



Zbiór Orzeczeń

WYROK TRYBUNAŁU (druga izba)

z dnia 28 czerwca 2012 r.*

Dyrektywy 2003/6/WE i 2003/124/WE — Informacja wewnętrzna — Pojęcie „informacji dokładnej” — Etapy pośrednie procesu rozciągniętego w czasie — Odniesienie do zestawu okoliczności, których zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub do wydarzenia, co do którego można w sposób uzasadniony przewidywać, że będzie mieć miejsce — Wykładnia sformułowania „można w sposób uzasadniony przewidywać” — Podanie do wiadomości publicznej informacji dotyczących zmiany na stanowisku kierowniczym w spółce

W sprawie C-19/11

mającej za przedmiot wniosek o wydanie, na podstawie art. 267 TFUE, orzeczenia w trybie prejudycjalnym, złożony przez Bundesgerichtshof (Niemcy) postanowieniem z dnia 22 listopada 2010 r., które wpłynęło do Trybunału w dniu 14 stycznia 2011 r., w postępowaniu:

Markus Geltl

przeciwko

Daimler AG,

przy udziale:

Lothara Meiera i in.,

TRYBUNAŁ (druga izba),

w składzie: J.N. Cunha Rodrigues, prezes izby, U. Löhmus (sprawozdawca), A. Rosas, A. Ó Caoimh i C.G. Fernlund, sędziowie,

rzecznik generalny: P. Mengozzi,

sekretarz: A. Impellizzeri, administrator,

uwzględniając procedurę pisemną i po przeprowadzeniu rozprawy w dniu 2 lutego 2012 r.,

rozważywszy uwagi przedstawione:

- w imieniu M. Geltla przez R. Lindnera, Rechtsanwalt,
- w imieniu Daimler AG przez M. Sustmanna oraz R. Schmidta-Benduma, Rechtsanwälte,
- w imieniu M. Meiera przez H. Schmidta, Rechtsanwalt,

* Język postępowania: niemiecki.

- w imieniu E. Endruweit i in. przez R. Lindnera,
- w imieniu rządu belgijskiego przez M. Jacobs oraz J.C. Halleux’go, działających w charakterze pełnomocników,
- w imieniu rządu czeskiego przez M. Smolka oraz D. Hadrouška, działających w charakterze pełnomocników,
- w imieniu rządu estońskiego przez M. Linntam, działającą w charakterze pełnomocnika,
- w imieniu rządu włoskiego przez G. Palmieri, działającą w charakterze pełnomocnika, wspieraną przez M. Russo, avvocato dello Stato,
- w imieniu rządu portugalskiego przez L. Ineza Fernandesa oraz F. Matiasa Santosa, działających w charakterze pełnomocników,
- w imieniu rządu Zjednoczonego Królestwa przez S. Hathawaya, działającego w charakterze pełnomocnika, wspieranego przez A. Henshawa, barrister,
- w imieniu Komisji Europejskiej przez G. Brauna oraz R. Vasilevą, działających w charakterze pełnomocników,

po zapoznaniu się z opinią rzecznika generalnego na posiedzeniu w dniu 21 marca 2012 r.,

wydaje następujący

Wyrok

- 1 Wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym dotyczy wykładni art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.U. L 96, s. 16) oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz.U. L 339, s. 70).
- 2 Wniosek ten został złożony w ramach sporu pomiędzy M. Geltlem i Daimler AG (zwaną dalej „spółką Daimler”) w przedmiocie szkody, którą M. Geltl miał ponieść z powodu powoływanego przez niego rzekomo spóźnionego podania przez tę spółkę do wiadomości publicznej informacji dotyczących wcześniejszego ustąpienia prezesa jej zarządu.

Ramy prawne

Prawo Unii

Dyrektywa 2003/6

- 3 Motywy 2, 12, 16 i 24 dyrektywy 2003/6 stanowią:

„(2) Zintegrowany i wydajny rynek wymaga uczciwości rynkowej. Sprawne funkcjonowanie rynków papierów wartościowych oraz publiczne zaufanie do rynków są warunkami wstępnymi wzrostu gospodarczego i dobrobytu. Nadużycia na rynku naruszają integralność rynków finansowych oraz publiczne zaufanie do papierów wartościowych i instrumentów pochodnych.

[...]

(12) Nadużycia na rynku polegają na wykorzystywaniu poufnych [wewnętrznych] informacji i manipulacjach na rynku. Cel przepisów wymierzonych przeciwko wykorzystywaniu poufnych [wewnętrznych] informacji jest taki sam jak cel przepisów wymierzonych przeciwko manipulacjom na rynku: zapewnienie integralności rynków finansowych Wspólnoty i zwiększenie zaufania inwestorów do tych rynków. [...]

