



Teismo praktikos rinkinys

GENERALINIO ADVOKATO
PAOLO MENGOZZI IŠVADA,
pateikta 2012 m. kovo 21 d.¹

Byla C-19/11

**Markus Gelll
prieš
Daimler AG**

(Bundesgerichtshof (Vokietija) pateiktas prašymas priimti prejudicinį sprendimą)

„Laisvė teikti paslaugas — Finansinės paslaugos — Prekyba vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija ir viešai neatskleista informacija — Bendrovės generalinio direktoriaus atsistatydinimas — Vertinant tokios informacijos tikslumą galimas atsizvelgimas į įvairias konsultacijas ir veiksmus, atliktus prieš aptariamą įvykį — Direktyva 2003/06/EB, vadinama Piktnaudžiavimo rinka direktyva — Direktyva 2003/06/EB, kuria įgyvendinama Direktyva 2003/06/EB“

I – Įžanga

1. Šiame procese Vokietijos Federacinės Respublikos *Bundesgerichtshof* (Aukščiausiasis federalinis teismas) Teisingumo Teismui pateikė prašymą priimti prejudicinį sprendimą, susijusį su 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB² dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) ir 2003 m. gruodžio 22 d. Komisijos direktyvos 2003/124/EB³, įgyvendinančios Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo, išaiškinimo.

II – Teisinis kontekstas

A – *Bendrijos teisės aktai*

2. Direktyvos 2003/29 1 straipsnio pirmoje pastraipoje numatyta:

„Šioje direktyvoje:

1. Direktyvos 2003/6/EB 1 straipsnio 1 dalies pirmoje pastraipoje viešai neatskleista informacija apibrėžiama kaip viešai nepaskelbta tiksli informacija, tiesiogiai ar netiesiogiai susijusi su vienu ar daugiau finansinių priemonių emitentų arba su viena ar daugiau finansinių priemonių, kurios viešas paskelbimas gali turėti didelės įtakos tų finansinių priemonių kainai arba susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.

<...>.“

1 — Originalo kalba: italų.

2 — OL L 96, p. 16; 2004 m. specialusis leidimas lietuvių k., 6 sk., 4 t., p. 367.

3 — OL L 339, p. 70; 2004 m. specialusis leidimas lietuvių k., 6 sk., 6 t., p. 348

3. Direktyvos 2003/06 6 straipsnyje teigiama, kad:

„1. Valstybės narės užtikrina, kad finansinių priemonių emitentai kuo skubiau informuotų visuomenę apie tuos emitentus tiesiogiai liečiančią viešai neatskleistą informaciją.

Nepažeidžiant jokių priemonių, kurių buvo imtasi, laikantis pirmos pastraipos nuostatų, valstybės narės užtikrina, kad emitentai atitinkamam laikotarpiui patalpintų savo interneto svetainėse visą viešai neatskleistą informaciją, kurią jie privalo paskelbti viešai.

2. Nenorėdamas pažeisti savo teisėtų interesų, emitentas savo atsakomybe gali uždelsti viešai neatskleistos informacijos atskleidimą, kaip paminėta straipsnio 1 dalyje, jeigu toks informacijos nepaskelbimas negali suklaidinti visuomenės ir jeigu emitentas gali užtikrinti tos informacijos konfidencialumą. Valstybės narės gali reikalauti, kad emitentas nedelsdamas praneštų kompetentingai institucijai apie savo sprendimą uždelsti viešai neatskleistos informacijos atskleidimą.

<...>.“

4. Direktyvos 2003/124 1 straipsnyje numatyta:

„1. Pagal Direktyvos 2003/6/EB 1 straipsnio 1 dalį informacija turi būti laikoma tikslia, jeigu ji nurodo aplinkybes, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykį, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti, ir jeigu ji pakankamai konkreči, kad galima būtų padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.

2. Taikant Direktyvos 2003/6/EB 1 straipsnio 1 punktą, „informacija, kurios viešas paskelbimas gali reikšmingai paveikti tų finansinių priemonių arba susijusių išvestinių finansinių priemonių kainą“ reiškia informaciją, kuria protingas investuotojas greičiausiai pasinaudotų iš dalies pagrįsdamas savo investicinius sprendimus.“

5. Direktyvos 2003/124 2 straipsnio 3 dalyje nustatyta:

„<...>

3. Apie bet kokius svarbius jau viešai paskelbtos viešai neatskleistos informacijos pokyčius nedelsiant po to, kai tie pokyčiai įvyksta, reikia viešai paskelbti tuo pačiu kanalu, kuris buvo naudojamas pradinei informacijai viešai paskelbti.“

6. Direktyvos 2003/124 3 straipsnyje nustatyta:

„1. Taikant Direktyvos 2003/6/EB 6 straipsnio 2 dalį, teisėti interesai gali, visų pirma, būti siejami su toliau pateiktomis neišsamiomis aplinkybėmis:

- a) vykstančios derybos arba susiję veiksniai, jeigu viešas atskleidimas darytų įtaką tų derybų rezultatui ar įprastai tvarkai. Visų pirma, jeigu emitento finansiniam gyvybingumui gresia rimtas ir neišvengiamas pavojus, nors ir nepriskiriamas galiojančio įstatymo dėl nemokumo taikymo sričiai, viešas informacijos atskleidimas gali būti uždelstas ribotą laikotarpį, jeigu toks viešas atskleidimas sukeltų rimtą grėsmę esamų ir potencialių akcininkų interesams, kenkdamas konkrečių derybų, skirtų užtikrinti ilgalaikį emitento finansinį atsigavimą, užbaigimui;
- b) emitento valdymo organo priimti sprendimai ar sudarytos sutartys, kuriems įsigalioji reikalingas emitento kito organo patvirtinimas, jeigu tokio emitento struktūra reikalauja tų organų atskyrimo, su sąlyga, kad viešas informacijos atskleidimas prieš tokį patvirtinimą, kartu paskelbiant, kad vis dar laukiama tokio patvirtinimo, sukeltų grėsmę, jog visuomenė neteisingai įvertins informaciją.

<...>“

B – Nacionalinės teisės aktai

7. Prekybos vertybiniais popieriais įstatymo (*Gesetz über den Wertpapierhandel*, toliau – *WpHG*) 15 straipsnio 3 dalyje, kuria perkeliamas Direktyvos 2003/06 1 straipsnio 1 punktą ir Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalis, nustatyta, kad viešai neatskleista informacija yra „tiksliai informacija apie visuomenei nežinomas aplinkybes, susijusi su vienu ar daugiau *Insiderpapiere*⁴ emitentais arba su pačiais *Insiderpapiere*; viešas tokios informacijos paskelbimas gali turėti didelę įtaką tų *Insiderpapiere* biržos ar rinkos vertei. Tokią įtaką gali turėti informacija, kuria protingas investuotojas greičiausiai pasinaudotų iš dalies pagrįsdamas savo investicinius sprendimus. Aplinkybės, kurios pakankamai tikėtinos ateityje, taip pat laikomos aplinkybėmis, kaip tai suprantama pagal aptariamą nuostatą. <...>“

8. *WpHG* 15 straipsnio 1 dalyje nustatyta, kad „visi Vokietijos finansinių priemonių emitentai turi nedelsiant paskelbti su jais tiesiogiai susijusią viešai neatskleistą informaciją <...>“.

III – Bylos aplinkybės ir prejudiciniai klausimai

9. Po *Daimler AG* visuotinio susirinkimo, kuris įvyko 2005 m. balandžio 6 d., valdybos pirmininkas Schrempp pradėjo svarstyti galimybę atsistatydinti nepasibaigus nustatytam įgaliojimų terminui 2008 m. ir pirmiausia apie tai pranešė sutuoktinei, kuri vadovavo jo biurui.

