



## Kohtulahendite kogumik

KOHTUJURISTI ETTEPANEEK  
PAOLO MENGOZZI  
esitatud 21. märtsil 2012<sup>1</sup>

### Kohtuasi C-19/11

**Markus Geltl**  
**versus**  
**Daimler AG**

(eelotsusetaotlus, mille on esitanud Bundesgerichtshof)

Teenuste osutamise vabadus — Finantsteenused — Siseringitehingud ja siseteeve — Juhatusesimehe tagasiastumine — Aktsiaseltsi peadirektor — Sellele sündmusele eelnenud mitmesuguste nõupidamiste ja tegevuste võimalik arvessevõtmine, et hinnata, kas see teave on täpne — Direktiiv 2003/6/EÜ (nn turu kuritarvitamise direktiiv) — Direktiivi 2003/6/EÜ rakendusdirektiiv 2003/124/EÜ

### I. Sissejuhatus

1. Käesolevas menetluses on Saksamaa Liitvabariigi Bundesgerichtshof esitanud Euroopa Kohtule eelotsusetaotluse seoses sellega, kuidas tõlgendada Euroopa Parlamendi ja nõukogu 28. jaanuari 2003. aasta direktiivi 2003/6/EÜ<sup>2</sup> siseringitehingute ja turuga manipuleerimise (turukuritarvitamise) kohta ja komisjoni 22. detsembri 2003. aasta direktiivi 2003/124/EÜ,<sup>3</sup> millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteebe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega.

### II. Õiguslik raamistik

#### A – Ühenduse õigusnormid

2. Direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkt 1 sätestab järgmist:

„Käesolevas direktiivis kasutatakse järgmisi mõisteid.

1. Siseteeve – täpset laadi avaldamata teave, mis on otse või kaudselt seotud ühe või mitme finantsinstrumentide emitendiga või ühe või mitme finantsinstrumendiga ning millel on avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju nende finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.

[...]”.

1 – Algkeel: itaalia.

2 – (ELT L 96, 12.4.2003, lk 16; ELT eriväljaanne 06/04, lk 367).

3 – (ELT L 339, 24.12.2003, lk 70; ELT eriväljaanne 06/06, lk 348).

3. Direktiivi 2003/6 artikkel 6 sätestab, et:

„1. Liikmesriigid tagavad, et finantsinstrumentide emitendid teavitavad üldsust nende emitentidega otse seotud siseteabest võimalikult kiiresti.

Ilma et see piiraks esimese lõigu sätete täitmiseks võetavate meetmete rakendamist, tagavad liikmesriigid, et emitendid avaldavad oma veebilehtedel ettenähtud aja jooksul kogu siseteabe, mille nad peavad avalikustama.

2. Emitent võib oma õigustatud huvide kaitsmiseks lõikes 1 osutatud siseteabe avalikustamise enda vastutusel edasi lükata, kui avalikustamata jätmise tõenäoliselt ei eksita üldsust ning emitent suudab tagada kõnealuse teabe konfidentsiaalsuse. Liikmesriigid võivad nõuda, et emitent teataks pädevale asutusele viivitamata otsusest lükata siseteabe avalikustamine edasi.

[...]”.

4. Direktiivi 2003/124 artikkel 1 sätestab, et:

„1. Direktiivi 2003/6/EÜ artikli 1 punkti 1 kohaldamisel peetakse teavet täpseks, kui see viitab ilmnenule või mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele või toimunud või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivale sündmusele ja kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele.

2. Direktiivi 2003/6/EÜ artikli 1 punkti 1 kohaldamisel tähendab „teave, mis avalikustamisel avaldaks tõenäoliselt märkimisväärset mõju finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele,” teavet, mida mõistlik investor tõenäoliselt võtaks arvesse oma investeerimisotsuste tegemisel.”

5. Direktiivi 2003/124 artikli 2 lõige 3 sätestab, et:

„[...]”

3. Kõik olulised muudatused juba avalikustatud siseteabes avalikustatakse kohe pärast nende muudatuste toimumist sama kanali kaudu, mida kasutati algse teabe avalikustamiseks.”

6. Direktiivi 2003/124 artikkel 3 sätestab, et:

„1. Direktiivi 2003/6/EÜ artikli 6 lõike 2 kohaldamisel võivad õigustatud huvid olla seotud muu hulgas järgmiste asjaoludega:

- a) käimasolevad läbirääkimised või nendega seotud asjaolud, kui avalikustamine tõenäoliselt mõjutaks nende läbirääkimiste tulemust või harilikku käiku. Eeskätt juhul, kui emitendi majanduslik elujõulisus on suures ja otseses ohus, olgugi et väljaspool maksejõuetust käsitlevate kehtivate õigusnormide kohaldamisala, võib teabe avalikustamist edasi lükata piiratud aja võrra, kui selline avalikustamine ohustaks tõsiselt olemasolevate ja võimalike aktsionäride huve, halvendades võimalusi viia lõpule läbirääkimised, mille eesmärk on tagada emitendi majanduslik taastumine pikema aja jooksul;
- b) emitendi juhtimisorgani tehtud otsused või sõlmitud lepingud, mille jõustumine eeldab heakskiidu saamist emitendi mõnelt muult organilt, kui emitendi ülesehitus eeldab nende organite lahushoidmist, tingimusel et teabe avalikustamine enne sellist heakskiitmist üheskoos samaaegse teatega, et heakskiitu ei ole veel saadud, ohustaks teabe õiget hindamist üldsuse hulgas.

[...]”.

## B – Siseriiklikud õigusnormid

7. WpHG (Wertpapierhandelsgesetz ehk väärtpaberituru seadus) § 13 lõige 1, millega rakendatakse direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkti 1 ja direktiivi 2003/124 artikli 1 lõiget 1, sätestab, et siseteave on „täpne teave avalikustamata asjaolude kohta, mis on seotud ühe või mitme *Insiderpapier* 'ide<sup>4</sup> emitendiga või otseselt *Insiderpapier*'ide endiga ning mis võib avalikustamise korral avaldada märkimisväärset mõju nende *Insiderpapier*'ide börsi- või turuhinnale. Teave võib sellist mõju avaldada siis, kui mõistlik investor võtaks seda oma investeerimisotsuste tegemisel arvesse. Kõnealuse sätte tähenduses loetakse asjaoludeks ka selliseid asjaolusid, mille ilmnemist saab piisava tõenäosusega eeldada [...]”.

8. WpHG § 15 lõige 1 sätestab, et „kõik Saksa väärtpaberiemitendid peavad neid otse puudutava teabe viivitamata avalikustama [...]”.

## III. Faktilised asjaolud ja eelotsuse küsimused

9. Pärast Daimler AG üldkoosolekut, mis toimus 6. aprillil 2005, tekkis juhatuse esimehel Schremppil soov astuda ametist tagasi enne oma ametiaja lõppu, mis oli määratud 2008. aastale, teatades sellest esmalt oma abikaasale, kes töötas tema büroo juhatajana.

10. 17. mail 2005 rääkis Schrempp oma kavatsusest Daimler AG nõukogu esimehele.

11. 1. juunil 2005 teatati Schremppi plaanist veel kahele nõukogu liikmele ning hiljem, 15. juunil 2005 Zetschele, kellest pidi saama tema ametijärglane.

12. 6. juulil 2005 teavitati ka sekretariaadi juhatajat.