[...]

(16) Informacje wewnętrzne to wszelkie informacje o ściśle określonym charakterze [dokładne], niepodane do wiadomości publicznej, dotyczące bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych. Informacje, które mogłyby mieć istotny wpływ na rozwój i kształtowanie się cen na rynku regulowanym, mogłyby zostać uznane za informacje odnoszące się pośrednio do jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub do jednego lub kilku powiązanych pochodnych instrumentów finansowych.

[...]

(24) Szybkie i rzetelne ujawnianie informacji do wiadomości publicznej wzmacnia integralność rynku, podczas gdy selektywne ujawnianie wewnętrznych informacji przez emitentów może prowadzić do utraty zaufania inwestorów do integralności rynków finansowych. [...]

4 Artykuł 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6/WE definiuje pojęcie „informacji wewnętrznej” jako „informację o ściśle określonym charakterze [dokładną], niepodaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych i któr[a], gdyby został[a] podan[a] do wiadomości publicznej, miał[a]by prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych”.

5 Artykuł 2 rzeczonej dyrektywy przewiduje:

„1. Państwa członkowskie zabraniają każdej osobie, określonej w akapicie drugim, posiadającej informacje wewnętrzne, wykorzystywania takich informacji poprzez nabywanie lub zbywanie lub próbę nabycia lub zbycia, na rachunek własny lub na rachunek strony trzeciej, bezpośrednio lub pośrednio, instrumentów finansowych, których informacje te dotyczą.

Akapit pierwszy ma zastosowanie do osób, które takie informacje posiadają:

- a) z tytułu swojego członkostwa w organach administracyjnych, zarządzających lub nadzorczych emitenta; lub
- b) z tytułu posiadanego udziału w kapitale emitenta; lub
- c) z tytułu posiadanego dostępu do informacji poprzez zatrudnienie, wykonywanie swojego zawodu lub obowiązków; lub
- d) z tytułu działalności przestępczej.

2. Jeżeli osoba określona w ust. 1 jest osobą prawną, zakaz ustanowiony w tym ustępie stosuje się również do osób fizycznych, które biorą udział w podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu transakcji na rachunek danej osoby prawnej.

3. Niniejszy artykuł nie ma zastosowania do transakcji przeprowadzanych jako spłacenie zobowiązania, które stało się wymagalne, powstałe na skutek nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, jeżeli to zobowiązanie wynika z umowy zawartej, zanim dana osoba weszła w posiadanie informacji wewnętrznych”.

6 Artykuł 6 ust. 1 i 2 teŹe dyrektywy stanowi:

„1. Państwa członkowskie zapewniają, Źe emitenci instrumentów finansowych podają moŹliwie szybko do wiadomości publicznej informacje wewnętrzne bezpośrednio ich dotyczące.

[...]

2. Emitent moŹe, na własną odpowiedzialność, opóźnić podanie do wiadomości publicznej informacji wewnętrznych, jak określono w ust. 1, aby nie naruszyć swych prawnie uzasadnionych interesów, pod warunkiem Źe takie zaniechanie prawdopodobnie nie wprowadzi w błąd oraz Źe emitent moŹe zapewnić poufność takich informacji. Państwa członkowskie mogą wymagać, aby emitent bezzwłocznie poinformował właściwy organ o decyzji opóźnienia podania do wiadomości publicznej informacji wewnętrznych”.

Dyrektywa 2003/124

7 Zgodnie z motywami 1 i 3 dyrektywy 2003/124:

„(1) Rozsądni inwestorzy opierają swoje decyzje inwestycyjne na informacjach dla nich dostępnych w danej chwili, czyli na informacjach dostępnych ex ante. Dlatego kwestia, czy podejmując decyzję inwestycyjną, rozsądny inwestor brałby pod uwagę daną informację, powinna być rozważana na podstawie dostępnych informacji ex ante. Ocena taka musi brać pod uwagę przewidywany wpływ danej informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, wiarygodność źródła informacji oraz wszelkie inne zmienne rynkowe, które mogą mieć wpływ na dany instrument finansowy lub zwiąŹany z nim w danych okolicznościach pochodny instrument finansowy.

[...]

(3) Pewność prawna uczestników rynku powinna zostać wzmocniona przez dokładniejsze zdefiniowanie dwóch elementów niezbędných do zdefiniowania informacji wewnętrznej, to znaczy dokładnej natury informacji oraz znaczenia jej potencjalnego wpływu na ceny instrumentów finansowych lub zwiąŹanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych”.