10. 2005 m. gegužės 17 d. Schrempp apie savo ketinimus pranešė *Daimler AG* stebėtojų tarybos pirmininkui.

11. Apie Schrempp ketinimus 2005 m. birželio 1 d. sužinojo kiti du stebėtojų tarybos nariai ir vėliausiai 2005 m. birželio 15 d. Zetsche, paskirtas pakeisti Schrempp.

12. 2005 m. liepos 6 d. sekretoriato vadovas taip pat buvo informuotas.

13. Nuo 2005 m. liepos 10 d. viešųjų ryšių vadovas, Schrempp sutuoktinė ir sekretoriato vadovas parengė pranešimą spaudai, viešą pranešimą ir laišką bendrovės darbuotojams.

14. 2005 m. liepos 18 d. Schrempp ir stebėtojų tarybos pirmininkas susitarė per stebėtojų tarybos susirinkimą, kuris jau buvo numatytas 2005 m. liepos 25 d., nenurodžius aptariamą problemą pranešime apie susirinkimą, pasiūlyti pritarti Schrempp atsistatydinimui ir Zetsche paskyrimui į jo pareigas.

15. Be to, jau buvo numatyta rengti 2005 m. liepos 27 d. 17 val. stebėtojų tarybos pirmininko komisijos susirinkimą; jo pranešime taip pat nebuvo nuorodos apie Schrempp atsistatydinimą.

16. 2005 m. liepos 25 d. Schrempp klausimą aptarė su stebėtojų tarybos nariu ir koncerno bei įmonių grupės komiteto pirmininku.

17. 2005 m. liepos 27 d. minėtas stebėtojų tarybos narys, pakalbėjęs su kitais personalo atstovais ir Zetsche, pranešė Schrempp, kad personalo atstovai balsavo už valdybos pirmininko pakeitimą.

18. Taip pat 2005 m. liepos 27 d., prieš susirinkimą, kiti du pirmininko komisijos nariai buvo informuoti apie šiuos įvykius.

4 — Akcijos, kurių asmuo, žinantis viešai neatskleistą informaciją, neturi teisės parduoti ar pirkti.

19. 2005 m. liepos 27 d. pirmininko komisija nusprendė kitą dieną pasiūlyti stebėtojų tarybai patvirtinti ankstesnį Schrempp atsistatydinimą 2005 m. pabaigoje ir jo pakeitimą Zetsche.
20. 2005 m. liepos 27 d. 18 val. 30 min. Schrempp apie planuojamus pokyčius informavo vieną iš kitų trijų valdybos narių, o 19 val. kitus du narius.
21. 2005 m. liepos 27 d. 19 val. 30 min. įvyko stebėtojų tarybos narių, kurie atstovavo akcininkams, vakarienė, per kurią buvo diskutuojama apie pirmininko komisijos pasiūlymą.
22. 2005 m. liepos 28 d. apie 9 val. 50 min. stebėtojų taryba nusprendė, kad Schrempp atsistatydins metų pabaigoje ir jo vietą užims Zetsche.
23. 2005 m. liepos 28 d. 10 val. 2 min. *Daimler AG* paskelbė *ad hoc* pranešimą, susijusį su šiais įvykiais, biržos ir *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (Finansinių paslaugų priežiūros tarnyba, taip pat vadinama *BaFin*) vadovybėms.
24. Vėliau, 10 val. 32 min., aptariamasis pranešimas buvo paskelbtas *Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität* (Vokietijos *ad hoc* skelbimų bendrovė) duomenų banke.
25. *Daimler AG* akcijų kaina, kuri 2005 m. liepos 28 d. biržos atidarymo momentu buvo pasiekusi 36,50 euro, iš pradžių pakilo iki 40,40 euro, vėliau – iki 42,95 euro.
26. Daugybė investuotojų, kurie pardavė akcijas iki kainos pakilimo po to, kai buvo pranešta apie Schrempp atsistatydinimą 2005 m. pabaigoje, pareiškė ieškinius dėl žalos atlyginimo teigdami, kad aptariamasis pranešimas buvo pavėluotas.
27. 2007 m. vasario 15 d. pavyzdiniu sprendimu Štutgarto *Oberlandesgericht* (Apeliacinis apygardos teismas) nusprendė, kad šiuo atveju viešai neatskleista informacija atsirado tik stebėtojų tarybos sprendimo priėmimo momentu 2005 m. liepos 28 d. apie 9 val. 50 min. ir nebuvo paskelbta pavėluotai.
28. 2005 m. vasario 25 d. nutartimi *Bundesgerichtshof* panaikino šį sprendimą ir grąžino bylą Štutgarto *Oberlandesgerichtshof*.
29. 2009 m. balandžio 22 d. sprendimu *Oberlandesgerichtshof* iš naujo atmetė prašymą dėl žalos atlyginimo, patvirtinęs, kad nuo 2005 m. gegužės 17 d. iki stebėtojų tarybos sprendimo priėmimo 2005 m. liepos 28 d. neegzistavo viešai neatskleista informacija, pagal kurią Schrempp būtų pareiškęs stebėtojų tarybos pirmininkui apie ketinimą vienašališkai atsistatydinti iš užimamų pareigų.
30. Konkrečiai kalbant, tiek, kiek svarbu šiuo atveju, priimdamas sprendimą Štutgarto *Oberlandersgerichtshof* įvairių tarpinių etapų, kurių pabaigoje galiausiai buvo pritarta Schrempp atsistatydinimui ir jo pakeitimui Zetsche, nelaikė viešai neatskleista informacija, nes nors Schrempp išreikšto ketinimo atsistatydinti įgyvendinimas galėjo turėti įtakos akcijų kainai, protingo investuotojo požiūriu jis negalėjo būti laikomas pakankamai tikėtinu.
31. Iš naujo gavęs apeliacinį skundą dėl paskutinio *Oberlandersgerichtshof* sprendimo ir manydamas, kad egzistuoja direktyvų 2003/06 ir 2003/124 aiškinimo problema, *Bundesgerichtshof* pateikė Teisingumo Teismui šiuos prejudicinius klausimus:
 - „1. Ar taikant Direktyvos 2003/6/EB 1 straipsnio pirmą pastraipą ir Direktyvos 2003/124/EB 1 straipsnio 1 dalį tęstinio laiko atžvilgiu proceso atveju, siekiant, kad per kelis tarpinius etapus atsirastų tam tikros aplinkybės arba įvyktų tam tikras įvykis, reikia atsižvelgti tik į tai, ar šios būsimos aplinkybės arba būsimas įvykis turi būti laikomi tikslia informacija, kaip tai suprantama pagal šias direktyvų nuostatas, ir ar reikia, atsižvelgiant į tai, išnagrinėti, ar šios būsimos

aplinkybės gali pagrįstai atsirasti arba įvykis gali pagrįstai įvykti, arba ar tokio tęstinio laiko atžvilgiu proceso atveju jau egzistuojantys ar įvykę tarpiniai etapai, susiję su būsimų aplinkybių atsiradimu arba įvykiu, taip pat gali būti tiksli informacija, kaip tai suprantama pagal minėtas direktyvų nuostatas?

2. Ar sąvoka „pagrįstai gali“, kaip ji suprantama pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, reikalauja, kad tikimybė būtų laikoma dominuojančia ar didele, o gal aplinkybes, kurios gali būti pagrįstai laikomos galinčiomis atsirasti, arba įvykiai, kurie gali būti pagrįstai laikomi galinčiais įvykti, reikia suprasti taip, kad tikimybės lygis priklauso nuo įtakos investuotojui ir kad, esant didelei tikimybei, jog bus padaryta įtaka akcijų kainai, pakanka to, kad būsimų aplinkybių atsiradimas ar įvyksiantis įvykis būtų neaiškus, bet ne neįtikėtinas?“

IV – Procesas Teisingumo Teisme

32. Rašytines pastabas pateikė ieškovas pagrindinėje byloje, *Daimler AG*, trečioji į bylą įstojusi šalis, Portugalijos, Čekijos, Estijos, Belgijos, Jungtinės Karalystės ir Italijos vyriausybės bei Komisija.