13. 10. juulil 2005 koostasid pressiesindaja, proua Schrempp ja sekretariaadi juhataja pressiteate, üldsusele adresseeritud teate ja kirja aktsiaseltsi töötajatele.

14. 18. juulil 2005 leppisid Schrempp ja nõukogu esimees kokku, et nõukogu koosolekul, mille toimumisajaks oli juba eelnevalt määratud 28. juuli 2005, ilma et koosolekuteates oleks kõnealust küsimust mainitud, teevad nad ettepaneku, et Schrempp astub oma ametikohalt aasta lõpus ennetähtaegselt tagasi ja et tema järglaseks määrataks Zetsche.

15. Lisaks oli juba otsustatud, et 27. juulil 2005 kell 17.00 toimub presidiaalkomisjoni koosolek, ja ka selle toimumise teade ei sisaldanud mingeid andmeid Schremppi tagasiastumise kohta.

16. 25. juulil 2005 arutas Schrempp seda küsimust nõukogu liikmega, kes oli ühtlasi kontserninõukogu esimees.

17. Kui eespool nimetatud nõukogu liige oli seda küsimust töötajate teiste esindajatega ja Zetschega arutanud, teatas ta 27. juulil 2005 Schremppile, et töötajate esindajad hääletasid juhatuse esimehe vahetuse poolt.

18. Samuti 27. juulil 2005 teatati toimuvast enne koosoleku algust veel kahele presidiaalkomisjoni liikmele.

19. Presidiaalkomisjon otsustas 27. juulil 2005 anda nõukogule järgmisel päeval soovitus kiita heaks Schremppi ennetähtaegne tagasiastumine 2005. aasta lõpus ja Zetsche määramine tema ametikohale.

4 — Väärtpaberid, mille võõrandamise ega omandamise õigust siseteavet valdavatel isikutel ei ole.

20. 27. juulil 2005 kell 18.30 teatas Schrempp kavatsetud muudatusest ühele kolmest juhatuse liikmest ja kell 19.00 ülejäänud kahele.

21. 27. juulil 2005 kell 19.30 toimus aktsionäre esindavate nõukogu liikmete õhtusöök, kus arutati presidiaalkomisjoni soovitus üle.

22. 28. juulil 2005 umbes kell 9.50 otsustas nõukogu, et Schrempp astub aasta lõpus ametist tagasi ja tema ametikohale astub Zetsche.

23. 28. juulil 2005 kell 10.02 saatis Daimler AG toimunud sündmustest *ad hoc*-teatise börside juhatustele ja finantsinspeksioonile (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, edaspidi ka „BaFin”).

24. Seejärel avaldati see teatis kell 10.32 Saksa *ad hoc*-teatiste avaldamise ühingu (Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität) andmepangas.

25. Daimler AG aktsia kurss, mis oli 28. juulil 2005 börsi avamise hetkeks tõusnud 36,50 euron, kerkis seejärel kõigepealt 40,40 ja siis 42,95 euron.

26. Paljud investorid, kes olid oma aktsiad võõrandanud enne, kui kurss tõusis teatise avaldamise järel, et Schrempp astub 2005. aasta lõpuks tagasi, esitasid hagi, nõudes kahju hüvitamist, väites, et kõnealuse teatise avaldamine hilines.

27. 15. veebruaril 2007 tehtud otsuses asus Oberlandesgericht Stuttgart seisukohale, et käesoleval juhul tekkis siseteave alles nõukogu otsusega, mis tehti 28. juulil 2005 umbes kell 9.50, ning et see avalikustati õigel ajal.

28. Bundesgerichtshof tühistas selle otsuse 25. veebruari 2008. aasta määrusega ning saatis kohtuasja Oberlandesgericht Stuttgartile tagasi uueks arutamiseks.

29. Oberlandesgericht kinnitas 22. aprilli 2009. aasta otsusega, jättes kahju hüvitamise nõude rahuldamata, et 17. maist 2005 kuni äriühingu nõukogu otsuse tegemiseni 28. juulil 2005 ei olnud olemas siseteavet, et Schrempp on esitanud nõukogu esimehele avalduse ühepoolseks ametist tagasiastumiseks.

30. Täpsemalt, käesolevat kohtuasja puudutavas osas ei lugenud Oberlandesgericht Stuttgart oma otsuse tegemisel siseteabeks mitut vaheetappi, mille lõpptulemus oli Schremppi tagasiastumine poolte kokkuleppel ja Zetsche astumine tema ametikohale, kuna mõistlik investor ei saanud Schremppi väljendatud tagasiastumiskavatsuse teostumist piisavalt tõenäoliseks pidada, kuigi see võinuks aktsiakurssi mõjutada.

31. Bundesgerichtshof, kellele esitati Oberlandesgerichti viimase otsuse peale kassatsioonkaebus, leidis, et tegemist on direktiivide 2003/6 ja 2003/124 tõlgendamise probleemiga, ning esitas Euroopa Kohtule kaks järgmist eelotsuse küsimust:

„1. Kas teatava aja kestva ja mitmest vaheetapist koosneva protsessi puhul, mille tulemusel peab teatav asjaolu ilmnema või teatav sündmus toimuma, sõltub direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkti 1 ja direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 kohaldatavus ainult sellest, kas seda oodatavat asjaolu või oodatavat sündmust tuleb käsitada täpse teabena nimetatud sätete tähenduses, ja sellest tulenevalt tuleb kontrollida, kas kõnealuse oodatava asjaolu ilmnemist või oodatava sündmuse toimumist saab mõistlikult eeldada, või võib sellise teatava aja kestva protsessi puhul pidada ka juba toimunud vaheetappe, mis on oodatava asjaolu ilmnemise või oodatava sündmuse toimumisega seotud, täpseks teabeks direktiivide viidatud sätete tähenduses?

2. Kas „mõistlik eeldatavus” direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 tähenduses toob kaasa nõude, et tõenäosus oleks hinnangu kohaselt ülekaalukas või suur, või tuleb mõistliku eelduse kohaselt ilmnedavad võivad asjaolusid või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivad sündmused mõista nii, et tõenäosuse määr sõltub emitendile avalduva mõju ulatusest, ja juhul kui väärtpaberite hinnale võib avalduda märkimisväärne mõju, on piisav, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline?”

#### IV. Menetlus Euroopa Kohtus

32. Kirjalikke märkusi esitasid põhikohtuasja kassatsioonkaebuse esitaja, Daimler AG, menetlusse astunud kolmas isik, Portugali, Tšehhi, Eesti, Belgia, Ühendkuningriigi ja Itaalia valitsus ning komisjon.

33. Kohtuistungil, mis toimus 2. veebruaril 2012, osalesid põhikohtuasja kassatsioonkaebuse esitaja, Daimler AG, menetlusse astunud kolmas isik, Portugali, Eesti ja Ühendkuningriigi valitsus ning komisjon.

#### V. Esimene eelotsuse küsimus

34. Esimese eelotsuse küsimusega palus Bundesgerichtshof sisuliselt Euroopa Kohtul selgitada, kas teabe hulka, millest finantsinstrumentide emitendid peavad üldsust teavitama, kuna tegemist on direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punktis 1 ja direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 käsitletud siseteabega, võib kuuluda ka teave konkreetsete sündmuste kohta, mille tulemus on nn teatava aja kestva protsessi lõpulejõudmine ning mis seega põhjuslikult eelnevad eespool nimetatud direktiivides osutatud asjaolu ilmumisele või sündmuse toimumisele tulevikus, juhul kui sellel teabel võib olla märkimisväärne mõju nende finantsinstrumentide hinnale või tuletisinstrumentide hinnale.