8 Artykuł 1 teŹe dyrektywy, zatytułowany „Informacje wewnętrzne”, przewiduje:

„1. Do celów stosowania art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE informacje uważa się za informacje dokładne, jeŹeli wskazują one na zestaw okoliczności, które zaistniały lub moŹna ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które miało miejsce lub moŹna je w sposób uzasadniony przewidywać, i które są na tyle szczególne, aby umoŹliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie moŹliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub zwiąŹanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

2. Do celów stosowania art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE »informacje, które, jeŹeli zostałyby ujawnione [podane do wiadomości publicznej], miałyby istotny wpływ na ceny instrumentów finansowych lub zwiąŹanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych« oznaczają informacje, które rozsądny inwestor wykorzystałby, podejmując swoje decyzje inwestycyjne”.

9 Artykuł 3 ust. 1 rzeczonyj dyrektywy zawiera niewyczerpującą listę sytuacji, do których mogą odnosić się prawnie uzasadnione interesy emitenta w rozumieniu art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6. Chodzi tu mianowicie o toczące się negocjacje lub kwestie z nimi zwiąŹane, jeŹeli podanie do wiadomości publicznej mogłoby mieć wpływ na ich wynik lub przebieg, oraz o decyzje podejmowane lub umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają akceptacji innego organu emitenta w celu nabrania skuteczności, w przypadku gdy organizacja [struktura] emitenta wymaga rozdzielenia tych dwóch organów.

Prawo niemieckie

- 10 Paragraf 13 ust. 1 Gesetzes über den Wertpapierhandel (ustawy o obrocie papierami wartościowymi) w brzmieniu z dnia 9 września 1998 r. (BGBl. 1998 I, s. 2708), zmienionej Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (ustawą o polepszeniu ochrony inwestorów) z dnia 28 października 2004 r. (BGBl. 2004 I, s. 2630) (zwanej dalej „WpHG”), stanowi:

„Informację wewnętrzną stanowi konkretna informacja dotycząca nieznanych publicznie okoliczności które odnoszą się do jednego lub większej liczby emitentów papierów wewnętrznych lub do samych papierów wewnętrznych i które w przypadku ich podania do publicznej wiadomości mogą istotnie wpłynąć na cenę giełdową lub rynkową papierów wewnętrznych. Za mogącą mieć taki wpływ przyjmuje się informację, którą rozsądny inwestor uwzględniłby przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można przewidywać z wystarczającym prawdopodobieństwem, należy również uważać za okoliczności w znaczeniu zdania pierwszego. [...]”

- 11 Artykuł 6 ust. 1 i 2 dyrektywy 2003/6 został transponowany do niemieckiego porządku prawnego przez § 15 ust. 1 i 3 WpHG. Na mocy § 15 ust. 6 WpHG emitent naruszający swe obowiązki wynikające z ust. 1–4 tegoż paragrafu jest zobowiązany naprawić szkodę poniesioną przez inną osobę na warunkach określonych w szczególności w § 37b WpHG.

Postępowanie przed sądem krajowym i pytania prejudycjalne

- 12 Z postanowienia odsyłającego wynika, że po walnym zgromadzeniu spółki Daimler w dniu 6 kwietnia 2005 r. pan Schrempp, będący prezesem jej zarządu, rozważał zakończenie swej kadencji, mającej trwać do 2008 r. W dniu 17 maja 2005 r. wspomniał o tym zamiarze prezesowi rady nadzorczej tej spółki, panu Kopperowi. Pomiędzy dniem 1 czerwca i dniem 27 lipca 2005 r. o planach pana Schremppa poinformowani zostali również inni członkowie rady nadzorczej i zarządu.
- 13 Od dnia 10 lipca 2005 r. spółka Daimler przygotowywała komunikat prasowy, oświadczenie zewnętrzne i pismo skierowane do swych współpracowników.
- 14 W dniu 13 lipca 2005 r. zwołano, odpowiednio, na dzień 27 i 28 lipca 2005 r. posiedzenia komitetu zarządzającego rady nadzorczej spółki Daimler (zwanego dalej „komitetem zarządzającym”) oraz rady nadzorczej, przy czym w pismach zwołujących je nie wspomniano o ewentualnej zmianie prezesa zarządu.
- 15 W dniu 18 lipca 2005 r. panowie Schrempp i Kopper uzgodnili, iż na posiedzeniu rady nadzorczej w dniu 28 lipca 2005 r. zaproponują wcześniejsze ustąpienie pana Schremppa oraz powołanie pana Zetschego na jego następcę.
- 16 Podczas posiedzenia, które rozpoczęło się w dniu 27 lipca 2005 r. o godzinie 17, komitet zarządzający postanowił zaproponować radzie nadzorczej, mającej się zebrać nazajutrz, aby zaakceptowała owo ustąpienie ze stanowiska i powołanie na nie pana Zetschego.
- 17 W dniu 28 lipca 2005 r. około godziny 9.50 rada nadzorcza spółki Daimler postanowiła, że pan Schrempp ustąpi ze stanowiska z końcem roku i zostanie zastąpiony przez pana Zetschego.
- 18 Decyzja ta została zakomunikowana zarządom giełd oraz Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (związkowemu urzędowi nadzoru finansowego) oraz opublikowana w bazie danych rejestracyjnych Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (niemieckiej spółki ds. komunikatów bieżących).
- 19 W następstwie opublikowania tej decyzji kurs akcji spółki Daimler, który urósł już wcześniej, po opublikowaniu tego samego ranka wyników za drugi kwartał 2005 r., zanotował wyraźny wzrost.

