



Oikeustapauskokoelma

UNIONIN TUOMIOISTUIMEN TUOMIO (toinen jaosto)

28 päivänä kesäkuuta 2012*

Direktiivit 2003/6/EY ja 2003/124/EY — Sisäpiiritieto — Luonteeltaan täsmällisen tiedon käsite — Pitkäkestoisen menettelyn välivaiheet — Viittaus olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan — Ilmaisun ”voidaan kohtuudella olettaa” tulkinta — Yhtiön johtohenkilön vaihtumista koskevien tietojen julkistaminen

Asiassa C-19/11,

jossa on kyse SEUT 267 artiklaan perustuvasta ennakkoratkaisupyynnöstä, jonka Bundesgerichtshof (Saksa) on esittänyt 22.11.2010 tekemällään päätöksellä, joka on saapunut unionin tuomioistuimeen 14.1.2011, saadakseen ennakkoratkaisun asiassa

Markus Geltl

vastaaan

Daimler AG,

Lothar Meier ym:iden

osallistuessa asian käsittelyyn,

UNIONIN TUOMIOISTUIN (toinen jaosto),

toimien kokoonpanossa: jaoston puheenjohtaja J. N. Cunha Rodrigues sekä tuomarit U. Löhmus (esittelevä tuomari), A. Rosas, A. Ó Caoimh ja C. G. Fernlund,

julkisasiamies: P. Mengozzi,

kirjaaja: hallintovirkamies A. Impellizzeri,

ottaen huomioon kirjallisessa käsittelyssä ja 2.2.2012 pidetyssä istunnossa esitetyn,

ottaen huomioon huomautukset, jotka sille ovat esittäneet

- Markus Geltl, edustajanaan Rechtsanwalt R. Lindner,
- Daimler AG, edustajinaan Rechtsanwalt M. Sustmann ja Rechtsanwalt R. Schmidt-Bendum,
- Lothar Meier, edustajanaan Rechtsanwalt H. Schmidt,
- E. Endruweit ym., edustajinaan R. Lindner,

* Oikeudenkäyntikieli: saksa.

- Belgian hallitus, asiamiehinään M. Jacobs ja J.-C. Halleux,
- Tšekin hallitus, asiamiehinään M. Smolek ja D. Hadroušek,
- Viron hallitus, asiamiehenään M. Linntam,
- Italian hallitus, asiamiehenään G. Palmieri, avustajanaan avvocato dello Stato M. Russo,
- Portugalin hallitus, asiamiehinään L. Inez Fernandes ja F. Matias Santos,
- Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus, asiamiehenään S. Hathaway, avustajanaan barrister A. Henshaw,
- Euroopan komissio, asiamiehinään G. Braun ja R. Vasileva,

kuultuaan julkisasiamiehen 21.3.2012 pidetyssä istunnossa esittämän ratkaisuehdotuksen,
on antanut seuraavan

tuomion

- 1 Ennakkoratkaisupyyntö koskee sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY (EUVL L 96, s. 16) 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdan ja direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta 22.12.2003 annetun komission direktiivin 2003/124/EY (EUVL L 339, s. 70) 1 artiklan 1 kohdan tulkintaa.
- 2 Tämä pyyntö on esitetty asiassa, jossa asianosaisina ovat Markus Geltl ja Daimler AG (jäljempänä Daimler) ja jossa on kyse vahingosta, jota Geltl väittää hänelle aiheutuneen siitä syystä, että kyseisen yhtiön väitetään julkistaneen myöhässä tiedot, jotka koskevat sen hallituksen puheenjohtajan ennen aikaista eroamista.

Asiaa koskevat oikeussäännöt

Unionin oikeus

Direktiivi 2003/6

- 3 Direktiivin 2003/6 johdanto-osan 2, 12, 16 ja 24 perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”(2) Yhdentyneet ja tehokkaat rahoitusmarkkinat edellyttävät, että markkinat ovat luotettavat. Arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus markkinoihin ovat taloudellisen kasvun ja vaurauden ennakkoehtoja. Markkinoiden väärinkäyttö vahingoittaa rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja yleistä luottamusta arvopapereihin ja johdannaisiin.