35. Asjassepuutuvaid õigusakte analüüsid ilmneb, et kui esinevad ka teised direktiivides 2003/6 ja 2003/124 nimetatud tingimused, võib siseteabena käsitada ka teavet niisuguse protsessi vaheetappide kohta, mille tulemusena ilmnevad tulevikus sellised asjaolud või toimuvad sellised sündmused, millel võib olla märkimisväärne mõju viidatud direktiivides käsitletud finantsinstrumentide hinnale või tuletisinstrumentide hinnale, mitte ainult teavet tulevikus eeldatavalt ilmnevate asjaolude ja toimuvate sündmuste endi kohta.

36. Esiteks määratleb direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkt 1 vastavalt nimetatud direktiivi põhjendusele 16 siseteabe mõiste, tõstes kõige enam esile asjaolu, et selleks, et teavet saaks käsitada siseteabena, peab seda saama pidada täpseks,<sup>5</sup> ning et peale selle, et teavet pole avalikustatud, peab teabel olema avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.

37. Järelikult ei ole nõutav, et teatavaks tehtav asjaolu oleks otsustav asjaolu, või igatahes ei ole *a priori* välistatud, et tähtsaks võivad osutada teatava aja jooksul mitme vaheetapi kaudu toimuva protsessi käigus ilmnevad asjaolud, vaid on lihtsalt sätestatud, et üldsusele tuleb avalikustada igasugune teave, millel on – enesestki mõista ka teatava aja kestva protsessi puhul – järgmised omadused: teave on täpne ning tal on avaldamise korral tõenäoliselt märkimisväärne mõju finantsinstrumentide hinnale või seotud tuletisinstrumentide hinnale.

38. Teabe levitamiskohustuse seisukohalt ei ole oluline mitte see, mis hetkel teave sündmuse kujunemisprotsessi käigus tekkis, vaid teave täpsus, asjaolu, et teave on avaldamata ning et see võib avaldada märkimisväärset mõju turukursile.

5 — Selle mõiste määratlusele pööratakse erilist tähelepanu teist eelotsuse küsimust analüüsid.

39. Tuleb nimelt arvesse võtta, et ettevõtja emiteeritud finantsinstrumentide väärtust ei mõjuta tingimata ainult üks tegur, vaid see võib oleneda paljudest asjaoludest, mis on tihti omavahel ajalises järgnevuses.

40. Direktiivi 2003/124 artikli 1 lõige 1 omalt poolt arvestab selle hindamisel, kas teavet tuleb käsitada täpsena, ka seda, kas teave viitab „ilmnenud või mõistliku eelduse kohaselt ilmnevatele asjaoludele”, mitte ainult konkreetsele toimunud sündmusele, ning seda, kas see on „sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järelduse mõju kohta, mida need asjaolud võivad [...] avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele”.

41. Nii omistas see säte teavitamiskohustuse tekkimise osas tähtsuse ka üksikutele etappidele, mille kaudu teatava aja kestev protsess lõpule jõuab, kui võtta arvesse, et see lõige seadis võrdsele alusele nii üksiksündmused kui ka neile eelneva võivate asjaolude kogumi ja nii juba ilmnenud kui ka tulevikus ilmnevad asjaolud, ning omistas neile ühesuguse väärtuse.

42. Sama tegi ka direktiivi 2003/124 artikli 2 lõige 3, mille kohaselt tuleb kõik olulised muudatused juba avalikustatud siseteabes avalikustada kohe pärast nende muudatuste toimumist sama kanali kaudu, mida kasutati algse teabe avalikustamiseks.

43. Neid järeldusi toetab lisaks ka direktiivi 2003/124 artikkel 3, mis kooskõlas sama direktiivi põhjendusega 5 ning rakendades direktiivi 2003/6 artikli 6 lõiget 2, nimetab õigustatud huvide seas, mis õigustavad siseteabe avalikustamata jätmist, hulka asjaolusid, mis on enamikul juhtudel selgelt seotud järk-järgult areneva protsessi üksikute etappidega, näiteks käimasolevaid läbirääkimisi või emitendi juhtimisorgani tehtud otsuseid või sõlmitud lepinguid, mille jõustumine eeldab heakskiidu saamist emitendi mõnelt muult organilt, kui emitendi ülesehitus eeldab nende organite lahushoidmist.

44. Asjaolu, et direktiiv 2003/124 lubab emitentidel jätta avalikustamata asjaolud, mis kujutavad endast vaheetappe protsessis, mis võib teoreetiliselt lõpule jõuda alles tulevikus (eespool nimetatud juhtudel üksnes siis, kui läbirääkimised on edukad, või siis, kui emitendi muu pädev organ on emitendi juhtimisorgani tehtud otsused või sõlmitud lepingud heaks kiitnud), näitab, et kui muud käsitletavates direktiivides nimetatud tingimused on täidetud, tuleb selline teave üldjuhul avalikustada.

45. Niisiis ei ole viimati viidatud direktiivide sõnastuses mingit formaalset õigustust sellisele siseteabe mõiste tõlgendusele, mis juhul kui muud direktiivides 2003/6 ja 2003/124 nimetatud tingimused oleks täidetud, ei võimaldaks siseteabena käsitada ka teavet asjaolude kohta, mis kujutavad endast sellise protsessi vaheetappe, mis teoreetiliselt võib lõpule jõuda üksnes tulevikus.

46. Teistsugusele seisukohale ei saa jõuda ka siis, kui lähtuda direktiivide 2003/6 ja 2003/124 eesmärgist ega vahenditest, mis on neis direktiivides selle saavutamiseks sätestatud.

47. Esiteks ilmneb see eesmärk direktiivi 2003/6 põhjendustest 2 ja 12, mis selgitavad, et siseringitehinguid, sh siseteabe kuritarvitamist ja turu manipuleerimist tõkestavate õigusaktide eesmärk on tagada ühenduse finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu, kuna see on majanduskasvu ja jõukuse suurendamise eeltingimuseks.

48. Nagu direktiivi 2003/6 põhjenduses 24 on väga selgelt välja toodud, on viivitamatu ja õiglane teabe avalikustamine vahend, mis on ette nähtud turu terviklikkuse parandamiseks; kui emitendid avalikustavad aga teavet valikuliselt, võib see vähendada investorite usaldust finantsturgude terviklikkuse vastu.

49. Euroopa Kohus kinnitas punktides 47 ja 48 väljatoodud eelkõige kohtuotsuses Spector Photo Group-Van Raemdonck,<sup>6</sup> kus ta sedastas, et direktiivi 2003/6 eesmärk on tagada ühenduse finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu, täpsustades, et see usaldus põhineb eelkõige asjaolul, et neid koheldakse võrdväärse ja kaitstakse siseteabe õigusvastase kasutamise eest.

50. Seoses sellega selgitas Euroopa Kohus lisaks, et siseteabe kuritarvitamise keelu eesmärk on vältida, et siseteavet valdav lepingupool saaks sellest kasu, kahjustades teisi lepingupooli, kes seda teavet ei valda,<sup>7</sup> ilma et tal oleks sama riisiko kui teistel, tänu tema kasuks töötavale informeerituse asümmeeriale.