- 20 Pan Geltl i wielu innych inwestorów sprzedali akcje spółki Daimler przed podaniem rzeczony decyzji do wiadomości publicznej. Wnieśli oni skargę przeciwko tej spółce do Landgericht Stuttgart (sądu okręgowego w Stuttgarcie), w której zażądali odszkodowania, podnosząc, że podanie do wiadomości publicznej było spóźnione. Sąd ten zwrócił się do Oberlandesgericht Stuttgart (sądu apelacyjnego w Stuttgarcie), aby rozstrzygnął on liczne kwestie dotyczące tych sporów w ramach pilotażowej sprawy („Musterverfahren”).
- 21 W pilotażowym orzeczeniu z dnia 22 kwietnia 2009 r. Oberlandesgericht Stuttgart stwierdził, że nie można wykazać, iż w dniu 17 maja 2005 r. lub w dniu późniejszym zaistniała informacja wewnętrzna, wedle której pan Schrempp jednostronnie miał ustąpić ze stanowiska niezależnie od zgody rady nadzorczej spółki Daimler. Zdaniem tego sądu decydującą okolicznością, która mogła mieć wpływ na kurs akcji tej spółki, jest decyzja rady nadzorczej z dnia 28 lipca 2005 r. Decyzja ta stała się wystarczająco prawdopodobna po tym, jak komitet zarządzający postanowił w dniu 27 lipca 2005 r. po godzinie 17 zaproponować radzie nadzorczej, aby ją przyjęła. Informacja wewnętrzna istniała zatem dopiero od tego dnia. Oberlandesgericht Stuttgart przyznał, że przesłanki opóźnienia podania tej informacji do wiadomości publicznej przewidziane w § 15 ust. 3 WpHG nie były w całości spełnione, lecz orzekł, iż szkoda podnoszona przez skarżących nastąpiłaby, nawet gdyby przesłanki te zostały spełnione.
- 22 Sąd odsyłający, do którego wniesiono odwołanie, zaznacza, że Oberlandesgericht Stuttgart nie zbadał, czy poszczególne etapy procesu, który doprowadził do decyzji z dnia 28 lipca 2005 r., mogły mieć wpływ na kurs akcji spółki Daimler. Natomiast w postępowaniu w sprawie grzywny odnoszącym się do takich samych okoliczności co w postępowaniu przed sądem odsyłającym, Oberlandesgericht Frankfurt am Main (sąd apelacyjny we Frankfurcie nad Menem) stanął na stanowisku, że powiązanie szeregu odrębnych okoliczności w jedną całościową decyzję jest sprzeczne z brzmieniem § 13 ust. 1 WpHG i dyrektyw 2003/6 i 2003/124 oraz że w konsekwencji obowiązek podania do wiadomości publicznej istniał od momentu, kiedy wewnętrzny proces doprowadził do podjęcia decyzji i ujawnienia jej organom decyzyjnym danego przedsiębiorstwa.
- 23 W tych okolicznościach Bundesgerichtshof (federalny sąd najwyższy) postanowił zawiesić postępowanie i zwrócić się do Trybunału z następującymi pytaniami prejudycjalnymi:
- „1) Czy w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego wiele etapów pośrednich ma doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub do wystąpienia określonego wydarzenia, należy dla zastosowania art. 1 [pkt 1] dyrektywy 2003/6 oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 oprzeć się wyłącznie na tym, czy tę przyszłą okoliczność lub przyszłe wydarzenie należy uważać za informacje dokładne (o ściśle określonym charakterze) w rozumieniu tych przepisów dyrektyw, oraz w związku z tym zbadać, czy można w sposób uzasadniony przewidywać, że ta przyszła okoliczność zaistnieje lub że to przyszłe wydarzenie będzie miało miejsce, albo czy w przypadku takiego rozciągniętego w czasie procesu także etapy pośrednie, które już zaistniały [istnieją] lub miały miejsce, a są związane z urzeczywistnieniem przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia, mogą również stanowić informacje dokładne (o ściśle określonym charakterze) w rozumieniu wymienionych przepisów dyrektyw?
- 2) Czy możliwość przewidywania w sposób uzasadniony w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 wymaga oceny prawdopodobieństwa na poziomie przeważającym albo wysokim albo czy okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenia, których wystąpienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, należy rozumieć w ten sposób, że poziom ich prawdopodobieństwa zależy od intensywności wpływu na emitenta, a w przypadku dużej zdolności wpływania na wysokość kursu [akcji] wystarczy, jeśli zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia jest nieznanne [niepewne], ale nie jest mało prawdopodobne [nieprawdopodobne]?”.