— —

(12) Markkinoiden väärinkäyttö muodostuu sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista. Sisäpiirikauppoja koskevan lainsäädännön tavoite on sama kuin markkinoiden manipulointia koskevan lainsäädännön: varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin. — —

— —

(16) Sisäpiiritietoa on julkistamaton ja luonteeltaan täsmällinen tieto, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijaan tai yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen. Tietoa, jolla voisi olla huomattava vaikutus säänneltyjen markkinoiden hintojen kehitykseen ja muodostumiseen, voidaan pitää tietona, joka epäsuorasti liittyy yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan tai yhteen tai useampaan niihin liittyvään rahoitusjohdannaiseen.

--

(24) Tietojen viivytyksetön ja tasapuolinen julkistaminen vahvistaa markkinoiden luotettavuutta. Jos sitä vastoin liikkeeseenlaskijat ilmaisevat tietoja valikoivasti, se voi johtaa siihen, että sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoiden luotettavuuteen heikkenee. --”

4 Kyseisen direktiivin 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdan ensimmäisen alakohdan mukaan ”sisäpiiritiedolla” tarkoitetaan ”luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan”.

5 Mainitun direktiivin 2 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Jäsenvaltioiden on kiellettävä toisessa alakohdassa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiiritietoa, käyttämästä kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla tai yrittämällä hankkia tai luovuttaa omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joita kyseinen tieto koskee.

Ensimmäistä alakohtaa sovelletaan kaikkiin henkilöihin, joilla on hallussaan kyseinen tieto:

- a) liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella; tai
- b) liikkeeseenlaskijan pääomaan osallisuutensa perusteella; tai
- c) työhönsä, ammattiinsa tai tehtäviinsä liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella; taikka
- d) rikollisen toiminnan kautta hankittuna.

2. Jos 1 kohdassa tarkoitettu henkilö on oikeushenkilö, kyseisessä kohdassa säädetty kielto koskee myös niitä luonnollisia henkilöitä, jotka osallistuvat päätökseen toteuttaa kyseinen kauppa kyseisen oikeushenkilön lukuun.

3. Tätä artiklaa ei sovelleta liiketoimiin, jotka on tehty eräänntyneen rahoitusvälineiden hankinta- tai luovutusvelvoitteen täyttämiseksi, kun tämä velvoite johtuu sopimuksesta, joka tehtiin ennen kuin asianomaisella oli sisäpiiritietoa hallussaan.”

6 Saman direktiivin 6 artiklan 1 ja 2 kohdassa säädetään seuraavaa:

”1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat julkistavat kyseisiä liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskevan sisäpiiritiedon mahdollisimman nopeasti.

--

2. Liikkeeseenlaskija voi omalla vastuullaan lykätä 1 kohdassa tarkoitetun sisäpiiritiedon julkistamista ollakseen vaarantamatta oikeutettuja etujaan, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei todennäköisesti johda yleisöä harhaan ja liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellisena. Jäsenvaltiot voivat vaatia, että liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle päätöksestä lykätä sisäpiiritiedon julkistamista.”

Direktiivi 2003/124

- 7 Direktiivin 2003/124 johdanto-osan ensimmäisessä ja kolmannessa perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”(1) Järkevästi toimivat sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä käytettävissään olevien tietojen eli ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen perusteella. Näin ollen arvioitaessa, onko todennäköistä, että järkevästi toimiva sijoittaja ottaisi tietyn tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään, lähtökohdaksi olisi aina otettava ennen päätöksentekoa saatavilla olevat tiedot. Tämänkaltaisessa arvioinnissa on otettava huomioon tietojen odotettavissa olevat vaikutukset, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuus ja kaikki muut markkinatekijät, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään johdannaissopimukseen.

--

(3) Oikeusvarmuutta olisi markkinatoimijoiden kannalta parannettava määrittelemällä tarkemmin sisäpiiritiedon määritelmään kuuluvista olennaisista osatekijöistä kaksi, jotka ovat sisäpiiritiedon täsmällisyys ja sen mahdollinen huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaissopimusten hintaan.”

- 8 Saman direktiivin 1 artiklassa, jonka otsikko on ”Sisäpiiritieto”, säädetään seuraavaa:

”1. Sovellettaessa direktiivin 2003/6/EY 1 artiklan 1 kohtaa tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ja jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten [rahoitussopimusten] hintaan.

2. Sovellettaessa direktiivin 2003/6/EY 1 artiklan 1 kohtaa ’tiedolla, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaissopimusten hintaan’ tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.”