33. 2012 m. vasario 2 d. posėdyje dalyvavo ieškovas pagrindinėje byloje, *Daimler AG*, trečioji į bylą įstojusi šalis bei Portugalijos, Estijos ir Jungtinės Karalystės vyriausybės ir Komisija.

V – Dėl pirmojo prejudicinio klausimo

34. Pirmuoju prejudiciniu klausimu *Bundesgerichtshof* iš esmės Teisingumo Teismo prašė išaiškinti, ar informacijai, apie kurią finansinių priemonių emitentai turi informuoti visuomenę, nes ji patenka į viešai neatskleistos informacijos sąvoką, kaip tai suprantama pagal Direktyvos 2003/06 1 straipsnio 1 punktą ir Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, priskirtina informacija, susijusi su konkrečiais įvykiais, dėl kurių atsiranda tam tikros aplinkybės vykstant tęstiniam laiko atžvilgiu procesui ir dėl to ateityje atsiranda aplinkybės ar įvyksta įvykiai, numatyti šiose direktyvose, jei ši informacija gali turėti didelę įtaką finansinių priemonių ar išvestinių finansinių priemonių kainai.

35. Išnagrinėjus aptariamą teisės nuostatą matyti, kad viešai nepaskelbta informacija, kai taip pat įvykdytos kitos direktyvose 2003/06 ir 2003/124 nurodytos sąlygos, galima laikyti ir informaciją, susijusią su tarpiniais proceso, dėl kurio ateityje atsiranda aplinkybės ir įvykiai, galintys turėti didelę įtaką finansinių priemonių ar išvestinių finansinių priemonių kainai ir kuriems taikomos minėtos direktyvos, bet ne vien su būsimomis aplinkybėmis ir įvykiais, kurie hipotetiškai atsiradę, etapais.

36. Pirmiausia Direktyvos 2003/06 1 straipsnio 1 punkte pagal jos 16 konstatuojamąją dalį apibrėžiama viešai neatskleistos informacijos sąvoka, pirmiausia pažymint, kad tokia informacija – tai bet kuri tiksli⁵ informacija, kuri nebuvo viešai paskelbta ir kuri paskelbus gali turėti didelės įtakos finansinių priemonių ar išvestinių finansinių priemonių kainai.

37. Todėl nereikalaujama, kad paskelbimo faktas būtų galutinis ar bet kuriuo atveju *a priori* būtų atmesta įvykių, atsirandančių procese, kuris turi keletą etapų, svarba, bet paprasčiausia reikalaujama pranešti visuomenei visą informaciją, kuri akivaizdžiai, net tuo atveju, kai faktai atsiranda per tęstinį laiko atžvilgiu procesą, yra tiksli ir atskleista gali turėti didelės įtakos finansinių priemonių ar išvestinių finansinių priemonių kainai.

38. Kalbant apie klausimą, ar informacija turi būti atskleista, svarbi yra ne chronologinė informacijos padėtis vykstant procesui, per kurį įvyksta įvykis, bet svarbus jos tikslumas bei faktas, kad nepaskelbta ji galėtų daryti didelę įtaką rinkos kainoms.

5 — Šios sąvokos apibrėžimas bus konkrečiai analizuojamas nagrinėjant antrąjį prejudicinį klausimą.

39. Iš tiesų reikia nuspręsti, kad rinkos dalyvio išleistų finansinių priemonių vertei įtaką gali daryti ne tik vienas veiksnys, bet ir keli faktai, išsidėstę chronologine tvarka.

40. Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalyje, kalbant apie tikslią informaciją, be specialių įvykių, kurie įvyko, taip pat nurodomos „aplinkybės, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti“ ir tai, kad informacija turi būti „pakankamai konkreti, kad galima būtų padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių įtakos“.

41. Taigi šioje nuostatoje pažymima ir kiekvieno etapo, dėl kurio įvyksta įvykis per tęstinį laiko atžvilgiu procesą, svarba pareigos pranešti atsiradimui, t. y. ir konkretūs įvykiai, ir aplinkybės, kurios gali atsirasti, ir jau egzistuojančios bei būsimos aplinkybės yra vieno lygmens, taip pat tiek vieniems, tiek kitiems suteikiama ta pati vertė.

42. Tai irgi matyti iš Direktyvos 2003/124 2 straipsnio 3 dalies, pagal kurią apie bet kokius svarbius jau viešai paskelbtos viešai neatskleistos informacijos pokyčius nedelsiant po to, kai tie pokyčiai įvyksta, reikia viešai paskelbti tuo pačiu kanalu, kuris buvo naudojamas pradinei informacijai viešai paskelbti.

43. Be kita ko, šios išvados patvirtinamos Direktyvos 2003/124 3 straipsnyje, kuriame pagal šios direktyvos 5 konstatuojamąją dalį ir, taikant Direktyvos 2003/06 6 straipsnio 2 dalį, tarp teisėtų interesų, pateisinančių viešai neatskleistos informacijos nepaskelbimą, nurodomos aplinkybės, kurių dauguma aiškiai susijusios su tęstinio laiko atžvilgiu proceso konkrečiais etapais, kaip antai vykstančios derybos ar emitento valdymo organo priimti sprendimai ar sudarytos sutartys, kuriems įsigaliooti reikalingas emitento kito organo patvirtinimas, jeigu tokio emitento struktūra reikalauja tų organų atskyrimo.

44. Faktas, kad pagal Direktyvą 2003/124 leidžiama emitentams viešai nepaskelbti aplinkybių, kurios yra tarpiniai proceso, kuris teoriškai tik ateityje bus užbaigtas (minėtais atvejais tik jei derybų rezultatas bus teigiamas ar kitas kompetentingas organas patvirtins emitento valdymo organo priimtus sprendimus ar sudarytas sutartis), etapai, rodo, jog paprastai tokio pobūdžio informacija turi būti atskleista tik esant kitoms aptariamose direktyvose nustatytoms sąlygoms.

45. Pagal minėtas direktyvas formaliai nepateisinamas toks viešai neatskleistos informacijos sąvokos, kai yra kitos direktyvose 2003/06 ir 2003/124 nurodytos sąlygos, aiškinimas, pagal kurį tokiai informacijai nepriskiriama informacija, susijusi su aplinkybėmis, kurios yra tarpiniai proceso, kuris teoriškai tik ateityje bus užbaigtas, etapai.

46. Kitokia nuomonė nesusidaro vertinant direktyvų 2003/06 ir 2003/124 tikslą ir priemones, kurios numatytos jam įgyvendinti.

47. Pirmiausia šis tikslas išplaukia iš Direktyvos 2003/06 10 ir 12 konstatuojamųjų dalių, kuriose pažymima, kad teisės aktų, draudžiančių prekybą vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija, tikslas yra užtikrinti Bendrijos finansų rinkų vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą tomis rinkomis, o tai būtina ekonominiam augimui ir klestėjimu.

48. Kaip yra aišku iš Direktyvos 2003/06 24 konstatuojamosios dalies, greitas ir teisingas informacijos visuomenei atskleidimas stiprina rinkos vientisumą, o pasirinktinai emitentų atskleidžiama informacija gali lemti investuotojų pasitikėjimo finansų rinkų vientisumu praradimą.