W przedmiocie pytań prejudycjalnych

- 24 Na wstępie należy przypomnieć, że w celu zapewnienia integralności rynków finansowych Unii Europejskiej i zwiększenia zaufania inwestorów do tych rynków dyrektywa 2003/6 zabrania wykorzystywania informacji wewnętrznych na warunkach określonych w art. 2 i zgodnie z jej art. 6 ust. 1 wymaga od emitentów instrumentów finansowych podawania, najszybciej jak to możliwe, do wiadomości publicznej informacji wewnętrznych bezpośrednio ich dotyczących. Na mocy art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6 w pewnych warunkach możliwe jest opóźnienie podania do wiadomości publicznej informacji wewnętrznych w celu uniknięcia naruszenia prawnie uzasadnionych interesów emitenta.
- 25 Definicja pojęcia „informacja wewnętrzna” wynikająca z art. 1 pkt 1 akapit pierwszy rzeczony dyrektywy obejmuje cztery zasadnicze elementy. Po pierwsze, chodzi tu o informację dokładną. Po drugie, o informację, która nie została podana do wiadomości publicznej. Po trzecie, dotyczy ona bezpośrednio lub pośrednio jednego lub więcej instrumentów finansowych lub emitentów. Po czwarte, informacja ta, jeżeli zostałaby podana do wiadomości publicznej, miałaby istotny wpływ na ceny danych instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych. Elementy pierwszy i czwarty są bardziej precyzyjnie zdefiniowane, odpowiednio, w art. 1 ust. 1 i 2 dyrektywy 2003/124.
- 26 Sąd odsyłający w zadanych pytaniach zmierza do uzyskania wyjaśnień w odniesieniu do pierwszego z tych elementów, a mianowicie dokładnego charakteru informacji.

W przedmiocie pytania pierwszego

- 27 W pytaniu pierwszym sąd odsyłający stara się zasadniczo ustalić, czy wykładni art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 i art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy dokonywać w ten sposób, iż w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, który ma na celu doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub do wystąpienia określonego wydarzenia, w rozumieniu tych przepisów informacje dokładne stanowią mogą nie tylko ta okoliczność lub to wydarzenie, lecz również etapy pośrednie tego procesu, które już zaistniały lub miały miejsce, a które są związane z urzeczywistnieniem tejże okoliczności lub tegoż wydarzenia.
- 28 Z motywu 3 dyrektywy 2003/124 wynika, że ma ona na celu dokładniejsze zdefiniowanie pojęcia „informacja dokładna” wykorzystanego w dyrektywie 2003/6 w celu wzmocnienia pewności prawa uczestników danego rynku.
- 29 Zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 informację uważa się za informację dokładną, jeżeli spełnione są łącznie dwa warunki. Po pierwsze, informacja musi wskazywać na zestaw okoliczności, który istnieje lub którego zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub na wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać. Po drugie, musi ona być na tyle szczegółowa, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub tego wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.
- 30 Jako że pojęcia „zestaw okoliczności” i „wydarzenie” nie są zdefiniowane we wspomnianej dyrektywie, należy rozumieć je zgodnie z ich powszechnym znaczeniem.
- 31 Należy zauważyć, że etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu może sam w sobie stanowić zestaw okoliczności lub wydarzenie, zgodnie z powszechnie przypisywanym tym pojęciom znaczeniem.
- 32 Stwierdzenie to znajduje potwierdzenie w art. 3 ust. 1 dyrektywy 2003/124, przewidującym jako przykłady informacji wewnętrznych, których podanie do wiadomości publicznej może być opóźnione zgodnie z art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6, sytuacje stanowiące typowe przypadki etapów pośrednich

stopniowych procesów, a mianowicie toczące się negocjacje oraz decyzje podejmowane lub umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają akceptacji innego organu emitenta w celu nabrania skuteczności.