- 9 Mainitun direktiivin 3 artiklan 1 kohdassa on luettelo, joka ei ole tyhjentävä, seikoista, joihin direktiivin 2003/6/6 artiklan 2 kohdassa tarkoitettujen liikkeeseenlaskijan oikeudet edut voivat liittyä ja joita ovat käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun, sekä liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemät päätökset tai sopimukset, joiden voimaantulo edellyttää liikkeeseenlaskijan muun elimen hyväksyntää, silloin kun liikkeeseenlaskijan organisaatiossa edellytetään näiden elinten erottamista.

Saksan oikeus

- 10 Arvopaperikauppain (Gesetz über den Wertpapierhandel) 9.9.1998 voimassa olleen version (BGBl. 1998 I, s. 2708), sellaisena kuin se on muutettuna sijoittajien suojan parantamisesta 28.10.2004 annetulla lailla (Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes; BGBl. 2004 I, s. 2630; jäljempänä WpHG), 13 §:n 1 momentissa säädetään seuraavaa:

”Sisäpiiritieto on konkreettista tietoa julkistamattomista seikoista, jotka liittyvät yhteen tai useampaan sisäpiiri-arvopapereiden liikkeeseenlaskijaan tai sisäpiiri-arvopapereihin itseensä ja joilla, jos ne julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus sisäpiiri-arvopapereiden pörssi- tai

markkinahintaan. Tiedolla on todennäköisesti tällainen vaikutus, jos järkevästi toimiva sijoittaja ottaisi sen huomioon tehdessään sijoituspäätöstä. Ensimmäisessä virkkeessä tarkoitettuina seikkoina pidetään myös seikkoja, joiden voidaan riittävällä todennäköisyydellä olettaa toteutuvan. – –”

- 11 Direktiivin 2003/6 6 artiklan 1 ja 2 kohta saatettiin osaksi Saksan oikeusjärjestystä WpHG:n 15 §:n 1 ja 3 momentilla. Viimeksi mainitun pykälän 6 momentin mukaan liikkeeseenlaskijan, joka ei noudata saman pykälän 1–4 momentin mukaisia velvollisuuksiaan, on korvattava tästä toiselle aiheutunut vahinko muun muassa WpHG:n 37 b artiklassa säädetyin edellytyksin.

Pääasia ja ennakkoratkaisukysymykset

- 12 Ennakkoratkaisupyynnöstä ilmenee, että 6.4.2005 pidetyn Daimlerin yhtiökokouksen jälkeen Schrempp, joka oli Daimlerin hallituksen puheenjohtaja, alkoi yhä enemmän ja enemmän pohtia tehtävistään luopumista jo ennen toimikautensa päättymistä vuonna 2008. Hän keskusteli 17.5.2005 aikomuksistaan Daimlerin hallintoneuvoston puheenjohtajan Kopperin kanssa. Schremppin erosuunnitelmasta ilmoitettiin 1.6.–27.7.2005 myös muille hallintoneuvoston ja johtoryhmän jäsenille.
- 13 Daimler alkoi 10.7.2005 valmistella lehdistötiedotetta, ulkoista lausuntoa ja sen työntekijöille suunnattua kirjettä.
- 14 Kutsut 27.7.2005 pidettävään Daimlerin hallintoneuvoston puheenjohtajiston (jäljempänä puheenjohtajisto) kokoukseen ja 28.7.2005 pidettävään hallintoneuvoston kokoukseen esitettiin 13.7.2005, mutta kutsuissa ei ollut mainintaa hallituksen puheenjohtajan mahdollisesta vaihtumisesta.
- 15 Schrempp ja Kopper sopivat 18.7.2005, että 28.7.2005 pidettävässä hallintoneuvoston kokouksessa esitettäisiin Schremppin enenaikaista eroamista ja Zetschen nimittämistä hänen seuraajakseen.
- 16 Puheenjohtajisto päätti kokouksessaan, joka alkoi 27.7.2005 kello 17, että se ehdottaisi hallintoneuvostolle seuraavana päivänä pidettävässä kokouksessa, että kyseinen eroaminen ja nimitys hyväksyttäisiin.
- 17 Daimlerin hallintoneuvosto päätti 28.7.2005 noin kello 9.50, että Schrempp eroaa tehtävästään vuoden lopussa ja että hänen seuraajakseen tulee Zetsche.
- 18 Kyseinen päätös toimitettiin pörssien ja Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsichtin (rahoituspalvelujen valvonnasta vastaava liittovaltion virasto) johtoelimille, ja se julkaistiin Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizitätin (saksalainen ad hoc -julkaisuyhtiö) ilmoitustietokannassa.
- 19 Kyseisen julkistamisen jälkeen Daimlerin osakekurssi, joka oli jo noussut samana aamuna julkistettujen vuoden 2005 toisen neljänneksen tulosten johdosta, nousi merkittävästi.
- 20 Geltl ja useat muut sijoittajat olivat myyneet Daimlerin osakkeita ennen mainitun päätöksen julkistamista. He nostivat kyseistä yhtiötä vastaan kanteen Landgericht Stuttgartissa ja vaativat vahingonkorvauksia vetoamalla siihen, että kyseinen julkistaminen tehtiin myöhässä. Landgericht Stuttgart pyysi Oberlandesgericht Stuttgartia ratkaisemaan useita näihin oikeusriitoihin liittyviä kysymyksiä pilottioikeudenkäynnissä (Musterverfahren).
- 21 Oberlandesgericht Stuttgart katsoi 22.4.2009 antamassaan mallitapausta koskevassa ratkaisussa, ettei voida todeta, että 17.5.2005 tai sen jälkeisenä ajankohtana olisi ollut olemassa sisäpiiritietoa siitä, että Schrempp eroaa tehtävistään yksipuolisesti Daimlerin hallintoneuvoston hyväksynnästä riippumatta. Oberlandesgericht Stuttgartin mukaan kyseisen yhtiön osakekurssin kannalta merkityksellisenä seikkana oli pidettävä hallintoneuvoston 28.7.2005 tekemää päätöstä. Kyseisestä päätöksestä tuli riittävän todennäköinen sen jälkeen, kun puheenjohtajisto oli 27.7.2005 päättänyt kello 17 jälkeen