49. Teisingumo Teismas patvirtino būtent Sprendimo *Spector Photo Group ir Van Raemdonck* ⁶ 47 ir 48 punktuose pateiktus argumentus, kuriuose jis tvirtino, kad Direktyvos 2003/06 tikslas yra apsaugoti finansų rinkos vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą, pažymėdamas, jog šis pasitikėjimas pagrįstas būtent užtikrinimu, kad visų investuotojų situacija bus vienoda ir jie bus apsaugoti nuo netinkamo viešai neatskleistos informacijos naudojimo.

6 — 2009 m. gruodžio 23 d. sprendimas (C-45/08, Rink. p. I-12073, 37, 47, 61 ir 62 punktai), kuriame Teisingumo Teismas nurodė argumentus, jau pateiktus 2007 m. gegužės 10 d. Sprendime *Georgakis* (C-391/04, Rink. p. I-3741, 38 punktas) ir 2005 m. lapkričio 22 d. Sprendime *Grøngaard ir Bang* (C-384/02, Rink. p. I-9939, 22 ir 33 punktai).

50. Šiuo klausimu Teisingumo Teismas taip pat pažymėjo, kad prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, draudimas skirtas dar ir tam, kad asmuo, žinantis viešai neatskleistą informaciją, ja nepasinaudotų šios informacijos nežinančių asmenų sąskaita⁷, patirdamas mažesnę riziką dėl to, kad ši informacija jam yra žinoma.

51. Todėl Direktyvos 2003/06 tikslo neatitiktų ir su joje numatytais priemonėmis šiam tikslui pasiekti nebūtų suderinama, kaip antai nurodyta šios išvados 47 ir 48 punktuose ir kaip matyti iš Sprendimo *Spector Photo Group ir Van Raemdonck*, jei, atsižvelgiant į šį atvejį, viešai neatskleistos informacijos sąvoka būtų aiškinama taip, kad leistų asmenims, žintiems viešai neatskleistą informaciją, susijusią su būsimų aplinkybių, galinčių daryti įtaką akcijų vertei, atsiradimu, jos neatskleisti.

52. Iš tiesų, jei taip būtų, informacija, galinti daryti įtaką finansų rinkai, nebūtų greitai ir teisingai atskleista visuomenei, nebūtų apsaugotas nei rinkos vientisumas, nei investuotojų pasitikėjimas, atsižvelgiant į tai, kad paprastai būtent informacijos, kuri prognozuoja būsimų įvykių, galinčių turėti įtakos akcijų kainai, atsiradimą, naudojimas būdingas įvairiam piktnaudžiavimui viešai neatskleista informacija, kuri draudžia nagrinėjami teisės aktai.

53. Kadangi direktyvų 2003/06 ir 2003/124 tikslas yra apsaugoti rinkos vientisumą ir investuotojų pasitikėjimą, pastariesiems turi būti leidžiama priimti sprendimus ir prisiimti atsakomybę po to, kai gauna ir įvertina visą svarbią informaciją, galinčią turėti įtakos biržos vertei.

54. Todėl negalimas viešai neatskleistos informacijos sąvokos aiškinimas, pagal kurį, atsižvelgiant į glaudų šios sąvokos ir prekybos vertybiniais popieriais pasinaudojant viešai neatskleista informacija draudimo ryšį, būtų išplėstas informacijos, kurios negalima atskleisti, sąrašas ir susiaurintas piktnaudžiavimo veiksmų, draudžiamų direktyvomis 2003/06 ir 2003/124, skaičius.

55. Europos vertybinių popierių rinkos priežiūros institucijų komitetas (EVPRPIK⁸) 2007 m. liepos mėn. gairių⁹ dėl Direktyvos 2006/06 taikymo 1.6 punkte nurodė, kad jei informacija susijusi su procesu, vykstančiu keliais etapais, kiekvienas iš jų, kaip ir visas procesas, gali būti laikomas tikslia informacija („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“), o 1.7 punkte numatė, kad, be to, nebūtina, jog informacijos dalis būtų išsami, kad būtų laikoma tikslia („In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise“).

56. Todėl į pirmąjį prejudicinį klausimą siūlau Teisingumo Teismui atsakyti taip, kad Direktyvos 2003/06 1 straipsnio 1 punktą ir 2003/124 1 straipsnio 1 dalį reikia aiškinti taip, jog tęstinio laiko atžvilgiu proceso atveju, per kurį atsiranda tam tikra aplinkybė arba įvyksta tam tikras įvykis (tai vadinama tęstiniu laiko atžvilgiu procesu), tikslia informacija ir todėl viešai neatskleista informacija, esant visoms kitoms sąlygoms, numatytais šiose direktyvose, gali būti laikoma informacija apie tarpiniuose etapuose egzistuojančius ar atsirastuosius faktus, susijusius su aplinkybių ar įvykių atsiradimu ateityje.

VI – Dėl antrojo prejudicinio klausimo

57. Antruoju prejudiciniu klausimu *Bundesgerichtshof* iš esmės pateikė Teisingumo Teismui du glaudžiai susijusius klausimus, prašydamas:

- a) pirmiausia paaiškinti, ar formuluotė „pagrįstai gali“, kaip tai suprantama pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, reikalauja, kad tikimybė būtų laikoma dominuojančia ar didele;

7 — Minėtas Sprendimas *Spector Photo Group ir Van Raemdonck* (47 ir 48 punktai).

8 — Nuo 2011 m. sausio 1 d. pakeistas Europos vertybinių popierių ir rinkų institucija.

9 — Kalbama apie antrą gairių ir informacijos, susijusių su bendru direktyvos taikymu, seriją (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

b) antra, ar aplinkybes, kurios gali būti pagrįstai laikomos galinčiomis atsirasti, arba įvykius, kurie gali būti pagrįstai laikomi galinčiais įvykti, reikia suprasti taip, kad tikimybės lygis priklausu nuo poveikio investuotojui ir kad esant didelei tikimybei, jog bus padaryta įtaka akcijų kainai, pakanka to, kad būsimų aplinkybių arba įvykių atsiradimas būtų neaiškus, bet ne neįtikėtinas.

58. Pirmasis iš dviejų 57 punkte nurodytų klausimų svarbus sprendimui nacionalinio teismo nagrinėjamoje byloje priimti, nes juo siekiama nustatyti, kada tęstiniame laiko atžvilgiu procese, kaip antai aptariamame, siekiant taikyti Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, galima manyti, kad įvykis, apie kurį paskelbta konfidencialioje informacijoje, gali konkrečiai atsirasti.

59. Iš tiesų, jei reikalaujama aukšto lygio ar didelės tikimybės, kad įvykis atsiras (tokios nuomonės laikosi Štutgarto *Oberlandesgericht*), pareiga atskleisti Schrempp ketinimą atsistatydinti negalėjo atsirasti tol, kol tam nepritarė stebėtojų taryba, kuri 2005 m. liepos 28 d. priėmė sprendimą šiuo klausimu, ar bet kuriuo atveju, kai ji galėjo patvirtinti pirmininko komisija 2005 m. liepos 27 d., kuri pasiūlė stebėtojų tarybai 2005 m. liepos 28 d. pritarti Schrempp prašymui.

60. Tik priėmus šiuos sprendimus galima buvo teisėtai laikyti informaciją apie Schrempp pakeitimą tikslia ir negalima buvo reikalauti iš *Daimler AG* anksčiau informuoti visuomenę apie vykstantį vidaus procesą.

61. Situacija būtų kitokia, jei būtų laikoma, jog tam, kad egzistuoūtų viešai neatskleista informacija, pakanka, kad būtų faktai, dėl kurių būsimas įvykis būtų neaiškus, bet ne neįtikėtinas.

