciel afgørelse i henhold til artikel 267 TEUF, indgivet af Bundesgerichtshof (Tyskland) ved afgørelse af 22. november 2010, indgået til Domstolen den 14. januar 2011, i sagen:

Markus Geldl

mod

Daimler AG,

procesdeltagere:

Lothar Meier m.fl.,

har

DOMSTOLEN (Anden Afdeling)

sammensat af afdelingsformanden, J.N. Cunha Rodrigues, og dommerne U. Löhmus (refererende dommer), A. Rosas, A. Ó Caoimh og C.G. Fernlund,

generaladvokat: P. Mengozzi

justitssekretær: fuldmægtig A. Impellizzeri,

på grundlag af den skriftlige forhandling og efter retsmødet den 2. februar 2012,

efter at der er afgivet indlæg af:

— Markus Geldl ved Rechtsanwalt R. Lindner

— Daimler AG ved Rechtsanwältin M. Sustmann og R. Schmidt-Bendum

* Processprog: tysk.

- Lothar Meier ved Rechtsanwalt H. Schmidt
 - Esmeralda Endruweit m.fl. ved R. Lindner
 - den belgiske regering ved M. Jacobs og J.-C. Halleux, som befuldmægtigede
 - den tjekkiske regering ved M. Smolek og D. Hadroušek, som befuldmægtigede
 - den estiske regering, ved M. Linntam, som befuldmægtiget
 - den italienske regering ved G. Palmieri, som befuldmægtiget, bistået af avvocato dello Stato M. Russo
 - den portugisiske regering ved L. Inez Fernandes og F. Matias Santos, som befuldmægtigede
 - Det Forenede Kongeriges regering ved S. Hathaway, som befuldmægtiget, bistået af barrister A. Henshaw
 - Europa-Kommissionen ved G. Braun og R. Vasileva, som befuldmægtigede,
- og efter at generaladvokaten har fremsat forslag til afgørelse i retsmødet den 21. marts 2012, afsagt følgende

Dom

- 1 Anmodningen om præjudiciel afgørelse vedrører fortolkningen af artikel 1, stk. 1, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (EUT L 96, s. 16) og artikel 1, stk. 1, i Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af direktiv 2003/6 med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (EUT L 339, s. 70).
- 2 Anmodningen er blevet fremsat i forbindelse med en tvist mellem Markus Geltl og Daimler AG (herefter »Daimler«) vedrørende det tab, som Markus Geltl hævder at have lidt som følge af, at dette selskab angiveligt offentliggjorde viden om den førtidige fratrædelse af sin administrerende direktør for sent.

Retsforskrifter

EU-retten

Direktiv 2003/6

- 3 2., 12., 16. og 24. betragtning til direktiv 2003/6 har følgende ordlyd:
 - »(2) Et integreret og effektivt finansmarked forudsætter markedsintegritet. Det er en betingelse for økonomisk vækst og velstand, at værdipapirmarkederne fungerer gnidningsløst, og at offentligheden har tillid til markederne. Markedsmisbrug skader finansmarkedernes integritet og offentlighedens tillid til værdipapirer og derivater.

[...]

(12) Markedsmisbrug består i insiderhandel og kursmanipulation. Lovgivningen om insiderhandel og om kursmanipulation har samme formål, nemlig at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder. [...]

[...]

(16) Intern viden er specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, og som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter. Viden, der mærkbart vil kunne påvirke kursudviklingen og kursdannelsen på et reguleret marked som sådan, kan betragtes som viden, der indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere afledte finansielle instrumenter.

[...]

(24) Hurtig og korrekt offentliggørelse af viden fremmer markedintegriteten, mens udstedernes selektive udbredelse af oplysninger kan føre til, at investorerne mister tilliden til finansmarkedernes integritet. [...]

4 Begrebet »intern viden« defineres i dette direktivs artikel 1, stk. 1, nr. 1), første punktum, som »specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter.«

5 Nævnte direktivs artikel 2 fastsætter:

»1. 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.

Første afsnit gælder alle personer, som er i besiddelse af den pågældende viden ved:

- a) at de er medlemmer af det udstedende selskabs administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer, eller
- b) at de har kapitalinteresser i det udstedende selskab, eller
- c) at de har adgang til denne viden i kraft af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner, eller
- d) at de er kommet i besiddelse af den pågældende viden ved strafbare handlinger.