esittää hallintoneuvostolle sen tekemistä. Sisäpiiritietoa oli näin ollen olemassa vasta jälkimmäisestä ajankohdasta alkaen. Oberlandesgericht Stuttgart myönsi, että kyseisen tiedon julkistamisen lykkäämisedellytykset, sellaisina kuin niistä säädetään WpHG:n 15 §:n 3 momentissa, eivät olleet kokonaisuudessaan täyttyneet, mutta se katsoi, että vahinko, johon kantajat vetoavat, olisi aiheutunut myös siinä tapauksessa, että kyseiset edellytykset olisivat täyttyneet.

22 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin, jolta asiaan haettiin muutosta, huomauttaa, ettei Oberlandesgericht Stuttgart ole tutkinut, olivatko 28.7.2005 tehtyyn päätökseen johtaneen menettelyn yksittäiset vaiheet voineet vaikuttaa Daimlerin osakkeiden hintaan. Oberlandesgericht Frankfurt am Main on sitä vastoin katsonut erään sakko-oikeudenkäynnin yhteydessä, joka koski samoja olosuhteita kuin pääasiassa, että useiden itsenäisten olosuhteiden pitäminen yhtenä ainoana kokonaisvaltaisena päätöksenä on ristiriidassa WpHG:n 13 §:n 1 momentin sekä direktiivien 2003/6 ja 2003/124 sanamuodon kanssa ja että julkistamisvelvollisuus on siis ollut olemassa heti, kun sisäinen menettely on johtanut päätökseen ja kun päätös on ilmaistu asianomaisen yrityksen vastuuhenkilölle.

23 Tässä tilanteessa Bundesgerichtshof päätti lykätä asian käsittelyä ja esittää unionin tuomioistuimelle seuraavat ennakkoratkaisukysymykset:

”1) Onko pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen useiden välivaiheiden kautta, otettava direktiivin 2003/6 1 artiklan [ensimmäisen kohdan] 1 alakohtaa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa sovellettaessa huomioon ainoastaan se, onko kyseinen tuleva olosuhde tai tuleva tapahtuma katsottava kyseisissä direktiivien säännöksissä tarkoitetuksi täsmälliseksi tiedoksi, ja onko näin ollen tutkittava, voidaanko kyseisen tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman kohtuudella olettaa realisoituvan, vai voivatko tämänkaltaisessa pitkäkestoisessa menettelyssä myös jo ilmenneet tai toteutuneet välivaiheet, jotka liittyvät tulevan olosuhteen tai tapahtuman realisoitumiseen, olla kyseisissä direktiivien säännöksissä tarkoitettua täsmällistä tietoa?