51. Järelikult ei vastaks direktiivi 2003/6 eesmärgile ega oleks kooskõlas vahenditega, mille see direktiiv oma eesmärgi saavutamiseks sätestas ning mida on põhjalikumalt kirjeldatud käesoleva ettepaneku punktides 47 ja 48 ning mis toodi välja ka kohtuotsuses Spector Photo Group-Van Raemdonck, see, kui käesolevas kohtuasjas otsustatakse siseteabe mõiste sellise tõlgenduse kasuks, mis võimaldaks tulevikus ilmnevate ning aktsiate väärtust mõjutada võivate asjaoludega seotud siseteavet valdavatel isikutel see siseteave avalikustamata jätta.

52. Nimelt tõkestaks see finantsturgu mõjutada võiva teabe viivitamatut ja õiget avalikustamist ning seega ei oleks kaitstud ei finantsturgude terviklikkus ega investorite usaldus, kuna üldjuhul on siseteabe kuritarvitamisele, mille vaadeldavad õigusnormid keelavad, iseloomulik just see, et kasutatakse teavet tulevaste sündmuste kohta, mis võivad muuta aktsiakurssi.

53. Kuna direktiivide 2003/6 ja 2003/124 eesmärk on turu terviklikkuse ja investorite usalduse kaitse, tuleb investoritel võimaldada teha oma otsuseid, võttes ka sellest tuleneva vastutuse, olles eelnevalt kogu olulise ning börsil olevaid väärtpabereid mõjutada võiva teabe kätte saanud ja seda hinnanud.

54. Seega tuleb välistada siseteabe mõiste tõlgendus, mille tagajärjel – võttes arvesse selle mõiste tihedat seost siseringitehingute keeluga – laieneks selle teabe ring, mida ei avalikustata, ning väheneks direktiivides 2003/6 ja 2003/124 keelatud kuritarvituste arv.

55. Pealegi kinnitas seesama Euroopa väärtpaberituruse reguleerijate komitee (nn CESR<sup>8</sup>) oma 2007. aasta juuli suunistes direktiivi 2003/6 rakendamiseks<sup>9</sup> punktis 1.6, et kui teave puudutab mitmest etapist koosnevat protsessi, võib iga sellise etapiga seotud teavet lugeda täpseks siseteabeks (*if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature*), ning lisaks ka punktis 1.7, et selleks, et teavet saaks pidada täpseks, ei pea see olema ammendav (*In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise*).

56. Seega teen ma Euroopa Kohtule ettepaneku vastata esimesele eelotsuse küsimusele, et direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkti 1 ja direktiivi 2003/124 artikli 1 lõiget 1 tuleb tõlgendada nii, et teatava aja kestva ja mitmest vaheetapist koosneva protsessi puhul, mille tulemusel peab teatav asjaolu ilmnema või teatav sündmus toimuma (nn teatava aja kestev protsess), võib juhul, kui kõik ülejäänud eespool mainitud direktiivides nimetatud tingimused on täidetud, pidada täpseks teabeks, st siseteabeks ka teavet asjaolude kohta, mis on seotud juba toimunud vaheetappidega, mis on oodatava asjaolu ilmumise või oodatava sündmuse toimumisega seotud.

6 — 23. detsembri 2009. aasta otsus kohtuasjas C-45/08 (EKL 2009, lk I-12073, punktid 37, 47, 61 ja 62), mis omakorda võttis üle arutluskäigu, mis oli juba sõnastatud 10. mai 2007. aasta otsuses kohtuasjas C-391/04: Georgakis (EKL 2007, lk I-3741, punkt 38), ja 22. novembri 2005. aasta otsuses kohtuasjas C-384/02: Grøngaard-Bang (EKL 2005, lk I-9939, punktid 22 ja 33).

7 — Kohtuotsus Spector Photo Group-Van Raemdonck (punktid 47 ja 48).

8 — Alates 1. jaanuarist 2011 asendatud Euroopa Väärtpaberiturujärelevalvega.

9 — Tegemist on teise suuniste ja teabe seeriaga direktiivi ühise rakendamise kohta turule (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

## VI. Teine eelotsuse küsimus

57. Teise eelotsuse küsimusega soovib Bundesgerichtshof Euroopa Kohtult tegelikult vastust kahele omavahel tihedalt seotud küsimusele, paludes:

- a) esiteks selgitada, kas direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 kasutatav väljend „mõistliku eelduse kohaselt” nõuab, et tõenäosus oleks hinnangu kohaselt ülekaalukas või suur;
- b) teiseks selgitada, kas mõistliku eelduse kohaselt ilmnedavad võivad asjaolusid või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivad sündmused tuleb mõista nii, et tõenäosuse määr sõltub emitendile avalduva mõju ulatusest ja et juhul kui väärtpaperite hinnale võib avalduda märkimisväärne mõju, on piisav, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline.

58. Esimene punktis 57 esitatud kahest küsimusest on liikmesriigi kohtu menetluses oleva kohtuasja lahendamiseks oluline, kuna selle eesmärk on teha kindlaks, mis hetkest alates on sellise teatava aja kestva protsessi puhul, nagu käsitletakse käesolevas kohtuasjas, direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 kohaldamisel mõeldav, et sündmus, mille oodatavat toimumist avalikustamata jäänud teave puudutab, võib konkreetsel juhul toimuda.

59. Nimelt, kui nõuda, et sündmuse toimumise tõenäosus oleks suur (seisukoht, mida sisuliselt toetab Oberlandesgericht Stuttgart), oleks Schremppi plaanitava tagasiastumise pidanud avalikustama alles siis, kui selle oli heaks kiitnud äriühingu nõukogu, kes tegi sellise otsuse 28. juulil 2005, või hoopis 27. juulil 2005, kui tagasiastumise kiitis heaks presidiaalkomisjon, kes soovitas nõukogul hääletada 28. juulil 2005 Schremppi avalduse poolt.

60. Selle seisukoha järgi saaks Schremppi asendamist puudutavat teavet täpseks pidada alles pärast nende otsuste tegemist ning seega ei oleks Daimler AG pidanud kogu toimuvat sisemenetlust juba eelnevalt avalikustama.

61. Olukord oleks teistsugune, kui siseteabe tekkimiseks piisaks asjaoludest, mille tõttu oodatav sündmus pole enam ebatõenäoline, kuigi see on lahtine.

62. Nagu väidab eelotsusetaotluse esitanud kohus, oleks siseteave võinud sellisel juhul tekkida – kui võtta arvesse aktsiakursi märkimisväärset muutumist pärast Schremppi väljavahetamise avalikustamist – juba siis, kui Schrempp teatas 17. mail 2005 äriühingu nõukogule oma kavatsusest aasta lõpul tagasi astuda; selle tagajärg oleks, et selliseid aktsionäre nagu Geltl oleks pidanud toimuvast teavitama sel kuupäeval ning mõistliku eelduse kohaselt oleksid nad võõrandanud oma aktsiad kõrgema hinnaga kui konkreetsel juhul või võib-olla hoopis võõrandamata jätnud.

63. Pean kõigepealt ära märkima, et liikmesriigi kohtu kahtlused võivad tuleneda direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 saksa versiooni sõnastusest, mis nimetab seoses oodatavate asjaolude või sündmustega „piisava tõenäosuse” kriteeriumi („... *man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann*”), erinedes selles osas sama artikli teistest keeleversioonidest,<sup>10</sup> kus peamiselt kasutatakse „mõistliku eelduse” kriteeriumi.