2. Når en person som omhandlet i stk. 1 er en juridisk person, gælder det i samme stykke omhandlede forbud også de fysiske personer, der medvirker ved afgørelsen om at gennemføre transaktionen på den pågældende juridiske persons vegne.

Denne artikel finder ikke anvendelse på transaktioner, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, når denne forpligtelse er blevet bindende og er baseret på en aftale, der er indgået, før der er opnået intern viden.«

6 Samme direktivs artikel 6, stk. 1 og 2, bestemmer:

»1. Medlemsstaterne sikrer, at udstedere af finansielle instrumenter hurtigst muligt offentliggør intern viden, der direkte vedrører disse udstedere.

[...]

2. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. stk. 1, for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden, og at udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Medlemsstaterne kan kræve, at en udsteder øjeblikkelig skal underrette den kompetente myndighed om sin beslutning om at udsætte offentliggørelsen af intern viden.«

Direktiv 2003/124

7 Første og tredje betragtning til direktiv 2003/124 er sålydende:

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

[...]

(3) Der bør skabes større retssikkerhed for markedsdeltagerne gennem en nærmere definition af to af de elementer, der er væsentlige for definitionen af intern viden, nemlig om den pågældende viden er specifik, og i hvilket omfang den vil kunne påvirke kurserne på de finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter.«

8 Samme direktivs artikel 1 med overskriften »Intern viden« fastsætter:

»1. Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6/EF skal oplysninger betragtes som specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og hvis de er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter.

2. Ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6/EF forstås ved »viden, som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«: viden, som en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.«

9 Nævnte direktivs artikel 3, stk. 1, indeholder en ikke-udtømmende liste over forhold, som en udsteders berettigede interesser kan vedrøre i henhold til artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/6, nemlig såvel igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlinger udfald eller normale forløb, som beslutninger, der er truffet, eller kontrakter, der er indgået, af en udsteders ledelse, men som skal godkendes af et andet organ hos udstederen for at kunne gennemføres i praksis, hvis sidstnævntes organisation kræver adskillelse mellem disse to organer.

Tysk ret

10 § 13, stk. 1, i Gesetz über den Wertpapierhandel (lov om handel med værdipapirer) i dens udgave af 28. september 1998 (BGBl. 1998 I, s. 2708), som ændret ved Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (lov om forbedring af investorers beskyttelse) af 28. oktober 2004 (BGBl. 2004 I, s. 2630, herefter »WpHG«), bestemmer:

»Intern viden er en konkret oplysning vedrørende forhold, som ikke er offentligt bekendt, og som vedrører en eller flere udstedere af insidervapirer eller insidervapirerne selv, og som, hvis de er offentligt bekendt, mærkbart kan påvirke insidervapirernes børs- eller markedspris. Dette er tilfældet,

såfremt en fornuftig investor ville tage hensyn til oplysningen i forbindelse med sin investeringsbeslutning. Forhold, der med tilstrækkelig sandsynlighed kan antages at ville indtræde i fremtiden, anses også for forhold som omhandlet i første punktum. [...]«

- 11 Artikel 6, stk. 1 og 2, i direktiv 2003/6 er gennemført i den tyske retsorden ved WpHG's § 15, stk. 1 og 3. I henhold til sidstnævnte paragrafs stk. 6 skal en udsteder, som tilsidesætter de forpligtelser, der påhviler ham i henhold til samme paragrafs stk. 1-4, erstatte det tab, som andre har lidt som følge heraf under de betingelser, der bl.a. er fastsat i WpHG's § 37b.