62. Tokiu atveju pagal prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusio teismo argumentus viešai neatskleista informacija galėjo atsirasti, atsižvelgiant į didelius akcijų kainos pokyčius paskelbus apie Schrempp pakeitimą, nuo momento, kai šis pranešė apie ketinimą atsistatydinti metų pabaigoje stebėtojų tarybos pirmininkui 2005 m. gegužės 17 d., todėl akcininkai, kaip antai Gelltl, turėjo būti informuoti tą dieną apie tai, kas turėjo įvykti, ir galėjo pagrįstai parduoti savo akcijas už didesnę kainą, nei pardavė, ar galėjo jas pasilikti sau.

63. Pirmiausia reikia pažymėti, kad nacionalinio teismo abejonės kyla iš Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalies versijos vokiečių kalba, kurioje, kiek tai susiję su būsimų aplinkybių arba įvykių atsiradimu, daroma nuoroda į „pakankamos tikimybės“ kriterijų („<...> *man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann*“), priešingai nei daugelyje šios nuostatos versijų kitomis kalbomis¹⁰, kuriose vartojamas „pagrįstai gali“ kriterijus.

64. Be to, priešingai nei nacionalinis teismas ir šalys, kurios pateikė pastabas šiame procese, manau, kad Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalies nereikėtų aiškinti tik remiantis „tikimybės“ kriterijumi.

65. Iš tiesų, kaip per posėdį teisingai pažymėjo Estijos vyriausybė, pagal nusistovėjusią teismo praktiką aiškinant Sąjungos teisės nuostatą negalima remtis tik vienoje jos kalbinių versijų pavartota formuluote arba teikti jai pirmenybę kitų kalbinių versijų atžvilgiu. Toks požiūris būtų nesuderinamas su reikalavimu vienodai taikyti Sąjungos teisę¹¹.

66. Siekiant atsakyti į pirmąjį iš nagrinėjamų klausimų, reikia manyti, kad formuluotė, kurią būtina išaiškinti šiame ginče, numatyta direktyvose, reglamentuojančiose, ką reikia daryti su viešai neatskleista informacija ir jos pateikimu visuomenei.

10 — Žr. būtent prancūzų kalba („on peut raisonnablement penser“), anglų („may reasonably be expected“), italų („si possa ragionevolmente ritenere“), ispanų („pueden darse razonablemente“), olandų („waarvan redelijkerwijze mag worden“), maltiečių („b’mod raġionevoli jiġi“), rumunų („există motive raționale de a crede“), estų („mõistliku eelduse kohaselt“), suomių („kohtuudella olettaa toteutuvan“), latvių („ir pamats uzskatīt“), švedų („rimligtvis“), lenkų („uzasadniony przewidywać“), slovakų („odôvodnene predpokladat“) ir portugalų („razoavelmente previsíveis“).

11 — Šiuo klausimu žr. 2010 m. kovo 25 d. Sprendimą *Helmut Müller* (C-451/08, Rink. p. I-2673, 38 punktas) ir 2011 m. kovo 3 d. Sprendimą *Komisija prieš Nyderlandus* (C-41/09, Rink. p. I-831, 44 punktas).

67. Iš to matyti, kad terminas pagrįstai turi būti vertinamas atsižvelgiant į kitus veiksnius, leidžiančius informaciją laikyti viešai neatskleista.

68. Pirma, reikia turėti omenyje, kad pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį aptariama formuluotė vartojama esant tokiam kontekstui, kuriuo nustatoma, kad informacija yra tiksli, nes tuo pat metu atitinka šias dvi sąlygas:

- a) jeigu joje nurodomos aplinkybės, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykis, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti;
- b) jeigu ji pakankamai konkreti, kad galima būtų daryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.

69. Formuluotė „pagrįstai gali“, vartojama Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalyje numatytoje sąlygoje (šios išvados 68 punkto a papunktis), turi būti vertinama kartu, o ne atskirai nuo antrosios sąlygos, numatytos Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalyje, nors jos logiškai skiriasi, t. y. su galimybe dėl pakankamai specialaus informacijos pobūdžio padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos prekybai finansinėmis priemonėmis ar susijusiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis (šios išvados 68 punkto b papunktis).

70. Didesnė svarba gali būti suteikta bet kuriai iš dviejų sąlygų, net jei tarp jų yra pusiausvyra, su sąlyga, kad nė viena iš jų nėra visiškai neįvykdyta, o tai reiškia, kad, kiek tai susiję su formuluote „pagrįstai gali“, aptariamoms aplinkybėms ar įvykiams bent jau gali atsirasti ar įvykti ir kad aptariama informacija yra bent jau minimaliai konkreti, kad galėtų būti laikoma tiksli.

71. Be to, sąvokos pagrįstai apibrėžimas, taikytinas tokiu atveju, kaip antai nagrinėjamas¹², turi būti pagrįstas tuo, kaip suprantama protingo investuotojo sąvoka (aiškiai nurodyta Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 2 dalyje), t. y. investuotojo, kuris vertina informaciją, susijusią su būsimų aplinkybių atsiradimu ar būsimų įvykių įvykimu pagal objektyvų pagrįstumo kriterijų, o ne siekdamas vien spekuliacinių tikslų.

72. Atsižvelgiant į minėtus argumentus, susijusius su glaudžiu ryšiu¹³ tarp pirmos ir antros sąlygų, numatytų Direktyvos 2003/14¹⁴ 1 straipsnio 1 dalyje, ir į tai, kaip šioje direktyvoje vartojama protingo investuotojo sąvoka, darytina išvada, kad informacija yra tiksli ir aptariamas pagrįstumo kriterijus įvykdytas, nes ši informacija galėjo turėti įtakos investuotojo apsisprendimui, jeigu jis ją būtų žinojęs, ir jei investuotojas remdamasis ja galėtų manyti, kad gali įvykti įvykis ar atsirasti aplinkybės¹⁵, ir ją laikytų pakankamai konkrečia, kad galima būtų padaryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos prekybai finansinėmis priemonėmis ar susijusiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis.

73. Direktyvoje 2003/124 nustatytos vien minimalios sąlygos, kurių nesant informacija negali būti laikoma tiksli, ir, kiek tai susiję su formuluote „pagrįstai gali“, nereikalaujama aukšto tikimybės lygio, kad aptariamoms aplinkybėms atsirastų, ir nereikalaujama, kad informacija būtų tokia konkreti, jog būtų padarytos tikslios ar beveik tikslios išvados apie galimą įtaką prekybai finansinėmis priemonėmis ar susijusiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis¹⁶.

12 — Su jos įtaka dėl šios išvados 68–70 punktuose nurodytų motyvų tam, kad informacija galėtų būti laikoma tiksli.

13 — Šis ryšys reiškia faktą, kad prieš priimdami investicinį sprendimą protingas investuotojas iš visų veiksnių didžiausią reikšmę teikia būtent galimybei padaryti išvadą apie šių aplinkybių ir įvykių įtaką prekybai finansinėmis priemonėmis.

14 — Žr. šios išvados 68 punktą.

15 — Taip taikomas kriterijus labai panašus į vadinamąjį *total mix*, įtvirtintą teisės doktrinoje ir Jungtinių Amerikos Valstijų teismų praktikoje, su vienu esminiu skirtumu – aptariama informacija gali būti vienas iš elementų, galinčių turėti įtakos investuotojui. Pagal Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiojo teismo praktiką (kuris šį klausimą nagrinėjo 1976 m. byloje *TSC Industries, Inc. prieš Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, 1976) informacija turi būti laikoma viešai neatskleista informacija, todėl *material*, t. y. suteikiančia pranašumą, kai yra labai tikėtina, kad jei būtų atskleista, protingas investuotojas manytų, kad ji labai keičia visą (*total mix*) turimą informaciją (*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 — Informacija nelaikoma konkrečia, kai pagal protingumo kriterijų įvykį reikia laikyti neįmanomu ar neįtikėtinu, nesant pagrįstumo, nes tai gali būti tik gandai; arba informacija yra tokia nekonkreči, kad negali turėti įtakos prekybai aptariamomis finansinėmis priemonėmis ar susijusiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis.