10 — Vt eriti prantsuse („*on peut raisonnablement penser*”), inglise („*may reasonably be expected*”), itaalia („*si possa ragionevolmente ritenere*”), hispaania („*pueden darse razonablemente*”), hollandi („*waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen*”), malta („*b'mod raġjonevoli jiġi*”), rumeenia („*există motive raționale de a crede*”), eesti („*mõistliku eelduse kohaselt*”), soome („*kohtuudella olettaa toteutuvan*”), läti („*ir pamats uzskatīt*”), rootsi („*rimligtvis*”), poola („*uzasadniony przewidywać*”), slovaki („*odôvodnene predpokladat*”) ja portugali versioon („*razoavelmente previsíveis*”).

64. Lisaks olen ma seisukohal, et erinevalt liikmesriigi kohtu ja paljude teiste käesoleva kohtuasja raames märkusi esitanud isikute tõlgendusest ei peaks direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 tõlgendamisel keskenduma ainult „töenäosuse” kriteeriumile.

65. Nimelt ei saa väljakujunenud kohtupraktika kohaselt, nagu Eesti valitsus kohtuistungil ka õigustatult rõhutas, ühes keeleversioonis kasutatud liidu õigusnormi sõnastus olla selle sätte tõlgendamise ainuke alus ja sellele keeleversioonile ei saa tõlgendamisel anda eelist muude keeleversioonide ees, kuna niisugune lähenemine oleks vastuolus liidu õiguse ühetaolise kohaldamise nõudega.<sup>11</sup>

66. Eelotsuse küsimuse esimesele osale vastamiseks tuleb silmas pidada, et väljend, mida käesolevas kohtuvaidluses tõlgendada tuleb, asub direktiivides, mis reguleerivad sisetabe käitlemist ja avalikustamist.

67. Sellest järeldub, et väljendit „mõistlik” tuleb käsitada seoses kõigi muude teguritega, mis lubavad teavet sisetabeks pidada.

68. Esiteks tuleb võtta arvesse, et direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikest 1 lähtudes asub vaadeldav väljend kontekstis, kus sätestatakse, et teave on täpne, kui korraga on täidetud kaks järgmist tingimust:

- a) kui teave viitab ilmnenule või mõistliku eelduse kohaselt ilmneva võivatele asjaoludele või toimunud või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivale sündmusele;
- b) kui see on sedavõrd üksikasjalik, et võimaldab teha järeldusi mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele.

69. Niisiis, kuigi väljend „mõistliku eelduse kohaselt” on direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 sätestatud esimeses nõudes (käesoleva ettepaneku punkti 68 alapunkt a), tuleb seda hinnata koos direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 sätestatud teise nõudega – kuigi ta jääb sellest loogiliselt eraldiseisvaks –, mitte sellest sõltumatult, st võttes arvesse võimalust, et teabe piisava täpsuse korral saab sellest teha järeldusi asjaolude kogumi või sündmuse mõju kohta asjassepuutuvate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile (käesoleva ettepaneku punkti 68 alapunkt b).

70. Kumbki neist kahest nõudest võib konkreetsel juhul omandada suurema väärtuse kui teine, nimelt olukorras, kus osutub vajalikuks nende tasakaalustamine, tingimusel, et kumbki neist ei jääks täielikult täitmata, seega peab väljendi „mõistliku eelduse kohaselt” puhul olema vähemalt tõenäoline, et kõnealune asjaolu ilmneb või sündmus toimub, ning teave peab olema teataval minimaalsel täpsusastmel, et seda saaks pidada täpseks teabeks.

71. Lisaks tuleb sellisel juhul nagu käesolevas kohtuasjas mõistliku eelduse mõiste määratlemisel<sup>12</sup> võtta aluseks nn mõistlik investor (keda mainitakse sõnaselgelt direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 2), st investor, kes hindab oodatavate asjaolude ilmnenemise või sündmuste toimumisega seotud teavet objektiivse mõistlikkuskriteeriumi alusel, mitte üksnes spekulatiivsel eesmärgil.

11 — Vt seoses sellega 25. märtsi 2010. aasta otsus kohtuasjas C-451/08: Helmut Müller (EKL 2010, lk I-2673, punkt 38) ja 3. märtsi 2011. aasta otsus kohtuasjas C-41/09: komisjon vs. Madalmaad (EKL 2011, lk I-831, punkt 44).

12 — Koos sellega, mis sellest käesoleva ettepaneku punktides 68–70 esitatud põhjustel järeldub selle kohta, kas teavet saab pidada täpseks.

72. Võttes arvesse eespool esitatud kaalutlusi tiheda seose<sup>13</sup> kohta, mis direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 sätestatud kahe nõude vahel eksisteerib,<sup>14</sup> ja tähenduse kohta, milles seal mõistliku investori mõistet kasutatakse, tuleb asuda seisukohale, et täpne teave on olemas ning asjassepuutuv mõistlikkuse tingimus järelikult täidetud siis, kui see teave võib investorile teatavaks saamise korral mõjutada otsustamisprotsessi, investor leiab, et see näitab sündmuse toimumise või asjaolude kogumi ilmnemise tõenäosust,<sup>15</sup> ja teave on piisavalt konkreetne, et teha sellest järeldusi vaadeldavate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile avaldatava võimaliku mõju kohta.

73. Direktiiv 2003/124 sätestab kõigest miinimumtingimused, mille puudumisel ei saa teavet pidada täpseks, ega nõua väljendi „mõistliku eelduse kohaselt” tõlgendamisel asjaolu *de qua* ilmnemise suurt tõenäosust ega seda, et teave oleks nii täpne, et sellest saaks teha kindlaid või peaaegu kindlaid järeldusi võimaliku mõju kohta vaadeldavate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile.<sup>16</sup>

74. Nagu nähtub direktiivi 2003/124 põhjendusest 1, tugineb kõnealune investor oma investeerimisotsustes teabele, mis on juba tema käsutuses, ehk eelnevalt kättesaadavale teabele ning võtab arvesse teabe eeldatavat mõju, pidades silmas asjakohase emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis tõenäoliselt mõjutavad teataval asjaoludel asjakohast finantsinstrumenti või sellega seotud tuletisinstrumenti.<sup>17</sup>

75. Seejärel selgitab direktiivi 2003/124 põhjendus 2, et selle eelduse õigsuse kindlakstegemiseks, et eelnevalt kättesaadav teave oli hinnatundlik, võib kasutada ka tagantjärele kättesaadavat teavet.

76. Teabe eelnev hindamine täidab tähtsat funktsiooni nii investorite jaoks, kuna see seab nad formaalselt võrdsele alusele, kui ka sisingitehingute endi tegijate jaoks, kuna nii tekib neil võimalus oma tegevust suunata ning turul paremini ja õiguspäraselt tegutseda, sest nad saavad keelatud tegevuse sisu eelnevalt teada ning neil on võimalik sellega seotud sanktsioone vältida,<sup>18</sup> tagantjärele hindamisel on teine roll, kuna see aitab üksnes eelneva hinnangu õigsust kinnitada või ümber lükata.

77. Teavet hindavad ettevõtjad igal üksikjuhul eraldi (näiteks rõhutas Eesti valitsus kohtuistungil, et oluliseks võib osutada ka asjassepuutuva turu suurus) ning on kindlasti võimatu määrata kindlaks mõistliku investori ja mõistlikkuse kontseptsiooni, mis kehtiks igas võimalikus olukorras.

13 — Selline seos kajastab asjaolu, et mõistlik investor peab tegurite hulgas, mida ta peab oma investeerimisotsuste langetamisel arvestama, vältimatult iseäranis silmas just võimalust teha järeldusi selliste asjaolude ja sündmuste mõju kohta finantsinstrumentide kursile.