Twisten i hovedsagen og de præjudicielle spørgsmål

- 12 Det fremgår af forelæggelsesafgørelsen, at prof. Jürgen E. Schrempp, administrerende direktør i Daimler, efter sidstnævntes generalforsamling den 6. april 2005 overvejede at opgive sit mandat, der løb frem til 2008. Den 17. maj 2005 nævnte han sin intention over for formanden for dette selskabs tilsynsråd, Hilmar Kopper. Mellem den 1. juni 2005 og den 27. juli 2005 blev andre medlemmer af tilsynsrådet og direktionen ligeledes informeret om prof. Jürgen E. Schrempps planer om fratrædelse.
- 13 Den 10. juli 2005 påbegyndte Daimler at forberede en pressemeddelelse, en ekstern erklæring samt en skrivelse til sine medarbejdere.
- 14 Den 13. juli 2005 blev personale- og nomineringsudvalget i Daimlers tilsynsråd (herefter »personale- og nomineringsudvalget«) og tilsynsrådet indkaldt til møde henholdsvis den 27. og den 28. juli 2005, uden at indkaldelserne indeholdt indikationer om et eventuelt skift af administrerende direktør.
- 15 Den 18. juli 2005 enedes prof. Jürgen E. Schrempp og Hilmar Kopper om på tilsynsrådsmødet den 28. juli 2005 at stille forslag om førstnævntes fratrædelse før tiden og udnævnelse af hans afløser, dr. Dieter Zetsche.
- 16 Under mødet, der begyndte den 27. juli 2005 kl. 17:00, besluttede personale- og nomineringsudvalget at stille forslag til tilsynsrådet om på et møde, der skulle afholdes den efterfølgende dag, at godkende denne fratrædelse og denne udnævnelse.
- 17 Den 28. juli 2005, ca. kl. 9:50, besluttede Daimlers tilsynsråd, at prof. Jürgen E. Schrempp skulle fratræde sin stilling ved årets udgang, og at han skulle afløses af dr. Dieter Zetsche.
- 18 Denne beslutning blev meddelt lederne for såvel børserne som Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (finanstilsynet) og blev offentliggjort i Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizitäts meddelelsesdatabank (tysk selskab, der beskæftiger sig med ad hoc-offentliggørelse).
- 19 Som følge af denne offentliggørelse steg kursværdien på Daimler-aktier, der allerede var steget kraftigt efter offentliggørelsen samme morgen af resultaterne for andet kvartal 2005.
- 20 Markus Geltl og flere andre investorer havde solgt Daimler-aktier inden offentliggørelsen af nævnte beslutning. De har ved Landgericht Stuttgart anlagt sag mod Daimler med krav om erstatning med tillæg af renter, idet de har gjort gældende, at denne offentliggørelse skete for sent. Landgericht Stuttgart har inden for rammerne af en prøvesag (»Musterverfahren«) anmodet Oberlandesgericht Stuttgart om at afgøre flere spørgsmål vedrørende disse tvister.
- 21 I den afgørelse, som i prøvesagen blev afsagt den 22. april 2009, fandt Oberlandesgericht Stuttgart, at det ikke kunne fastslås, at der den 17. maj 2005 eller på en senere dato forelå intern viden, hvorefter Jürgen E. Schrempp ensidigt havde besluttet at fratræde sin stilling uafhængigt af en godkendelse fra Daimlers tilsynsråd. Ifølge denne ret er den afgørende omstændighed, der kan have haft indvirkning

på kursværdien på dette selskabs aktier, tilsynsrådets beslutning af 28. juli 2005. Denne beslutning blev tilstrækkelig sandsynlig, efter at personale- og nomineringsudvalget den 27. juli 2005 efter kl. 17:00 havde besluttet at stille forslag til tilsynsrådet om at godkende den. Følgelig forelå der først intern viden efter sidstnævnte dato. Oberlandesgericht Stuttgart erkendte, at de i WpHG's § 15, stk. 3, fastsatte betingelser for en udsættelse af offentliggørelse af denne viden ikke var helt opfyldt, men fastslog, at det af sagsøgerne påberåbte tab ville have indtrådt, selv om disse betingelser havde været opfyldt.