74. Aptariamais investuotojais, kaip matyti iš Direktyvos 2003/124 1 konstatuojamosios dalies, grindžia savo investicinius sprendimus jau turima informacija, taip sakant, *ex ante* informacija, atsižvelgdami į numatomą šios informacijos įtaką, turint omenyje emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kokius kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką susijusiai finansinei priemonei arba su ja susijusiai išvestinei finansinei priemonei¹⁷.

75. Direktyvos 2003/124 2 konstatuojamoje dalyje pažymima, jog *ex post* informacija gali būti naudojama patikrinti prielaidą, kad *ex ante* informacija buvo opi kainų pokyčiams.

76. Informacijos vertinimas *ex ante* yra svarbus tiek investuotojams, jiems formaliai suteikiant vienodas sąlygas kaip vertybiniais popieriais prekiaujantiems asmenims, žinantiems viešai neatskleistą informaciją, nes tai suteikia galimybę atitinkamai nukreipti savo veiksmus ir veikti rinkoje taip gerai, kaip įmanoma teisėtu būdu, preziumuojant, kad jie iš anksto gali žinoti, kas yra draudžiami veiksmai, ir išvengti atitinkamų sankcijų¹⁸; o vertinimas *ex post* vaidina kitokį vaidmenį – jis tik gali patvirtinti arba paneigti *ex ante* vertinimą.

77. Rinkos dalyviai turi atlikti vertinimus kiekvienu konkrečiu atveju (pavyzdžiui, Estijos vyriausybė per posėdį pažymėjo, kad net atitinkamos rinkos dydis gali būti svarbus) ir neišvengiamai neįmanoma visoms galimoms situacijoms apibrėžti, kas yra protingas investuotojas ir pagrįstumas.

78. Ginčo atveju teismas, taikydamas minėtus kriterijus, turi nuspręsti, ar asmenys, žinantys informaciją, privalo ją atskleisti.

79. Taigi reikia nustatyti, ar protingas investuotojas pagal turimą informaciją *ex ante*¹⁹ vertintų ją taip, kad iš jos būtų galima daryti išvadą, jog bent tikėtina, kad įvyks įvykis ar atsiras aplinkybės, ir kad ji yra tokia konkreči, jog galima daryti išvadą, kad ji gali turėti įtakos prekybai aptariamomis finansinėmis priemonėmis ar susijusiomis išvestinėmis finansinėmis priemonėmis.

80. Sąjungos teisės aktų leidėjas sąmoningai rėmėsi pagrįstumo, o ne tikimybės ar galimybės sąvoka būtent todėl, kad būtų aišku, jog vertinant informaciją, kuri yra viešai neatskleista, ir atskiriant ją nuo kitos informacijos reikia skirti ypatingą dėmesį visoms kiekvieno konkretaus atvejo aplinkybėms.

81. Konkrečiai kalbant, priešingai, nei teigė kai kurios šalys (pavyzdžiui, Komisija), siekiant priimti sprendimą byloje, kaip antai nagrinėjama, nenaudinga abstrakčiai nustatyti procentinę ribą, žemiau kurios esantis įvykis nebelaikomas pagrįstai galinčiu įvykti²⁰.

82. Iš tiesų pagal direktyvas reikalaujama, kad viešai neatskleista informacija būtų tiksli, ir sąmoningai remiamasi nespecifiniu pagrįstumo kriterijumi, kuris turi būti taikomas ne paprasčiausiai apskaičiuojant statistinį įvykio atsiradimo procentą, bet esant daug detalesniam ir sudėtingesniam vertinimui²¹.

17 — Pavyzdžiui, Estijos vyriausybė per posėdį minėjo teisinį kontekstą, prekybos praktiką ir vietinės rinkos (šiuo atveju Vokietijos rinkos) investuotojų elgesį.

18 — Kalbant apie *Daimler AG* argumentus, pateiktus per posėdį, dėl rizikos, susijusios su per plačiu viešai neatskleistos informacijos aiškinimu, kylančios iš baudžiamosios teisės, pažymėtina, kad tiek, kiek svarbu šiuo atveju, būtent informacijos vertinimo *ex ante* sistema užtikrina tinkamą šioje direktyvoje numatytų sąvokų ir – netiesiogiai – nacionalinės baudžiamosios teisės nuostatų, kurios jas turi atspindėti, aiškinimą. Pažymėtina, kad bet kuriuo atveju pagal Direktyvos 2003/06 14 straipsnį valstybės narės turi teisę, bet ne pareigą, numatyti baudžiamąsias sankcijas ir paprasčiausiai privalo užtikrinti galimybę, kad būtų galima imtis atitinkamų administracinių priemonių arba taikyti administracines sankcijas atsakingiems asmenims, jeigu nesilaikoma šios direktyvos įgyvendinimo nuostatų. Direktyvos dalykas išimtinai susijęs su civiline teise, t. y. valstybės narės turi spręsti klausimus, susijusius su baudžiamąja teise šioje srityje pagal vidaus teisės sistemą.

19 — Kaip detaliau nurodyta šios išvados 74 punkte.

20 — Kaip per posėdį pažymėjo Estijos vyriausybė, jei taip būtų daroma, neliktų diskrecijos, būtinos vertinant konkretaus atvejo aplinkybes.

21 — Per posėdį Estijos vyriausybė pažymėjo, kad rengiant aptariamą direktyvą buvo sąmoningai nuspręsta pasirinkti lankstų tekstą, iš esmės nenustatant procentinių dalių ir griežtų vertinimo kriterijų.

83. Šis vertinimas pagrįstas panašia ankstesne patirtimi ir juo siekiama nustatyti, ar, bendriau kalbant, aptariamas įvykis gali pagrįstai įvykti, todėl ir tai, ar protingas investuotojas atsižvelgė į galimybę, kad jis įvyks, turint omenyje emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kuriuos kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką susijusiai finansinei priemonei arba su ja susijusiai išvestinei finansinei priemonei.

84. Šios išvados nepaneigia *Daimler AG* argumentai, pateikti jos pastabose.

85. Konkrečiai kalbant, šia išvada ginčijamas²² prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikusių teismo nurodytas Sprendimo *Spector Photo Group ir Van Raemdonck*²³ aiškinimas, pagal kurį „asmuo, žinantis viešai neatskleistą informaciją, kartais patiria mažesnę riziką rinkoje nei investuotojas, kuris dar nieko nežino apie ketinimą išprovokuoti tam tikras aplinkybes ar įvykius arba apie tai, kad vyksta sprendimo priėmimo procesas“²⁴.

86. *Daimler AG* tvirtina, kad prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas, nusprendęs, kad nebūtina didelė aptariamo įvykio tikimybė, neteisingai pritaikė iš minėto sprendimo kylančius principus, nes argumentuodamas rėmėsi ne hipotetiniu protingo investuotojo elgesiu, bet investuotojo, veikiančio spekuliaciniais tikslais, elgesiu; o *Daimler AG* nuomone, Direktyva 2003/06 apsaugomas protingas investuotojas, nesiekiant atgrasyti nuo spekuliacinio elgesio²⁵.

87. Šiuo klausimu *Daimler AG* tvirtina, kad asmenų, žinančių viešai neatskleistą informaciją, elgesys skiriasi nuo įprastų protingų investuotojų, be kita ko, dėl to, kad jų veiksmų motyvai ir būdai skiriasi, būtent pirmieji lengviau nei antrieji atsižvelgs į neįtikėtinus įvykius vien dėl spekuliacinių tikslų.

88. Šiems argumentams nereikėtų pritarti, nes jie pagrįsti Teisingumo Teismo praktikos ir aptariamų teisės aktų aiškinimu, kuris neatitinka aptariamų direktyvų siekiamo tikslo.