14 — Nimetatud käesoleva ettepaneku punktis 68.

15 — Nii võetakse kasutusele kriteerium, mis on väga sarnane Ameerika Ühendriikide õigusteoorias ja kohtupraktikas välja töötatud nn *total mix*'i kriteeriumile, ainsa põhjalikuma erinevusega, et asjassepuutuv teave võib puudutada ka ainult üht neist teguritest, mis võivad investorit mõjutada.

Supreme Court of the United States'i (kes käsitles seda küsimust 1976. aastal kohtuasjas *TSC Industries, Inc. vs. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 1976) praktika kohaselt on teave sisetabena käsitatav ning seega *material*, st eelist andev teave siis, kui on märkimisväärselt tõenäoline, et kui sellest teada saadakse, peaks mõistlik investor seda teguriks, mis on tema käsutuses oleva teabe tervikut (*total mix*) märgatavalt mõjutanud (*there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available*).

16 — Niisiis ei ole teave täpne, kui sündmust on mõistlikkuse kriteeriumi alusel põhjust pidada võimatuks või ebatõenäoliseks ja puudub selle toimumise mõistlik eeldatavus *de qua*, kuna teave on jäänud näiteks pelgalt kuulujuttude tasemele või on nii ebatäpne, et see takistab tegemast järeldusi võimaliku mõju kohta vaadeldavate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile.

17 — Näiteks Eesti valitsus mainis kohtuistungil õiguslikku tausta, kaubandustavasid ja kohalike (pidades käesoleval juhul silmas Saksa turgu) investorite käitumist.

18 — Võttes arvesse arutluskäiku, mille Daimler AG kohtuistungil esitas ning mis puudutas riske, mis võivad sisetabe mõiste liiga laia tõlgenduse kasutuselevõtmisel kriminaalõiguslikus kontekstis tekkida, tuleb käesolevat kohtuasja puudutavas osas rõhutada, et just teabe eelneva hindamise süsteem on see, mis tagab nende mõistete piisava määratletuse, mida käsitletakse kõnealustes direktiivides ning sedakaudu ka liikmesriikide karistusõiguse nendes normides, mis peaksid direktiividele tuginema. Tuleb ka rõhutada, et direktiivi 2003/6 artikli 14 kohaselt on liikmesriikidel õigus, mitte kohustus rakendada kriminaalsanktsioone, kuna nad on üksnes kohustatud tagama, et selle direktiivi rakendussätete eiramisel võib sellise eiramise eest vastutavate isikute suhtes võtta asjakohaseid haldusmeetmeid või rakendada haldussanktsioone. Sellel on tegelikult peamiselt tsiviilõiguslik eesmärk, niisiis kuuluvad võimalike kriminaalõigusnormide koostamise korraga seotud küsimused käesolevas asjas liikmesriikide pädevusse ning lahendatakse vastavalt nende riikide õiguskorrale.

78. Vaidluste korral peab kohus eespool kirjeldatud kriteeriumide alusel otsustama, kas teabe valdajad on oma avalikustamiskohustuse täitnud.

79. Seega tuleb tal küsida, kas mõistlik investor on eelnevalt kättesaadava teabe alusel<sup>19</sup> leidnud, et teave näitab seda, et sündmuse toimumine või asjaolude kompleksi ilmnemine on vähemalt tõenäoline, ning kas teave on piisavalt konkreetne, et teha sellest järeldusi võimaliku mõju kohta vaadeldavate finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile.

80. Liidu seadusandja kasutas teadlikult pigem mõistlikkuse kui tõenäosuse või võimalikkuse mõistet just kinnitamaks, et siseteabe tuvastamiseks ja selle eristamiseks muust teabest tuleb pöörata erilist tähelepanu iga konkreetse juhu kõigile asjaoludele.

81. Eriti ei ole selliste juhtumite lahendamisel nagu käesolevas kohtuasjas erinevalt sellest, nagu leidis osa menetluses osalenuid (näiteks komisjon), mingit kasu sellest, kui määrataks kindel protsentuaalne künnis, millest allpool ei saaks sündmuse toimumist enam mõistlikult eeldada.<sup>20</sup>

82. Tegelikult nõuavad direktiivid üksnes seda, et selleks, et teavet saaks pidada siseteabeks, peab see olema täpne, ning kasutavad teadlikult üldist mõistlikkuskriteeriumi, mille kohaldamisel ei tule lihtsalt sündmuse toimumise statistilise tõenäosuse protsente arvutada, vaid kasutada palju üksikasjalikumat ja keerulisemat hindamist.<sup>21</sup>

83. See hindamine põhineb sarnastel varasematel kogemustel ning selle eesmärk on teha kindlaks, kas sündmuse toimumine on üldiselt mõistlikult eeldatav ning kas seega oleks mõistlik investor selle toimumise võimalikkust kaalunud, pidades silmas teabe eeldatavat mõju, võttes arvesse asjassepuutuva emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis antud asjaoludel võiksid mõjutada seotud tuletisinstrumenti.

84. Daimler AG märkustes esitatud arutluskäik ei lükanud sellist järeldust ümber.

85. Eelkõige vaidlustab Daimler AG<sup>22</sup> kohtuotsuse Spector Photo Group-Van Raemdonck<sup>23</sup> tõlgenduse, mille esitas eelotsusetaotluse esitanud kohus ning mille kohaselt „võivad tururiskid olla siseringi kuuluva isiku jaoks väiksemad kui investori jaoks, kes veel üldse ei tea, et oodatakse teatavate asjaolude ilmnemist või sündmuste toimumist, ja et otsustusprotsess on käimas.”<sup>24</sup>

86. Daimler AG väidab, et kui eelotsusetaotluse esitanud kohus ei pidanud asjassepuutuva sündmuse toimumise suurt tõenäosust vajalikuks, ei kohaldanud ta eespool viidatud kohtuotsusest tulenevaid põhimõtteid õigesti, kuna tema arutluskäik ei põhinenud mitte mõistliku investori, vaid spekulatiivselt tegutseva investori teoreetilisel käitumisel, kuigi Daimler AG enda hinnangul kaitseb direktiiv 2003/6 mõistlikku investorit, muretsemata spekulatiivse tegevuse vältimise pärast.<sup>25</sup>

87. Seoses sellega väidab Daimler AG, et siseteavet valdavad isikud kalduvad käituma teisiti kui tavaline mõistlik investor, muu hulgas sellepärast, et nende tegevust mõjutavad teistsugused motiivid ja asjaolud; iseäranis võtavad sellised isikud võrreldes tavalise mõistliku investoriga puhtspekulatiivsetel eesmärkidel kergemini arvesse ka ebatõenäolisi sündmusi.

19 — Nagu on põhjalikumalt kirjeldatud käesoleva ettepaneku punktis 74.

20 — Nagu Eesti valitsus kohtuistungil märkis, ei jääks sellisel juhul konkreetsete juhtude asjaolude arvestamiseks vajalikku kaalutlusruumi.

21 — Eesti valitsus rõhutas kohtuistungil, et vaadeldavate direktiivide koostamisel eelistati teadlikult koostada paindlik õigustekst, määramata kindlaks kuigi rangeid protsendimäärasid ja hindamiskriteeriume.

22 — Daimler AG vastuse punkt 153.

23 — Viidatud 6. joonealuses märkuses.

24 — Vt eelotsusetaotluse punkt 20.

25 — Daimler AG vastuse punkt 154.