2) Edellyttääkö direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitettu ilmaisu ’voidaan kohtuudella olettaa’ sitä, että todennäköisyyden katsotaan olevan keskimääräistä suurempi tai suuri, vai tarkoitetaanko olosuhteilla, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai tapahtumilla, joiden voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, sitä, että todennäköisyyden aste määräytyy liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien vaikutusten laajuuden perusteella, ja että jos kyky vaikuttaa hintoihin on huomattava, on riittävää, että tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman toteutuminen on epävarmaa mutta ei epätodennäköistä?”

Ennakkoratkaisukysymysten tarkastelu

24 Alustavasti on huomautettava, että Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden varmistamiseksi ja sijoittajien luottamuksen lujittamiseksi kyseisiin markkinoihin direktiivissä 2003/6 kielletään sisäpiirikaupat sen 2 artiklassa vahvistetuin edellytyksin ja sen 6 artiklan 1 kohdan mukaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman nopeasti. Viimeksi mainitun artiklan 2 kohdan nojalla tällaisen tiedon julkistamista voidaan lykätä tietyin edellytyksin, jottei liikkeeseenlaskijan oikeutettuja etuja vaarannettaisi.

25 Mainitun direktiivin 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdan mukaisen sisäpiiritiedon käsitteen määritelmään kuuluu neljä olennaista osatekijää. Kyse on ensinnäkin täsmällisestä tiedosta. Tietoa ei toiseksi ole julkistettu. Tieto liittyy kolmanneksi suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen tai niiden liikkeeseenlaskijaan. Neljänneksi on niin, että, jos tieto julkistettaisiin, sillä todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. Ensimmäinen ja neljäs osatekijä on määritelty tarkemmin direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 ja 2 kohdassa.

- 26 Ennakkoratkaisua pyytäneen tuomioistuimen kysymyksillä pyritään saamaan selvennyksiä näistä osatekijöistä ensimmäiseen eli tiedon täsmällisyyteen.

Ensimmäinen kysymys

- 27 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustele ensimmäisellä kysymyksellään lähtökohtaisesti, onko direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohtaa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa tulkittava siten, että pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen, kyseisissä säännöksissä tarkoitettuina täsmällisinä tietoina voidaan pitää kyseistä olosuhdetta tai tapahtumaa ja tämän lisäksi myös kyseisen menettelyn jo olemassa olevia tai jo ilmenneitä välivaiheita, jotka liittyvät olosuhteen tai tapahtuman realisoitumiseen.
- 28 Direktiivin 2003/124 johdanto-osan kolmannelta perustelukappaleesta ilmenee, että direktiivillä pyritään määrittelemään tarkemmin direktiivissä 2003/6 käytetty täsmällisen tiedon käsite oikeusvarmuuden parantamiseksi kyseisten markkinoiden toimijoiden kannalta.
- 29 Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan mukaan tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos kaksi kumulatiivista edellytystä täyttyvät. Yhtäältä tiedossa on viitattava ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Toisaalta tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.
- 30 Koska mainitussa direktiivissä ei ole määritelty käsitteitä ”olosuhteet” ja ”tapahtuma”, on turvauduttava niiden yleiseen merkitykseen.
- 31 On todettava, että pitkäkestoisen menettelyn välivaihe voi sellaisenaan merkitä olosuhteita tai tapahtumaa kyseisille ilmaisuille yleisesti annetun merkityksen mukaan.
- 32 Tämä toteamus saa tukea direktiivin 2003/124 3 artiklan 1 kohdasta, jossa mainitaan esimerkkeinä sisäpiiritiedoista, joiden julkistamista voidaan lykätä direktiivin 2003/6 6 artiklan 2 kohdan nojalla, seikkoja, jotka ovat tyypillisiä asteittaisen menettelyn välivaiheita ja joita ovat käynnissä olevat neuvottelut ja liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemät päätökset tai sopimukset, joiden voimaantulo edellyttää liikkeeseenlaskijan muun elimen hyväksyntää.
- 33 Direktiivillä 2003/6 on tarkoituksena lisäksi, kuten etenkin sen johdanto-osan 2 ja 12 perustelukappaleesta ilmenee, varmistaa unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin. Luottamus perustuu muun muassa siihen, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti ja suojataan muun muassa sisäpiiritiedon laittomalta käytöltä (ks. vastaavasti asia C-45/08, Spector Photo Group ja Van Raemdonck, tuomio 23.12.2009, Kok., s. I-12073, 47 kohta ja asia C-445/09, IMC Securities, tuomio 7.7.2011, Kok., s. I-5917, 27 kohta).
- 34 Tässä suhteessa mainitun direktiivin johdanto-osan 24 perustelukappaleen ensimmäisessä virkkeessä täsmennetään, että tietojen viivytyksetön ja tasapuolinen julkistaminen vahvistaa markkinoiden luotettavuutta. Jos sitä vastoin liikkeeseenlaskijat ilmaisevat tietoja valikoivasti, se voi johtaa siihen, että sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoiden luotettavuuteen heikkenee.
- 35 Sellainen ilmaisujen ”olosuhteet” ja ”tapahtuma” tulkinta, jossa ei oteta huomioon välivaiheita pitkäkestoisessa menettelyssä, saattaisi vaarantaa tämän tuomion kahdessa edeltävässä kohdassa esiin tuodut tavoitteet. Jos näet katsotaan, ettei pitkäkestoisen menettelyn tällaiseen vaiheeseen liittyvää tietoa voida pitää direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdassa tarkoitettuna