89. Kaip jau pažymėjau šios išvados 49 punkte, Sprendime *Spector Photo Group ir Van Raemdonck*²⁶ pabrėžiama, kad Direktyvos 2003/06 tikslas yra apsaugoti finansų rinkos vientisumą ir sustiprinti investuotojų pasitikėjimą, kuris pagrįstas užtikrinimu, kad visų investuotojų situacija bus vienoda, ir apsaugoti nuo to, kad panaudodami viešai neatskleistą informaciją asmenys padarys žalą tiems, kurie jos nežino.

90. Visiškai siekiama išvengti to, kad asmuo, žinantis viešai neatskleistą informaciją ir esantis palankesnėje padėtyje nei kiti jos nežinantys rinkos dalyviai, gautų naudos iš ekonominių sandorių, sudarytų naudojantis aptariama informacija, ir nepatirdamas tokios rizikos, kokią patiria kiti potencialūs investuotojai²⁷.

91. Iš to matyti, priešingai, nei teigia *Daimler AG*, kad asmenų, žinančių viešai neatskleistą informaciją, kurie galėtų norėti investuoti vien dėl spekuliacinių tikslų, ir protingų investuotojų hipotetiniai psichologiniai ir elgesio skirtumai nėra svarbūs, nes šie visi asmenys bet kuriuo atveju ir, neatsižvelgiant į jų skirtumus, turi atsidurti visiškai vienodoje situacijoje tam, kad būtų užtikrintas finansų rinkos vientisumas ir sustiprintas investuotojų pasitikėjimas.

92. Aptariamomis direktyvomis draudžiama piktnaudžiauti viešai neatskleista informacija tam, kad būtų užtikrintas finansų rinkos vientisumas ir sustiprintas investuotojų pasitikėjimas; tačiau norint pasiekti šį tikslą nereikėtų pritarti sąvokos „tikslis“ aiškinimui didelės tikimybės prasme, kuris, konkrečiai kalbant, leistų neatskleisti informacijos, dažnai pranešančios apie būsimą įvykį, galintį turėti įtakos akcijų kainai, taip suteikiant pranašumą labai spekuliacinei prekybai vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija.

22 — *Daimler AG* pastabų 153 punktas.

23 — Minėtas 6 išnašoje.

24 — Žr. nutarties dėl prašymo priimti prejudicinį sprendimą 20 punktą.

25 — *Daimler AG* pastabų 154 punktas.

26 — Minėtas 6 išnašoje (47 punktas).

27 — Žr. šios išvados 50 punktą.

93. Taip pat nereikėtų atsižvelgti į per didelio informacijos kiekio (*information overload*)²⁸ riziką, kuri kiltų, jei kapitalo rinką, taikant per platų viešai neatskleistos informacijos sąvokos aiškinimą, užplūstų toks kiekis nepatikimos informacijos, kad rinkos dalyviai pradėtų klysti.

94. Iš tiesų direktyvomis 2003/06 ir 2003/124 sukurta sistema būtent siekiama leisti visiems investuotojams priimti sprendimus prisiimant iš to kylančią atsakomybę ir net galbūt klystant, gavus ir įvertinus visą svarbią informaciją, galinčią daryti įtaką biržos vertei. Todėl kilus abejonių, geriau aptariamas direktyvas aiškinti taip, kad viešai atskleistinos informacijos kiekis būtų didesnis nei mažesnis.

95. Todėl į antrojo klausimo pirmą dalį Teisingumo Teismui siūlau atsakyti taip, kad:

- formuluote „pagrįstai gali“, kaip tai suprantama pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, nereikalaujama, kad tikimybė, jog aptariamas įvykis ar aplinkybės atsirastų, būtų dominuojanti ar didelė,
- direktyvomis 2003/06 ir 2003/124 sukurta sistema reikalaujama tik to, kad kai nė vienas iš Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalyje nurodytų elementų visiškai neegzistuoja, būtų tiksli informacija, pagrįsta *ex ante* vertinimu, atliktu pagal aptariamos informacijos numatomos įtakos kriterijus, turint omeny emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kuriuos kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką susijusiai finansinei priemonei arba su ja susijusiai išvestinei finansinei priemonei.

96. Prašymą priimti prejudicinį sprendimą pateikęs teismas taip pat klausė, konkrečiau kalbant, antrojo prejudicinio klausimo antroje dalyje, ar tai, kad aplinkybės, kurios egzistuoja arba pagrįstai gali atsirasti, arba įvykis, kuris įvyko arba pagrįstai gali įvykti, reikia suprasti taip, jog tikimybės laipsnis priklausys nuo pasekmių emitentui reikšmingumo, ir kad jeigu jų galimybė daryti įtaką akcijų kainoms yra didelė, pakanka to, kad aplinkybių ar įvykio atsiradimas ateityje būtų nors ir neaiškus, bet ne neįmanomas.

97. Atsakant į šį klausimą reikia atsižvelgti į tai, kaip nustatyta Direktyvos 2003/06 1 straipsnio 1 punkte, kad informacija tampa viešai neatskleidžiama, jei, be to, kad ji susijusi su vienu ar keliais emitentų, atitinka tris sąlygas:

- a) yra tiksli;
- b) viešai neatskleista;
- c) gali turėti didelės įtakos atitinkamų finansinių priemonių kainai.

98. Nenagrinėjant fakto, ar informacija buvo atskleista viešai, nes tai nėra šio proceso dalykas, tikslumas ir galimybė daryti didelę įtaką atitinkamų finansinių priemonių kainai yra du esminiai elementai, kuriais pagrįsta viešai neatskleistos informacijos sąvoka²⁹; pirmasis (šios išvados 97 punkto a papunktis) susijęs su informacijos turiniu, kuris tiesiog turi būti tikslus, kaip apibrėžta Direktyvos 2003/124³⁰ 1 straipsnio 1 dalyje, o antrasis (šios išvados 97 punkto b papunktis) apima informacijos išorinę įtaką, t. y. jos potencialią galią, kaip apibrėžta Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 2 dalyje.

28 — Žr. *Daimler AG* pastabų 168 punktą.

29 — Kaip matyti iš Direktyvos 2003/124 3 konstatuojamosios dalies, pagal kurią rinkos dalyvių teisinį užtikrintumą reikėtų stiprinti tiksliau apibūdinant du viešai neatskleistai informacijai apibrėžti skirtus esminius elementus, visų pirma tiksliai tos informacijos prigimtį ir galimo jos poveikio finansinių priemonių arba susijusių išvestinių finansinių priemonių kainoms reikšmingumą.

30 — Pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį informacija yra tiksli:a)jeigu ji nurodo aplinkybes, kurios egzistuoja (arba įvyki, kuris įvyko) arba pagrįstai gali atsirasti (arba pagrįstai gali įvykti);b)jeigu ji pakankamai konkrečiai, kad būtų galima daryti išvadą dėl galimos tų aplinkybių ar įvykio įtakos finansinių priemonių ar susijusių išvestinių finansinių priemonių kainai.

99. Minėtų elementų egzistavimą ir jų ryšį reikia išnagrinėti atsižvelgiant į viešai neatskleistos informacijos pobūdį³¹.

100. Tokį klausimą nagrinėjantis teismas iš tiesų neturi kas kartą koncentruotis tik į vieną iš šių sąlygų, t. y. atsižvelgiant į atvejį, į informacijos tikslumą ar jos potencialią įtaką, visiškai nekreipdamas dėmesio į kitos informacijos egzistavimą; jis turi nustatyti, ar informacija yra viešai neatskleista, išsamiai vertindamas visus turimus įrodymus.