88. Selle mõttekäiguga ei saa nõustuda, kuna see põhineb Euroopa Kohtu praktika ja käsitletavate õigusnormide sellisel tõlgendamisel, mis ei vasta asjassepuutuvate direktiivide eesmärgile.

89. Nagu käesoleva ettepaneku punktis 49 juba välja toodi, selgitas kohtuotsus Spector Photo Group-Van Raemdonck,<sup>26</sup> et direktiivi 2003/6 eesmärk on tagada ühenduse finantsturgude terviklikkus ja suurendada investorite usaldust nende turgude vastu, mis põhineb eelkõige kindlustundel, et neid koheldakse võrdväärse ja kaitstakse selle eest, et siseteabe valdajad kasutaksid siseteavet õigusvastaselt nende kahjuks, kes seda ei valda.

90. Seega tahetakse kindlalt vältida olukorda, kus siseteabe valdaja, kes on teiste turul tegutsevate ettevõtjatega võrreldes eeliseisus, saaks kasu majandustegevusest, kasutades ära teavet *de qua*, ilma et tal oleks sama riisiko kui teistel potentsiaalsetel investoritel.<sup>27</sup>

91. Sellest järeldub, et erinevalt Daimler AG väidetust ei ole siseteavet valdavate puhtspekulatiivseid investeeringuid eelistada võivate investorite ja siseteavet valdavate mõistlike investorite hüpoteetilistel psühholoogilistel erinevustel ja erineval käitumisel tähtsust, kuna olenemata kõigist nendevahelistest erinevustest, peavad nad olema finantsturgude terviklikkuse kaitse ja investorite usalduse suurendamise huvides absoluutselt võrdväärsed.

92. Niisiis keelavad vaadeldavad direktiivid siseteabe kuritarvitamise; keelu eesmärk on kaitsta finantsturgude terviklikkust ja suurendada investorite usaldust ning selle eesmärgi saavutamise huvides ei tohi lubada tõlgendada mõistet „mõistlikkus” kui suurt tõenäosust, mis konkreetsel juhul lubaks jätta avalikustamata teabe, mis sageli puudutab edaspidiste sündmuste kujunemist, mis võivad mõjutada aktsiakursi, soodustades nii ülimalt spekulatiivseid siseringitehinguid.

93. Samuti ei saa arvesse võtta kirjeldatud *information overload*<sup>28</sup> ohtu, mis tekiks, kui kapitaliturg ujutataks siseteabe mõiste liiga laia tõlgenduse kasutuselevõtmise tõttu üle nii suure koguse ebakindla teabega, et see eksitaks turul tegutsevaid ettevõtjaid.

94. Direktiividega 2003/6 ja 2003/124 loodud süsteem püüab tegelikult just võimaldada kõigil investoritel teha oma otsuseid, võttes endale sellest tuleneva vastutuse ning võimalik, et isegi vigu tehes, olles eelnevalt saanud kogu asjassepuutuva ning börsil olevaid väärtipabereid mõjutada võiva teabe ja seda hinnanud; sellest tulenevalt tuleb kahtluste korral eelistada kõnealuste direktiivide niisugust tõlgendust, mis pigem laiendab kui kitsendab avalikustamisele kuuluva teabe hulka.

95. Seega soovitan Euroopa Kohtul vastata teise eelotsuse küsimuse esimesele osale nii, et:

- direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 kasutatav väljend „mõistliku eelduse kohaselt” ei nõua, et kõnealuse sündmuse toimumise või asjaolude ilmnemise tõenäosus oleks ülekaalukas või suur;
- direktiividega 2003/6 ja 2003/124 kehtestatud süsteem nõuab üksnes seda, et olukorras, kus kumbki direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 nimetatud kahest tegurist täielikult ei puudu, peab olema tegemist täpse teabega vastavalt eelnevale hindamisele, milles võetakse arvesse teabe eeldatavat mõju, pidades silmas asjassepuutuva emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis tõenäoliselt mõjutavad teatavatel asjaoludel asjakohase finantsinstrumendi või sellega seotud tuletisinstrumendi kurssi.

26 — Viidatud 6. joonealuses märkuses (punkt 47).

27 — Käesoleva ettepaneku punkt 50.

28 — Vt Daimler AG vastuse punkt 168.

96. Eelotsusetaotluse esitanud kohus küsis oma teise küsimuse teises osas ka täpsemalt, kas mõistliku eelduse kohaselt ilmnedavad asjaolusid või mõistliku eelduse kohaselt toimuda võivad sündmused tuleb mõista nii, et tõenäosuse määr sõltub emitendile avalduva mõju ulatusest ja juhul kui väärtpaberite hinnale võib avalduda märkimisväärne mõju, piisab sellest, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline.

97. Sellele küsimusele vastates tuleb silmas pidada asjaolu, et direktiivi 2003/6 artikli 1 lõike 1 punkt 1 sätestab, et teave on siseteave, kui lisaks sellele, et ta on seotud ühe või mitme finantsinstrumentide emitendiga, on täidetud kolm tingimust:

- a) teave on täpne;
- b) teave on avaldamata;
- c) teave võib märkimisväärselt mõjutada asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinda.

98. Jättes kõrvale avaldamatuse tingimuse, mida käesolevas kohtuasjas ei käsitleta, moodustavad täpsus ning võimalus, et teave mõjutab märkimisväärselt asjassepuutuvate finantsinstrumentide hinda, kaks põhitegurit, millel siseteabe mõiste põhineb;<sup>29</sup> esimene neist (käesoleva ettepaneku punkti 97 alapunkt a) puudutab olemuslikku omadust, mis peab täpselt peetaval teabel olema ning mis on sätestatud direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1,<sup>30</sup> teine (käesoleva ettepaneku punkti 97 alapunkt c) on seotud teabe välismõjuga, st teabe potentsiaalse mõjuga, ning seda käsitletakse direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 2.

99. Nende kahe teguri esinemist ja omavahelist suhet vaadeldaksegi seoses sellega, kas teave on siseteave.<sup>31</sup>

100. Kohus, kellele vaidlus lahendamiseks esitatakse, ei tohi olenevalt olukorrast peatuda ainult ühe tingimuse juures, milleks oleks olenevalt juhtumist kas teabe täpsus või potentsiaalne mõju, jättes teise teguri esinemise kontrollimise täiesti kõrvale, vaid ta peab tegema kindlaks, kas teave on siseteave, hinnates ammendavalt kõiki tema käsutuses olevaid andmeid.

101. Kuigi need tegurid on välja toodud loogiliselt eraldiseisvana, tuleb neid vaadelda tervikuna, mistõttu võib üks kahest nimetatud eeldusest konkreetsel juhul omandada suurema osakaalu kui teine,<sup>32</sup> tingimusel, et teine nõue ei jääks üldse täitmata ning et teave oleks seega sellisel tasemel, et seda võib täpsuse ja potentsiaalse mõju tasakaalu hinnates pidada siseteabeks.

102. Nagu öeldud, ei nõua direktiivid 2003/6 ja 2003/124 käesolevat kohtuasja puudutavas osas tegelikult ei asjaolu *de qua* ilmumise suurt tõenäosust ega tegelikku mõju väärtpaberite kursile.

29 — Nagu ilmneb direktiivi 2003/124 põhjendusest 3, mis sätestab, et turuosaliste õiguskindlust tuleks suurendada, määrates täpsemalt kindlaks kaks siseteabe määratluses sisalduvat tähtsat tegurit, nimelt selle teabe täpse laadi ja finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide hindadele avalduva võimaliku mõju olulisuse.