- 22 Den forelæggende ret, hvortil der er iværksat appel, har anført, at Oberlandesgericht Stuttgart ikke har taget stilling til, om de individuelle trin i det forløb, der førte til beslutningen af 28. juli 2005, kunne påvirke kursværdien af Daimler-aktierne. I forbindelse med en bødesag vedrørende samme forhold som de i hovedsagen omhandlede har Oberlandesgericht Frankfurt am Main derimod fastslået, at foreningen af flere selvstændige forhold i en enkelt samlet beslutning er i strid med ordlyden af såvel WpHG's § 13, stk. 1, som direktiv 2003/6 og direktiv 2003/124, og at offentliggørelsespligten følgelig indtrådte, da den interne procedure førte til en beslutning, og denne blev afsløret over for en person, der er ansvarlig for det pågældende selskab.
- 23 På denne baggrund har Bundesgerichtshof besluttet at udsætte sagen og forelægge Domstolen følgende præjudicielle spørgsmål:
- »1) Skal det ved anvendelsen af artikel 1, stk. 1, [nr. 1),] i direktiv 2003/6 og artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124, på et forløb af en vis varighed, hvorved der via flere mellemliggende trin realiseres et bestemt forhold eller fremkaldes en bestemt begivenhed, alene tillægges betydning, hvorvidt det fremtidige forhold eller den fremtidige begivenhed skal betragtes som specifik viden i henhold til de nævnte direktivbestemmelser, og det følgelig skal undersøges, om det med rimelighed kan forventes, at forholdet eller begivenheden vil indtræde, eller kan tillige mellemliggende trin, som allerede foreligger eller er indtrådt, og som har forbindelse med realiseringen af det fremtidige forhold eller den fremtidige begivenhed, ved et sådant forløb af en vis varighed udgøre specifik viden i de nævnte direktivbestemmelser forstand?
- 2) Kræver begrebet »med rimelighed« i den forstand, hvori dette anvendes i artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124, en sandsynlighedsvurdering, ifølge hvilken sandsynlighedsgraden er overvejende eller høj, eller skal begrebet ved forhold, der med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller begivenheder, der med rimelighed kan forventes at indtræde, fortolkes således, at graden af sandsynlighed afhænger af indvirkningerne i forhold til udstederne, og at det, såfremt det er nærliggende, at det vil kunne påvirke kurserne, er tilstrækkeligt, at det er uvist, men ikke usandsynligt, at forholdet eller begivenheden vil indtræde?»

Om de præjudicielle spørgsmål

- 24 Det bemærkes indledningsvis, at direktiv 2003/6 med henblik på at sikre finansmarkedernes integritet i Den Europæiske Union og forbedre investorernes tillid til disse markeder dels forbyder insiderhandel under de i direktivets artikel 2 fastsatte betingelser, dels i medfør af direktivets artikel 6, stk. 1, pålægger udstedere af finansielle instrumenter hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører dem. I henhold til sidstnævnte artikels stk. 2 kan offentliggørelsen af sådan viden under visse omstændigheder udsættes for ikke at skade udstederens berettigede interesser.
- 25 Den definition af begrebet »intern viden«, som følger af nævnte direktivs artikel 1, stk. 1, nr. 1), første punktum, indeholder fire væsentlige elementer. For det første er der tale om specifik viden. For det andet er denne viden ikke blevet offentliggjort. For det tredje vedrører den, direkte eller indirekte, et eller flere finansielle instrumenter, eller deres udstedere. For det fjerde ville den, hvis den blev offentliggjort, mærkbart kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter. Det første og det fjerde element er nærmere defineret i henholdsvis artikel 1, stk. 1, og artikel 1, stk. 2, i direktiv 2003/124.

- 26 De af den forelæggende ret stillede spørgsmål har til formål at få klarlagt det første af de nævnte elementer, nemlig en videns specifikke karakter.