101. Šie elementai, nors nustatant juos yra logiškai skirtingi, turi būti vertinami globaliai, ir nors vienai iš dviejų sąlygų konkrečiu atveju gali būti suteikta didesnė konkreti reikšmė nei kitai³², kita negali visiškai neegzistuoti; tada informacija pasiekia tokį lygį, kai gali būti laikoma viešai neatskleista, nustačius tinkamą pusiausvyrą tarp jos tikslumo ir potencialios įtakos.

102. Iš tiesų pagal direktyvas 2003/06 ir 2003/124 nereikalaujama, kiek tai susiję su šiuo procesu, nei, kaip jau buvo pasakyta, didelės tikimybės, kad aptariamose aplinkybėse atsirastų, nei realios įtakos akcijų kainai.

103. Konkrečiai kalbant, pagal Sprendimą *Spector Photo Group ir Van Raemdonck*³³, atsižvelgiant į Direktyvos 2003/6 tikslą, ši galimybė daryti didelę įtaką kainai *a priori* turi būti vertinama atsižvelgiant į aptariamą informacijos turinį ir kontekstą, kuriame ji yra, nes siekiant nustatyti, ar informacija yra viešai neatskleista, nebūtina išnagrinėti, ar jos atskleidimas iš tiesų turėjo didelę įtaką finansinių priemonių kainai.

104. Aptariamuose teisės aktuose nustatomos tik minimalios sąlygos, kurių nesant informacija negali būti laikoma viešai neatskleista informacija.

105. Atsižvelgiant į šią bylą, tai galėtų būti atvejis, kai reikėtų konstatuoti, kad įvykis gali būti laikomas neįmanomu ar neįtikėtinu pagal protingumo kriterijų; tai reikštų, kad informacija nėra pakankamai tiksli (pirma sąlyga neįvykdyta), arba ji potencialiai neturi įtakos kainai (antra sąlyga neįvykdyta).

106. Iš to matyti, kad tuo atveju, kai informacija gali daryti didelę įtaką akcijų kainai, pakanka, kad aplinkybės ar įvykio atsiradimas ateityje nebūtų neįmanomas ar neįtikėtinas, nors ir būtų neaiškus.

107. Atliekant aptariamą vertinimą, pasekmių įtaka emitentui yra svarbi³⁴ tiek, kiek tai susiję su turima *ex ante* informacija, atsižvelgiant į tai, kad protingas investuotojas priima savo sprendimus pagal numatomą informacijos įtaką, atsižvelgdamas į atitinkamo emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kuriuos kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką susijusiai finansinei priemonei arba su ja susijusiai išvestinei finansinei priemonei.

108. Bet kuriuo atveju *ex post* informacija gali būti naudojama patikrinti prielaidą, kad *ex ante* informacija buvo opi kainų pokyčiams³⁵.

31 — Kaip pažymėta šios išvados 98 punkte.

32 — Pažymėtina, kad per posėdį buvo diskutuojama apie Amerikos teismų praktikos (konkrečiai kalbant, Jungtinių Amerikos Valstijų Aukščiausiojo teismo sprendimo *Basic Inc. prieš Levinson*, 485 US, 224, 1988) įtaką Bendrijos teisės aktams; pagal šią praktiką protingo investuotojo elgesys vertinamas pagal kriterijų, vadinamą *probability / magnitude* (tikimybė ir (arba) mastas), pagal kurį informacijos svarba vertinama nustatant pusiausvyrą tarp tikimybės (*probability*), kad įvykis įvyks, ir numatomo šio įvykio masto (*magnitude*), atsižvelgiant į bendrovės veiksmų visumą (*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*).

Ši teismų praktika turėjo turėti įtakos protingo investuotojo sąvokos nustatymui ir Direktyvos 2003/124 1 konstatuojamosios dalies redakcijai, pagal kurią protingi investuotojai grindžia savo investicinius sprendimus jau turima informacija (*ex ante* informacija), būtent atitinkamo „emitento susijusių veiksmų visuma“; pastaroji nuoroda aiškiai nurodo minėtus Amerikos teismų argumentus (*in light of the totality of the company activity*).

33 — Minėtas 6 išnašoje (69 punktas).

34 — Direktyvos 2003/124 1 konstatuojamojoje dalyje daroma aiški nuoroda į numatomą aptariamą informacijos įtaką, turint omenyje atitinkamo emitento susijusių veiksmų visumą.

35 — Kaip matyti iš Direktyvos 2003/124 2 konstatuojamosios dalies.

109. Todėl, kiek tai susiję su antrojo prejudicinio klausimo antra dalimi, Teisingumo Teismui siūlau pateikti tokį atsakymą:

- esant tikimybei, kad informacija gali daryti didelę įtaką akcijų kainai, pakanka, kad aplinkybės ar įvykio atsiradimas ateityje nebūtų neįmanomas ar neįtikėtinas, nors ir būtų neaiškus,
- pasekmės emitentui yra svarbios tiek, kiek jos susijusios su *ex ante* informacija, o *ex post* informacija gali būti naudojama patikrinti prielaidą, kad *ex ante* informacija buvo opi kainų pokyčiams.

VII – Išvada

110. Atsižvelgdamas į minėtus svarstymus, siūlau Teisingumo Teismui į *Bundesgerichtshof* pateiktus klausimus atsakyti taip:

1. 2003 m. sausio 28 d. Europos Parlamento ir Tarybos direktyvos 2003/6/EB dėl prekybos vertybiniais popieriais, pasinaudojant viešai neatskleista informacija, ir manipuliavimo rinka (piktnaudžiavimo rinka) 1 straipsnio 1 punktą ir 2003 m. gruodžio 22 d. Komisijos direktyvos 2003/124/EB, įgyvendinančios Europos Parlamento ir Tarybos direktyvą 2003/6/EB dėl viešai neatskleistos informacijos ir viešo jos atskleidimo bei manipuliavimo rinka apibrėžimo, 1 straipsnio 1 dalį reikia aiškinti taip, kad tęstinio laiko atžvilgiu proceso atveju, per kurį atsiranda tam tikra aplinkybė arba įvyksta tam tikras įvykis (tai vadinama tęstiniu laiko atžvilgiu procesu), tiksli informacija ir todėl viešai neatskleista informacija, esant visoms kitoms sąlygoms, numatytoms šiose direktyvose, gali būti laikoma informacija apie tarpiniuose etapuose egzistuojančius ar atsirasiančius faktus, susijusius su aplinkybių ar įvykių atsiradimu ateityje.
2.
 - a) Formuliuote „pagrįstai gali“, kaip tai suprantama pagal Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalį, nereikalaujama, kad tikimybė, jog aptariamasis įvykis ar aplinkybės atsiradimas, būtų dominuojanti ar didelė;
 - b) direktyvomis 2003/06 ir 2003/124 sukurta sistema veikia reikalaujama, kad tuo atveju, kai nėra vienas iš Direktyvos 2003/124 1 straipsnio 1 dalyje nurodytų dviejų elementų nėra visiškai neegzistuojantis, būtų tikslios informacijos, pagrįstos *ex ante* vertinimu, atliktu pagal aptariamą informaciją numatomos įtakos kriterijus, atsižvelgiant į emitento susijusių veiksmų visumą, informacijos šaltinių patikimumą ir bet kuriuos kitus rinkos rodiklius, kurie tam tikromis aplinkybėmis gali daryti įtaką susijusiai finansinei priemonei arba su ja susijusiai išvestinei finansinei priemonei;
 - c) esant tikimybei, kad informacija turės didelę įtaką akcijų kainai, pakanka, kad aplinkybės ar įvykio atsiradimas ateityje nebūtų neįmanomas ar neįtikėtinas, nors ir būtų neaiškus;
 - d) pasekmės emitentui yra svarbios tiek, kiek jos susijusios su *ex ante* informacija, o *ex post* informacija gali būti naudojama patikrinti prielaidą, kad *ex ante* informacija buvo opi kainų pokyčiams.