30 — Direktiivi 2003/124 artikli 1 lõike 1 kohaselt on teave täpne:a) kui see viitab ilmnenule asjaoludele (või toimunud sündmusele) või mõistliku eelduse kohaselt ilmnedavatele asjaoludele (või toimuda võivale sündmusele);b) kui see on sedavõrd täpne, et saab teha järeldusi mõju kohta, mida need asjaolud võivad või see sündmus võib avaldada finantsinstrumentide või nendega seotud tuletisinstrumentide kursile.

31 — Nagu toodi välja käesoleva ettepaneku punktis 98.

32 — Tuleb rõhutada, et kohtuistungil arutati mõju, mida on ühenduse õigusnormidele avaldanud Ameerika Ühendriikide kohtupraktika (eriti Supreme Court of the United States'i otsus kohtuasjas *Basic Inc. vs. Levinson*, 485 US, 224, 1988), mis hindab mõistliku investori käitumist nn *probability/magnitude*'i (ehk tõenäosuse ja mõju) kriteeriumi alusel, mille kohaselt hinnatakse teabe tähtsust, kaaludes sündmuse toimumise tõenäosust (*probability*) ja selle sündmuse oodatavat mõju (*magnitude*), pidades silmas kogu äriühingu tegevust (*will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity*).

Selline kohtupraktika võib olla mõjutanud mõistliku investori mõiste kasutuselevõttu ja direktiivi 2003/124 põhjenduse 1 sõnastust, mille kohaselt mõistlik investor tugineb oma investeerimisotsustes teabele, mis on juba tema käsutuses, ehk eelnevalt kättesaadavale teabele, võttes isearanis arvesse „asjakohase emitendi kogu tegevust” – viimane väljend on selge viide USA kohtute eespool kirjeldatud arutluskäigule (*in light of the totality of the company activity*).

103. Täpsemal tuleb kohtuotsuse Spector Photo Group-Van Raemdonck<sup>33</sup> kohaselt direktiivi 2003/6 eesmärke silmas pidades hinnata võimet hinda märkimisväärselt mõjutada eelkõige kõnealusel teabest ja selle kontekstist lähtudes; seetõttu ei ole selleks, et tuvastada, kas teave on siseteave, vaja kontrollida, kas teabe avaldamine mõjutab konkreetsel juhul oluliselt finantsinstrumentide hinda.

104. Niisiis piirduvad vaadeldavad õigusnormid miinimumtingimuste sätestamisega, mille täitmata jätmisel ei saa teavet siseteabeks pidada.

105. Põhikohtuasjas käsitletavate asjaolude puhul võib see juhtuda siis, kui tuvastatakse, et sündmuse toimumist tuleb mõistlikkuse kriteeriumi alusel pidada võimatuks või ebatõenäoliseks, nii et teabel puudub vajalik täpsus (mis jätkaks täitmata esimese tingimuse), või tuleks välistada selle potentsiaalne võime mõjutada hindu (millega jääks täitmata teine tingimus).

106. Sellest järeldub, et juhul kui teave võib avaldada väärtpaberite hinnale märkimisväärset mõju, on piisav, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline.

107. Kõnealusel hindamises on emitenti mõjutavate tagajärgede ulatus<sup>34</sup> oluline, kuna see kuulub eelnevalt kättesaadava teabe hulka, võttes arvesse, et mõistlik investor tugineb oma otsustes teabe eeldatavale mõjule, pidades silmas asjakohase emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis tõenäoliselt mõjutavad teatavatel asjaoludel asjakohast finantsinstrumenti või sellega seotud tuletisinstrumenti.

108. Igal juhul võib selle eelduse õigsuse kindlakstegemiseks, et eelnevalt kättesaadav teave oli hinnatundlik, kasutada ka tagantjärele kättesaadavat teavet.<sup>35</sup>

109. Seega soovitan Euroopa Kohtul vastata teise eelotsuse küsimuse teisele osale nii, et:

- juhul kui teave võib avaldada väärtpaberite hinnale märkimisväärset mõju, on piisav, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline;
- emitenti mõjutavad tagajärjed on olulised, kuna selline teave kuulub eelnevalt kättesaadava teabe hulka, samas kui tagantjärele kättesaadavat teavet võib kasutada selle eelduse õigsuse kindlakstegemiseks, et eelnevalt kättesaadav teave oli hinnatundlik.

## VII. Ettepanek

110. Esitatud põhjendustest lähtudes teen seega Euroopa Kohtule ettepaneku vastata Bundesgerichtshofi küsimustele järgmiselt:

1. Euroopa Parlamendi ja nõukogu 28. jaanuari 2003. aasta direktiivi 2003/6/EÜ siseriingitehingute ja turuga manipuleerimise (turu kuritarvitamise) kohta artikli 1 lõike 1 punkti 1 ja komisjoni 22. detsembri 2003. aasta direktiivi 2003/124/EÜ, millega rakendatakse Euroopa Parlamendi ja nõukogu direktiivi 2003/6/EÜ seoses siseteabe määratluse ja avalikustamisega ning turuga manipuleerimise määratlusega, artikli 1 lõiget 1 tuleb tõlgendada nii, et teatava aja kestva ja mitmest vaheetapist koosneva protsessi puhul, mille tulemusel peab teatav asjaolu ilmema või teatav sündmus toimuma (nn teatava aja kestev protsess), võib juhul, kui kõik ülejäänud eespool mainitud direktiivides nimetatud tingimused on täidetud, pidada täpselt teabeks, st siseteabeks ka teavet asjaolude kohta, mis on seotud juba toimunud vaheetappidega, mis on oodatava asjaolu ilmumise või oodatava sündmuse toimumisega seotud.

33 — Viidatud 6. joonealusel märkuses (punkt 69).

34 — Direktiivi 2003/124 põhjendus 1 nimetab sõnaselgelt teabe eeldatavat mõju, pidades silmas asjakohase emitendi kogu tegevust.

35 — Nagu nähtub direktiivi 2003/124 põhjendusest 2.

2. a) Direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 kasutatav väljend „mõistliku eelduse kohaselt” ei nõua, et kõnealuse sündmuse toimumise või asjaolude ilmumise tõenäosus oleks ülekaalukas või suur;
- b) direktiividega 2003/6 ja 2003/124 kehtestatud süsteem nõuab üksnes seda, et kui kumbki direktiivi 2003/124 artikli 1 lõikes 1 nimetatud kahest tegurist täielikult ei puudu, siis on tegemist täpse teabega vastavalt eelnevale hindamisele, milles võetakse arvesse teabe eeldatavat mõju, pidades silmas asjassepuutuva emitendi kogu tegevust, teabeallika usaldusväärsust ja muid turgu iseloomustavaid muutujaid, mis tõenäoliselt mõjutavad teatavatel asjaoludel asjakohast finantsinstrumenti või sellega seotud tuletisinstrumenti;
- c) juhul kui teave võib avaldada väärtpaberite hinnale märkimisväärset mõju, on piisav, kui oodatava asjaolu ilmumine või oodatava sündmuse toimumine on lahtine, kuid mitte ebatõenäoline;
- d) emitenti mõjutavad tagajärjed on olulised, kuna selline teave kuulub eelnevalt kättesaadava teabe hulka, samas kui tagantjärele kättesaadavat teavet võib kasutada selle eelduse õigsuse kindlakstegemiseks, et eelnevalt kättesaadav teave oli hinnatundlik.