täsmällisenä tietona, kyseisen direktiivin 6 artiklan 1 kohdan ensimmäisessä alakohdassa säädetty velvollisuus julkistaa kyseinen tieto tehtäisiin tyhjäksi, vaikka tieto olisikin aivan erityistä ja vaikka tämän tuomion 25 kohdassa luetellun kaltaiset muut sisäpiiritietoa merkitsevät osatekijät olisivat myös olemassa.

- 36 Tällaisessa tilanteessa jotkut kyseisen tiedon haltijat saattaisivat olla edullisemmassa asemassa muihin sijoittajiin nähden ja hyötyä kyseisestä tiedosta sellaisten vahingoksi, joilla tätä tietoa ei ole (ks. vastaavasti em. asia Spector Photo Group ja Van Raemdonck, tuomion 48 kohta).
- 37 Vaara siitä, että tällainen tilanne toteutuu, olisi sitäkin suurempi, jos tietyissä olosuhteissa erityisen menettelyn tulos olisi mahdollista luokitella välivaiheeksi jossakin toisessa laajemmassa menettelyssä.
- 38 Näin ollen tieto, joka liittyy välivaiheeseen, joka on osa pitkäkestoista menettelyä, voi olla täsmällinen tieto. On täsmennettävä, että kyseinen tulkinta ei päde yksinomaan vaiheisiin, jotka ovat jo ilmenneet tai jotka ovat jo toteutuneet, vaan se koskee direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan mukaan myös vaiheita, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan.
- 39 Kuten tämän tuomion 29 kohdasta ilmenee, tiedon luonnehtiminen täsmälliseksi edellyttää lisäksi kyseisessä säännöksessä mainitun toisen edellytyksen täyttymistä eli tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös kyseessä olevien olosuhteiden tai kyseessä olevan tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden hintaan.
- 40 Ensimmäiseen kysymykseen on siis vastattava, että direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohtaa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen, kyseisissä säännöksissä tarkoitettuina täsmällisinä tietoina voidaan pitää kyseistä olosuhdetta tai tapahtumaa ja tämän lisäksi myös kyseisen menettelyn välivaiheita, jotka liittyvät olosuhteen tai tapahtuman realisoitumiseen.

Toinen kysymys

- 41 Ennakkoratkaisua pyytänyt tuomioistuin tiedustelee toisella kysymyksellään, onko direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa tulkittava siten, että käsitteellä ”olosuhte[et], joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän – – tai tapahtum[a], jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan,” tarkoitetaan yksinomaan olosuhteita tai tapahtumia, joiden tapahtumisen todennäköisyyttä voidaan pitää keskimääräistä suurempana tai suurena, vai edellyttääkö kyseinen käsite ottamaan huomioon mainituilla olosuhteilla tai mainitulla tapahtumalla kyseisten rahoitusvälineiden hintaan olevan vaikutuksen laajuuden.
- 42 Kyseisen säännöksen eri kieliversiot eroavat jonkin verran toisistaan. Joissakin kieliversioissa, kuten muun muassa ranskan-, italian- ja hollanninkielisessä versiossa, käytetään ilmaisua ”voi kohtuudella olettaa”, kuten taas muissa versioissa – muun muassa tanskan-, kreikan-, englannin- ja ruotsinkielisessä versiossa – käytetään ilmaisua ”voi kohtuudella odottaa”. Espanjankielisessä versiossa viitataan ”olosuhteisiin, jotka voivat kohtuudella ilmetä”, ja portugalinkielisessä versiossa ”olosuhteisiin, jotka ovat kohtuudella ennakoitavissa, tai tapahtumaan, joka on kohtuudella ennakoitavissa”. Lopuksi on todettava, että saksankielisessä versiossa käytetään ilmaisua ”riittävällä todennäköisyydellä” (”mit hinreichender Wahrscheinlichkeit”).
- 43 Vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan yhtäältä jossakin kieliversiossa käytettyä unionin oikeuden säännöksen sanamuotoa ei voida käyttää tämän säännöksen ainoana tulkintaperusteena, eikä sille voida antaa tältä osin etusijaa muihin kieliversioihin nähden. Toisaalta unionin säädöksen erikielisiä versioita on tulkittava yhtenäisesti, joten erikielisten versioiden poiketessa toisistaan kyseessä olevaa