Om det første spørgsmål

- 27 Med det første spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6 og artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 skal fortolkes således, at specifik viden i henhold til de nævnte bestemmelser for så vidt angår et forløb af en vis varighed, hvorved der realiseres et bestemt forhold eller fremkaldes en bestemt begivenhed, ikke blot kan bestå i dette forhold eller denne begivenhed, men ligeledes af dette forløbs mellemliggende trin, som allerede foreligger eller er indtrådt, og som har forbindelse med realiseringen af forholdet eller begivenheden.
- 28 Det fremgår af tredje betragtning til direktiv 2003/124, at sidstnævnte med henblik på at skabe større retssikkerhed for deltagerne i det pågældende marked har til formål at give en nærmere definition af det i direktiv 2003/6 anvendte begreb »specifik viden«.
- 29 I henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 betragtes oplysninger som specifik viden, hvis to kumulative betingelser er opfyldt. For det første skal oplysningerne angive en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde. For det andet skal de være tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter.
- 30 Idet begreberne »en række forhold« og »en begivenhed« ikke er defineret i nævnte direktiv, skal de anvendes i deres gængse betydning.
- 31 Det må fastslås, at et mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed i sig selv kan udgøre en række forhold eller en begivenhed i henhold til den betydning, der almindeligvis tillægges disse udtryk.
- 32 Denne konstatering støttes af artikel 3, stk. 1, i direktiv 2003/124, der som eksempler på intern viden, hvis offentliggørelse kan udsættes i henhold til artikel 6, stk. 2, i direktiv 2003/6, nævner forhold, der udgør typiske tilfælde af mellemliggende trin i gradvise processer, nemlig igangværende forhandlinger samt beslutninger, der er truffet, eller kontrakter, der er indgået, af en udsteders ledelse, men som skal godkendes af et andet organ hos denne udsteder for at kunne gennemføres i praksis.
- 33 I øvrigt har direktiv 2003/6, som det bl.a. følger af anden og tolvte betragtning til direktivet, til formål at sikre integriteten af finansmarkederne i Unionen og forbedre investorernes tillid til disse markeder. Denne tillid afhænger bl.a. af, at investorerne stilles lige, og at de er beskyttet mod bl.a. ulovlig anvendelse af intern viden (jf. i denne retning dom af 23.12.2009, sag C-45/08, Spector Photo Group og Van Raemdonck, Sml. I, s. 12073, præmis 47, og af 7.7.2011, sag C-445/09, IMC Securities, Sml. I, s. 5917, præmis 27).
- 34 I denne henseende bliver det i første punktum i 24. betragtning til nævnte direktiv præciseret, at hurtig og korrekt offentliggørelse af viden fremmer markedsintegriteten, mens ustedernes selektive udbredelse af oplysninger kan føre til, at investorerne mister tilliden til finansmarkederne integritet.
- 35 En fortolkning af begreberne »en række forhold« og »en begivenhed«, der ikke tager hensyn til de mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed, kan skade de formål, der er nævnt i de to foregående præmisser i denne dom. Såfremt det udelukkes, at viden om et sådant trin i et forløb af en vis varighed kan anses for specifik i den forstand, hvori dette udtryk anvendes i artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6, ophæves den i dette direktivs artikel 6, stk. 1, første punktum, fastsatte forpligtelse til

at offentliggøre denne viden, selv om den kunne have en ganske specifik karakter og på trods af, at de andre elementer, som kendetegner intern viden, og som er opregnet i denne doms præmis 25, ligeledes foreligger.

- 36 I en sådan situation kan visse personer, som er i besiddelse af disse oplysninger, befinde sig i en fordelagtig stilling i forhold til de andre investorer og være i stand til at profitere heraf til skade for dem, som ikke er i besiddelse af disse oplysninger (jf. i denne retning dommen i sagen Spector Photo Group og Van Raemdonck, præmis 48).
- 37 Risikoen for, at en sådan situation vil indtræde, er så meget desto større, som udfaldet af et bestemt forløb under visse omstændigheder kan kvalificeres som værende et mellemliggende trin i et andet forløb, der er mere omfattende.
- 38 Følgelig kan viden om et mellemliggende trin, der er led i et forløb af en vis varighed, udgøre specifik viden. Det skal præciseres, at denne fortolkning ikke blot gælder de trin, der allerede foreligger eller er indtrådt, men i henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 ligeledes vedrører trin, som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge eller med rimelighed kan forventes at indtræde.
- 39 Som det fremgår af denne doms præmis 29, forudsætter kvalificering som viden, der har en specifik karakter, desuden, at den anden betingelse i nævnte bestemmelse er opfyldt, nemlig at oplysningen er tilstrækkelig specifik til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds indvirkning på kurserne på de omhandlede finansielle instrumenter.
- 40 Det første spørgsmål skal derfor besvares med, at artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6 og artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 skal fortolkes således, at for så vidt angår et forløb af en vis varighed, hvorved der realiseres et bestemt forhold eller fremkaldes en bestemt begivenhed, kan ikke blot dette forhold eller denne begivenhed, men ligeledes dette forløbs mellemliggende trin, som har forbindelse med realiseringen af forholdet eller begivenheden, udgøre specifik viden i henhold til de nævnte bestemmelser.