- 33 Ponadto, jak wynika zwłaszcza z motywów 2 i 12 dyrektywy 2003/6, ma ona na celu zapewnienie integralności rynków finansowych Unii i zwiększenie zaufania inwestorów do tych rynków. Zaufanie to opiera się w szczególności na tym, że będą oni traktowani jednakowo i że będą chronieni zwłaszcza przed niewłaściwym stosowaniem informacji wewnętrznych (zob. podobnie wyroki: z dnia 23 grudnia 2009 r. w sprawie C-45/08 Spector Photo Group i Van Raemdonck, Zb.Orz. s. I-12073, pkt 47; a także z dnia 7 lipca 2011 r. w sprawie C-445/09 IMC Securities, Zb.Orz. s. I-5917, pkt 27).
- 34 W tym względzie zdanie pierwsze motywu 24 rzeczony dyrektywy uściśla, iż szybkie i rzetelne ujawnianie informacji wzmacnia integralność rynku, podczas gdy selektywne ujawnianie wewnętrznych informacji przez emitentów może prowadzić do utraty zaufania inwestorów do integralności rynków finansowych.
- 35 Wykładnia pojęć „zestaw okoliczności” i „wydarzenie” nieuwzględniająca pośrednich etapów procesu rozciągniętego w czasie groziłaby naruszeniem celów przypomnianych w dwóch poprzednich punktach niniejszego wyroku. Wykluczenie możliwości uznania informacji odnoszącej się do takiego etapu procesu rozciągniętego w czasie za informację dokładną w rozumieniu art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 prowadziłoby bowiem do anulowania obowiązku przewidzianego w jej art. 6 ust. 1 akapit pierwszy, polegającego na podaniu do wiadomości publicznej tej informacji, chociażby miała ona bardzo szczegółowy charakter i chociażby inne elementy składające się na informację wewnętrzną wymienione w pkt 25 niniejszego wyroku były również obecne.
- 36 W takiej sytuacji niektóre z osób posiadających tę informację mogłyby znaleźć się w uprzywilejowanej sytuacji w stosunku do pozostałych inwestorów i osiągnąć w ten sposób korzyść ze szkodą dla innych inwestorów, którym informacja ta nie jest znana (zob. podobnie ww. wyrok w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck, pkt 48).
- 37 Ryzyko zajścia takiej sytuacji jest tym większe, że w pewnych okolicznościach możliwe jest zakwalifikowanie wyniku określonego procesu jako etapu pośredniego innego procesu, który z kolei ma szerszy charakter.
- 38 W konsekwencji informacja dotycząca etapu pośredniego wpisująca się w ramy procesu rozciągniętego w czasie może stanowić informację dokładną. Należy uściślić, że wykładnia ta obowiązuje nie tylko w przypadku etapów, które już istnieją lub miały miejsce, lecz zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 odnosi się ona również do etapów, co do których można w sposób uzasadniony przewidywać, iż zaistnieją lub będą miały miejsce.
- 39 Jak wynika z pkt 29 niniejszego wyroku, kwalifikacja informacji jako dokładnej uzależniona jest ponadto od spełnienia drugiego warunku, o którym wspomina rzeczony przepis, czyli od wymogu, aby informacja była na tyle szczegółowa, by umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub tego wydarzenia na ceny danych instrumentów finansowych.
- 40 Na pierwsze pytanie należy zatem udzielić odpowiedzi, że wykładni art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 i art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy dokonywać w ten sposób, iż w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, który ma na celu doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub do wystąpienia określonego wydarzenia, w rozumieniu tych przepisów informacje dokładne stanowią mogą nie tylko ta okoliczność lub to wydarzenie, lecz również etapy pośrednie tego procesu, które są związane z urzeczywistnieniem tejże okoliczności lub tegoż wydarzenia.