säännöstä on tulkittava sen säädöksen systematiikan ja tarkoituksen mukaan, jonka osa säännös on (ks. asia C-215/10, Pacific World ja FDD International, tuomio 28.7.2011, Kok., s. I-7255, 48 kohta oikeuskäytäntöviittauksineen).

- 44 Saksankielistä versiosta lukuun ottamatta kaikissa muissa direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan kieliversioissa, jotka olivat olemassa direktiiviä annettaessa, käytetään adverbiaalista ilmaisua ”kohtuudella”. Unionin lainsäätäjä on käyttämällä kyseistä ilmaisua ottanut käyttöön yleisestä kokemuksesta johdettuihin sääntöihin perustuvan kriteerin sen määrittämiseksi, kuuluvatko tulevat olosuhteet ja tapahtumat kyseisen säännöksen soveltamisalaan.
- 45 Jotta voidaan määritellä, voidaanko kohtuudella olettaa, että jotkin olosuhteet ilmenevät tai jokin tapahtuma toteutuu, on suoritettava tapauskohtainen ja kokonaisvaltainen arviointi jo tiedossa olevista osatekijöistä.
- 46 Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa, jossa käytetään ilmaisua ”voidaan kohtuudella olettaa”, ei näin ollen voida tulkita edellytettävän sen osoittamista, että kyseessä olevien olosuhteiden tai tapahtumien todennäköisyys on suuri.
- 47 Direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdan ja direktiivin 2003/124 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdan soveltamisalan rajoittaminen tulevien olosuhteiden ja tapahtumien osalta tällaiseen todennäköisyyden asteeseen vaarantaisi tämän tuomion 33 kohdassa mainitut tavoitteet, joita ovat unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden varmistaminen ja sijoittajilla kyseisiin markkinoihin olevan luottamuksen lujittaminen. Tällaisessa tapauksessa näet sisäpiirihenkilöt voisivat hyötyä aiheettomasti joistakin tiedoista, joiden tällaisen suppean tulkinnan vuoksi katsotaan olevan epätasällisia, sellaisten kolmansien vahingoksi, joilla ei ole näitä tietoja.
- 48 Jotta markkinatoimijoille, joihin liikkeeseenlaskijat kuuluvat, voidaan varmistaa oikeusvarmuus, johon vedotaan direktiivin 2003/124 johdanto-osan kolmannessa perustelukappaleessa, sellaisia tietoja, jotka liittyvät olosuhteisiin ja tapahtumiin, joiden tapahtuminen ei ole todennäköistä, ei kuitenkaan voida pitää täsmällisinä. Muussa tapauksessa näet liikkeeseenlaskijat saattaisivat katsoa, että niiden on julkistettava tietoja, jotka eivät ole konkreettisia tai joilla ei voi olla vaikutusta niiden rahoitusvälineiden hintaan.
- 49 Tästä seuraa, että kun direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa käytetään ilmaisua ”voidaan kohtuudella olettaa”, siinä tarkoitetaan tulevia olosuhteita ja tapahtumia, joiden osalta jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus siitä, että ne ilmenevät tai toteutuvat.
- 50 Kysymykseen siitä, voiko olosuhteiden ilmenemiseltä tai tapahtuman toteutumiselta vaadittava todennäköisyys vaihdella sen mukaan, miten laaja niiden vaikutus on kyseisten rahoitusvälineiden hintaan, on vastattava kielteisesti.
- 51 Ensinnäkin tällainen tulkinta ilmaisun ”voidaan kohtuudella olettaa” merkityksestä ei perustu mihinkään tämän tuomion 42 kohdassa mainittuun kieliversioon.
- 52 Toiseksi tulkinta, jonka mukaan on niin, että mitä laajempi vaikutus tulevalla tapahtumalla voi olla kyseisten rahoitusvälineiden hintaan, sitä pienempää todennäköisyyttä vaaditaan, jotta rahoitusvälineisiin liittyvän tiedon voidaan katsoa olevan täsmällistä, antaa ymmärtää, että kumpikin niistä kahdesta direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 ja 2 kohdassa mainituista sisäpiiritietoa merkitsevistä osatekijöistä eli tiedon täsmällisyys ja sen kyky vaikuttaa huomattavasti kyseisten rahoitusvälineiden hintaan riippuu toisesta osatekijästä.
- 53 Näissä kahdessa kohdassa olevat täsmälliset kriteerit ovat vähimmäisedellytyksiä, joista kummankin on täyttyttävä, jotta tietoa voidaan pitää direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdassa tarkoitettuna ”sisäpiiritietona”.