Om det andet spørgsmål

- 41 Med sit andet spørgsmål ønsker den forelæggende ret nærmere bestemt oplyst, om artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 skal fortolkes således, at formuleringen »en række forhold, der [...] med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der [...] med rimelighed kan forventes at indtræde«, udelukkende tager sigte på de forhold eller de begivenheder, som med overvejende eller stor sandsynlighed kan antages at ville indtræde, eller om denne formulering forudsætter, at der tages hensyn til omfanget af indvirkningen af den pågældende række forhold eller begivenhed på kurserne på de omhandlede finansielle instrumenter.
- 42 Der er en vis uoverensstemmelse mellem de forskellige sprogversioner af nævnte bestemmelse. Visse af disse versioner, bl.a. den franske, den italienske og den nederlandske, anvender således ordene »med rimelighed kan tænkes«, hvorimod andre versioner, bl.a. den danske, den græske, den engelske og den svenske, anvender ordlyden »med rimelighed kan forventes«. Den spanske og den portugisiske version henviser henholdsvis til »en række forhold, der med rimelighed kan foreligge«, og »en række forhold eller en begivenhed, der med rimelighed kan forudses«. Endelig anvender den tyske sprogversion ordene »med tilstrækkelig sandsynlighed« (»mit hinreichender Wahrscheinlichkeit«).
- 43 Det fremgår for det første af fast retspraksis, at den formulering, der er anvendt i en sprogversion af en EU-retlig bestemmelse, ikke alene kan tjene som grundlag for bestemmelsens fortolkning eller i denne henseende tillægges større betydning end de øvrige sprogversioner. For det andet skal de forskellige sprogversioner af en EU-retlig bestemmelse fortolkes ensartet, og når der er uoverensstemmelse mellem versionerne, skal den pågældende bestemmelse derfor fortolkes på baggrund af den

almindelige opbygning af og formålet med det regelsæt, som den indgår i (jf. dom af 28.7.2011, sag C-215/10, Pacific World og FDD International, Sml. I, s. 7255, præmis 48 og den deri nævnte retspraksis).

- 44 Med undtagelse af den tyske sprogversion anvender alle de andre sprogversioner af artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124, der forelå ved vedtagelsen af dette direktiv, imidlertid udtrykket »med rimelighed«. Ved at anvende dette udtryk har EU-lovgiver indført et kriterium, som er baseret på erfaringer, der er udledt af typiske hændelsesforløb, med henblik på afgørelsen af, om fremtidige forhold eller fremtidige begivenheder er omfattet af denne bestemmelses anvendelsesområde.
- 45 Med henblik på afgørelsen af, om det er rimeligt at forvente, at en række forhold vil komme til at foreligge, eller en begivenhed vil indtræde, skal der i hver enkelt sag foretages en samlet bedømmelse af de forhold, der allerede foreligger.
- 46 Idet der i artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 anvendes formuleringen »med rimelighed kan forvente[...]«, kan denne bestemmelse følgelig ikke fortolkes således, at der kræves bevis for, at der er stor sandsynlighed for, at de omhandlede forhold eller begivenheder vil indtræde.
- 47 Det ville være i strid med de i denne doms præmis 33 anførte formål, nemlig at sikre integriteten af finansmarkederne i Unionen og forbedre investorernes tillid til disse markeder, at indskrænke anvendelsesområdet for artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6 og artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 til en sådan sandsynlighedsgrad for så vidt angår fremtidige forhold og fremtidige begivenheder. I et sådant tilfælde ville indviede personer nemlig være i stand til at drage utilbørlig fordel af en bestemt viden, som på grundlag af en sådan restriktiv fortolkning måtte fastslås ikke at være specifik, på bekostning af en tredjemand, som ikke havde kendskab til den.
- 48 Med henblik på at sikre den i tredje betragtning til direktiv 2003/124 omhandlede retssikkerhed for markedsdeltagerne, herunder udstederne, kan viden, der vedrører forhold og begivenheder, hvis indtræden ikke er sandsynlig, imidlertid ikke anses for at være specifik. I modsat fald ville udstederne nemlig kunne antage, at de var forpligtet til at offentliggøre oplysninger, som ikke er konkrete, og som ikke kan påvirke kurserne på deres finansielle instrumenter.
- 49 Det følger heraf, at artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124, henset til anvendelsen af formuleringen »med rimelighed kan forvente[...]«, tager sigte på de fremtidige forhold og de fremtidige begivenheder, for hvilke det på grundlag af en samlet bedømmelse af de allerede foreliggende forhold fremgår, at der er en reel mulighed for, at de vil foreligge eller indtræde.
- 50 Hvad angår spørgsmålet om, hvorvidt den krævede sandsynlighed for, at en række forhold eller en begivenhed vil indtræde, kan variere i forhold til omfanget af disses påvirkning af kurserne på de pågældende finansielle instrumenter, skal det besvares benægtende.
- 51 For det første følger en sådan fortolkning af formuleringen »med rimelighed kan forvente[...]« ikke af nogen af de i denne doms præmis 42 anførte sprogversioner.
- 52 For det andet gør en fortolkning, hvorefter det skulle antages, at jo større omfanget af en fremtidig begivenheds mulige påvirkning af kurserne på de pågældende finansielle instrumenter er, desto lavere er graden af den sandsynlighed, der kræves for, at viden, som knytter sig til denne fremtidige begivenhed, kan anses for specifik, hvert af disse to elementer, som udgør intern viden, og som er fastsat i henholdsvis stk. 1 og stk. 2 i artikel 1, i direktiv 2003/124, nemlig denne videns specifikke karakter og dens evne til mærkbart at kunne påvirke kursen på de pågældende finansielle instrumenter, underforstået afhængigt af det andet element.
- 53 De i disse to stykker nærmere fastsatte kriterier udgør mindstekrav, der hver især skal være opfyldt for, at viden kan kvalificeres som »intern« i henhold til artikel 1, stk. 1, nr. 1), i direktiv 2003/6.