W przedmiocie pytania drugiego

- 41 W pytaniu drugim sąd odsyłający stara się zasadniczo ustalić, czy wykładni art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy dokonywać w ten sposób, iż sformułowanie „zestaw okoliczności, [...] [których] zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które [...] można [...] w sposób uzasadniony przewidywać” dotyczy jedynie okoliczności lub wydarzeń, których prawdopodobieństwo wystąpienia można uważać za przeważające albo wysokie, lub też czy pojęcie to wymaga uwzględnienia intensywności wpływu tego zestawu okoliczności lub tego wydarzenia na cenę danych instrumentów finansowych.
- 42 Pomiędzy różnymi wersjami językowymi tego przepisu istnieje pewna rozbieżność. W niektórych wersjach, a w szczególności w językach francuskim, włoskim i niderlandzkim, wykorzystano sformułowanie „można w uzasadniony sposób myśleć”, podczas gdy w innych wersjach, w szczególności w językach duńskim, greckim, angielskim i szwedzkim, posłużono się sformułowaniem „można w uzasadniony sposób oczekiwać”. Wersje językowe hiszpańska i portugalska odnoszą się, odpowiednio, do „zestawu okoliczności, które mogą w uzasadniony sposób zaistnieć” i do „zestawu okoliczności lub wydarzenia, które są w uzasadniony sposób przewidywalne”. Wreszcie, niemiecka wersja językowa posługuje się sformułowaniem „z wystarczającym prawdopodobieństwem” („mit hinreichender Wahrscheinlichkeit”).
- 43 Zgodnie z utrwalonym orzecnictwem, po pierwsze, sformułowanie użyte w jednej z wersji językowych przepisu prawa Unii nie może służyć za jedyną podstawę jego wykładni lub domagać się w tym względzie pierwszeństwa względem innych wersji językowych. Po drugie, różne wersje językowe tekstu prawa unijnego należy interpretować w sposób jednolity, i w związku z tym w przypadku różnic między tymi wersjami dany przepis należy interpretować na podstawie ogólnej systematyki i celu regulacji, której część on stanowi (zob. wyrok z dnia 28 lipca 2011 r. w sprawie C-215/10 Pacific World i FDD International, Zb.Orz. s. I-7255, pkt 48 i przytoczone tam orzecnictwo).
- 44 Tymczasem z wyjątkiem niemieckiej wersji językowej wszystkie pozostałe wersje art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 istniejące w momencie jej przyjęcia wykorzystują zwrot „w uzasadniony sposób”. Posługując się tym pojęciem, prawodawca Unii ustanowił kryterium oparte na zasadach powszechnego doświadczenia w celu ustalenia, czy przyszłe okoliczności i wydarzenia są objęte zakresem stosowania tego przepisu.
- 45 W celu ustalenia, czy można w uzasadniony sposób przewidywać, że zestaw okoliczności zaistnieje lub że wydarzenie będzie mieć miejsce, należy dokonać w poszczególnych przypadkach całościowej oceny dostępnych już elementów.
- 46 W konsekwencji wykładni art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, w którym posłużono się sformułowaniem „można w sposób uzasadniony przewidywać”, nie można dokonywać w ten sposób, iż wymaga on wykazania wysokiego prawdopodobieństwa wystąpienia danych okoliczności lub wydarzeń.
- 47 Ograniczenie zakresu stosowania art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6 i art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 do przypadków takiego stopnia prawdopodobieństwa w odniesieniu do przyszłych okoliczności i wydarzeń naruszałoby cele przypomniane w pkt 33 niniejszego wyroku, polegające na zapewnieniu integralności rynków finansowych Unii i zwiększeniu zaufania inwestorów do tych rynków. W podobnym wypadku bowiem osoby wtajemniczone mogłyby czerpać niesłuszną korzyść z informacji uważanych ze względu na taką zawężającą wykładnię za niedokładne, ze szkodą dla osób trzecich, którym informacje te nie są znane.
- 48 Niemniej jednak w celu zapewnienia wspomnianej w motywie 3 dyrektywy 2003/124 pewności prawa uczestników rynku, wśród których znajdują się emitenci, za informacje dokładne nie mogą być uważane informacje dotyczące okoliczności i wydarzeń, których wystąpienie nie jest prawdopodobne. W przeciwnym wypadku bowiem emitenci mogliby uważać, iż są zobowiązani podać do wiadomości publicznej informacje pozbawione konkretnego charakteru lub niemogące wywierać wpływu na cenę ich instrumentów finansowych.