- 54 Kuten Yhdistyneen kuningaskunnan hallitus on unionin tuomioistuimelle esittämässään huomautuksissa korostanut, ei voida sulkea pois, että sellaiseen tapahtumaan liittyvällä tiedolla, jonka toteutuminen on epätodennäköistä, on huomattava vaikutus kyseisen liikkeeseenlaskijan arvopapereiden hintaan, jos kyseisen tapahtuman seuraukset asianomaiselle liikkeeseenlaskijalle olisivat erityisen merkittävät. Tästä ei voida kuitenkaan kohtuudella päätellä, että mainittu tapahtuma toteutuu.
- 55 Kuten direktiivin 2003/124 johdanto-osan ensimmäisestä perustelukappaleesta ilmenee, järkevästi toimivat sijoittajat tekevät tosin sijoituspäätöksensä kaikkien ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen perusteella. Niiden on siis otettava huomioon tapahtuman ”odotettavissa olevat vaikutukset” liikkeeseenlaskijaan ja tämän lisäksi myös se, miten todennäköisesti kyseinen tapahtuma toteutuu. Tällaisten seikkojen perusteella pyritään kuitenkin määrittämään, olisiko tiedolla todennäköisesti huomattava vaikutus liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineiden hintaan.
- 56 Edellä esitettyjen huomautusten perusteella toiseen kysymykseen on vastattava, että direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että käsitteellä ”olosuhte[et], joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän – – tai tapahtum[a], jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan,” tarkoitetaan tulevia olosuhteita tai tapahtumia, joiden osalta jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus siitä, että ne ilmenevät tai toteutuvat. Käsitettä ei kuitenkaan ole tulkittava siten, että kyseisten olosuhteiden tai kyseisen tapahtuman vaikutuksen laajuus asianomaisten rahoitusvälineiden hintaan on otettava huomioon.

Oikeudenkäyntikulut

- 57 Pääasian asianosaisten osalta asian käsittely unionin tuomioistuimessa on välivaihe kansallisessa tuomioistuimessa vireillä olevan asian käsittelyssä, minkä vuoksi kansallisen tuomioistuimen asiana on päättää oikeudenkäyntikulujen korvaamisesta. Oikeudenkäyntikuluja, jotka ovat aiheutuneet muille kuin näille asianosaisille huomautusten esittämisestä unionin tuomioistuimelle, ei voida määrätä korvattaviksi.

Näillä perusteilla unionin tuomioistuin (toinen jaosto) on ratkaissut asian seuraavasti:

- 1) **Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohtaa ja direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta 22.12.2003 annetun komission direktiivin 2003/124/EY 1 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen, kyseisissä säännöksissä tarkoitettuina täsmällisinä tietoina voidaan pitää kyseistä olosuhdetta tai tapahtumaa ja tämän lisäksi myös kyseisen menettelyn välivaiheita, jotka liittyvät kyseisen olosuhteen tai tapahtuman realisoitumiseen.**
- 2) **Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että käsitteellä ”olosuhte[et], joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän – – tai tapahtum[a], jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan,” tarkoitetaan tulevia olosuhteita tai tapahtumia, joiden osalta jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus siitä, että ne ilmenevät tai toteutuvat. Käsitettä ei kuitenkaan ole tulkittava siten, että kyseisten olosuhteiden tai kyseisen tapahtuman vaikutuksen laajuus asianomaisten rahoitusvälineiden hintaan on otettava huomioon.**

Allekirjoitukset