- 54 Således som Det Forenede Kongeriges regering har anført i sit indlæg til Domstolen, kan det ikke udelukkes, at viden om en begivenhed, der højst sandsynligt ikke vil indtræde, mærkbart kan påvirke kurserne på den pågældende udsteders aktier, for så vidt som konsekvenserne af denne begivenhed vil være særligt store for denne udsteder. Alligevel kan det ikke med rimelighed heraf konkluderes, at den nævnte begivenhed vil indtræde.
- 55 Som det fremgår af første betragtning til direktiv 2003/124, baserer fornuftige investorer ganske vist deres investeringsbeslutninger på samtlige tilgængelige forhåndsoplysninger. De skal således ikke blot tage hensyn til en begivenheds »forventede virkning« på udstederen, men også til sandsynligheden for, at denne begivenhed vil indtræde. Imidlertid er formålet med sådanne overvejelser at afgøre, om en oplysning mærkbart kan påvirke kurserne på udstederens finansielle instrumenter.
- 56 Henset til de ovenstående bemærkninger skal det andet spørgsmål besvares med, at artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 skal fortolkes således, at begrebet »en række forhold, der [...] med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der [...] med rimelighed kan forventes at indtræde«, tager sigte på de fremtidige forhold eller de fremtidige begivenheder, hvorom det på grundlag af en samlet bedømmelse af allerede tilgængelige forhold fremgår, at der er en reel mulighed for, at de vil foreligge eller indtræde. Dette begreb skal imidlertid ikke fortolkes således, at der skal tages hensyn til omfanget af indvirkningen af den pågældende række forhold eller af den pågældende begivenhed på kurserne på de omhandlede finansielle instrumenter.

Sagens omkostninger

- 57 Da sagens behandling i forhold til hovedsagens parter udgør et led i den sag, der verserer for den forelæggende ret, tilkommer det denne at træffe afgørelse om sagens omkostninger. Bortset fra nævnte parters udgifter kan de udgifter, som er afholdt i forbindelse med afgivelse af indlæg for Domstolen, ikke erstattes.

På grundlag af disse præmisser kender Domstolen (Anden Afdeling) for ret:

- 1) **Artikel 1, stk. 1, nr. 1), i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) og artikel 1, stk. 1, i Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af direktiv 2003/6 med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation skal fortolkes således, at for så vidt angår et forløb af en vis varighed, hvorved der realiseres et bestemt forhold eller fremkaldes en bestemt begivenhed, kan ikke blot dette forhold eller denne begivenhed, men ligeledes dette forløbs mellemliggende trin, som har forbindelse med realiseringen af forholdet eller begivenheden, udgøre specifik viden i henhold til de nævnte bestemmelser.**
- 2) **Artikel 1, stk. 1, i direktiv 2003/124 skal fortolkes således, at begrebet »en række forhold, der [...] med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der [...] med rimelighed kan forventes at indtræde«, tager sigte på de fremtidige forhold eller de fremtidige begivenheder, hvorom det på grundlag af en samlet bedømmelse af allerede tilgængelige forhold fremgår, at der er en reel mulighed for, at de vil foreligge eller indtræde. Dette begreb skal imidlertid ikke fortolkes således, at der skal tages hensyn til omfanget af indvirkningen af den pågældende række forhold eller af den pågældende begivenhed på kurserne på de omhandlede finansielle instrumenter.**

Underskrifter