- 49 Z powyższego wynika, że art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, w którym wykorzystano sformułowanie „można w uzasadniony sposób przewidywać”, odnosi się do przyszłych okoliczności i wydarzeń, co do których na podstawie całościowej oceny dostępnych już elementów wydaje się, iż występuje rzeczywista perspektywa, że zaistnieją one lub będą miały miejsce.
- 50 W odniesieniu do tego, czy wymagane prawdopodobieństwo wystąpienia zestawu okoliczności lub wydarzenia może różnić się w zależności od intensywności ich wpływu na ceny danych instrumentów finansowych, należy udzielić odpowiedzi przeczącej.
- 51 Po pierwsze, taka wykładnia znaczenia sformułowania „można w uzasadniony sposób przewidywać” nie wynika z żadnej z wersji językowych wskazanych w pkt 42 niniejszego wyroku.
- 52 Po drugie, wykładnia, zgodnie z którą im intensywniejszy jest możliwy wpływ przyszłego wydarzenia na ceny danych instrumentów finansowych, tym wymagany stopień prawdopodobieństwa konieczny do uznania związanej z tym wydarzeniem informacji za dokładną jest mniejszy, pozwalałaby dorozumiewać, że oba elementy składające się na informację wewnętrzną, wskazane, odpowiednio, w art. 1 ust. 1 i 2 dyrektywy 2003/124, a mianowicie dokładny charakter informacji i jej zdolność wywierania istotnego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych, są współzależne.
- 53 Kryteria sprecyzowane w tych dwóch ustępach stanowią wymogi minimalne, z których każdy musi być osiągnięty, aby informację można było zakwalifikować jako „wewnętrzną” w rozumieniu art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6.
- 54 Jak zaznaczył rząd Zjednoczonego Królestwa w uwagach przedłożonych Trybunałowi, nie można wykluczyć, aby informacja dotycząca wydarzenia, którego wystąpienie jest mało prawdopodobne, wywierała znaczący wpływ na cenę papierów wartościowych danego emitenta, jeżeli konsekwencje tego zdarzenia są dla niego szczególnie istotne. Niemniej jednak z powyższego nie można wysnuć uzasadnionego wniosku, że rzeczone wydarzenie będzie mieć miejsce.
- 55 Jak wynika z motywu 1 dyrektywy 2003/124, rozsądni inwestorzy rzeczywiście opierają swoje decyzje inwestycyjne na wszystkich informacjach dostępnych im ex ante. Muszą oni zatem brać pod uwagę nie tylko „przewidywany wpływ” wydarzenia na emitenta, lecz również stopień prawdopodobieństwa, iż wydarzenie to będzie mieć miejsce. Niemniej jednak takie rozważania zmierzają do określenia, czy informacja może mieć istotny wpływ na cenę instrumentów finansowych emitenta.
- 56 W świetle powyższych uwag na drugie pytanie należy odpowiedzieć, że wykładni art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy dokonywać w ten sposób, iż sformułowanie „zestaw okoliczności, [...] [których] zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które [...] można [...] w sposób uzasadniony przewidywać” dotyczy przyszłych okoliczności lub wydarzeń, w odniesieniu do których z całościowej oceny dostępnych już elementów wynika, iż występuje rzeczywista perspektywa, że zaistnieją one lub będą mieć miejsce. Niemniej jednak sformułowania tego nie należy rozumieć w ten sposób, że pod uwagę musi być brana intensywność wpływu tego zestawu okoliczności lub tego wydarzenia na ceny danych instrumentów finansowych.

W przedmiocie kosztów

- 57 Dla stron postępowania przed sądem krajowym niniejsze postępowanie ma charakter incydentalny, dotyczy bowiem kwestii podniesionej przed tym sądem, do niego zatem należy rozstrzygnięcie o kosztach. Koszty poniesione w związku z przedstawieniem uwag Trybunałowi, inne niż poniesione przez strony postępowania przed sądem krajowym, nie podlegają zwrotowi.

Z powyższych względów Trybunał (druga izba) orzeka, co następuje:

- 1) Wykładni art. 1 pkt 1 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. określającej sposób wykonania dyrektywy 2003/6/WE w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku należy dokonywać w ten sposób, iż w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, który ma na celu doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub wystąpienia określonego wydarzenia, w rozumieniu tych przepisów informacje dokładne stanowić mogą nie tylko ta okoliczność lub to wydarzenie, lecz również etapy pośrednie tego procesu, które są związane z urzeczywistnieniem tejże okoliczności lub tegoż wydarzenia.
- 2) Wykładni art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy dokonywać w ten sposób, iż sformułowanie „zestaw okoliczności, [...] [których] zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenie, które [...] można [...] w sposób uzasadniony przewidywać” dotyczy przyszłych okoliczności lub wydarzeń, w odniesieniu do których z całościowej oceny dostępnych już elementów wynika, iż występuje rzeczywista perspektywa, że zaistnieją one lub będą mieć miejsce. Niemniej jednak sformułowania tego nie należy rozumieć w ten sposób, że pod uwagę musi być brana intensywność wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny danych instrumentów finansowych.

Podpisy