Oikeustapauskokoelma

JULKISASIAMIEHEN RATKAISUEHDOTUS
PAOLO MENGOZZI
21 päivänä maaliskuuta 2012 [1]

Asia C-19/11

Markus Geltl
vastaan
Daimler AG

(Bundesgerichtshofin (Saksa) esittämä ennakkoratkaisupyyntö)

Palvelujen tarjoamisen vapaus — Rahoituspalvelut — Sisäpiirikaupat ja sisäpiiritieto — Puheenjohtajan irtisanoutuminen — Osakeyhtiön hallituksen puheenjohtaja — Tapahtuman toteutumista edeltäneiden keskustelujen ja toimien mahdollinen huomioon ottaminen tällaisen tiedon täsmällisyyden arvioimiseksi — Direktiivi 2003/6/EY, ns. markkinoiden väärinkäyttödirektiivi — Direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta annettu direktiivi 2003/124/EY

I Johdanto

1. Tässä oikeudenkäyntimenettelyssä Saksan liittotasavallan Bundesgerichtshof esittää unionin tuomioistuimelle ennakkoratkaisupyynnön sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY [2] sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta 22.12.2003 annetun komission direktiivin 2003/124/EY [3] tulkinnasta.

II Asiaa koskeva lainsäädäntö

A *Unionin säännöstö*

2. Direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdassa säädetään seuraavaa:

”Tässä direktiivissä tarkoitetaan:

1) ’sisäpiiritiedolla’ 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.”

1 — Alkuperäinen kieli: italia.
2 — EUVL L 96, s. 16.
3 — EUVL L 339, s. 70.

3. Direktiivin 2003/6 6 artiklassa säädetään seuraavaa:

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

Jäsenvaltioiden on varmistettava, että liikkeeseenlaskijat ilmoittavat Internet-sivuillaan riittävän pitkään kaikki sisäpiiritiedot, jotka niiden on julkistettava, sanotun kuitenkaan rajoittamatta edellisen alakohdan säännösten noudattamiseksi mahdollisesti toteutettavia toimenpiteitä.

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.

_ _”

4. Direktiivin 2003/124 1 artiklassa 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 [rahoitusjohdannaisten] 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 [rahoitussopimusten] hintaan’ tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.”

5. Direktiivin 2003/124 2 artiklan 3 kohdassa säädetään seuraavaa:

”Kaikki merkittävät muutokset jo julkistettuihin sisäpiiritietoihin on julkistettava viipymättä niiden tapahtumisen jälkeen käyttäen sitä tiedotuskanavaa, jonka kautta alkuperäiset tiedot julkistettiin.”

6. Direktiivin 2003/124 3 artiklassa säädetään seuraavaa:

”1. Sovellettaessa direktiivin 2003/6/EY 6 artiklan 2 kohtaa oikeutetut edut voivat liittyä muun muassa seuraaviin seikkoihin:

a) käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun; erityisesti jos liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aihetta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen, tietojen julkistamista voidaan lykätä tilapäisesti, jos tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edut haittaamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen pitkällä aikavälillä;

b) liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemät päätökset tai sopimukset, joiden voimaantulo edellyttää liikkeeseenlaskijan muun elimen hyväksyntää, silloin kun liikkeeseenlaskijan organisaatiossa edellytetään näiden elinten erottamista edellyttäen, että tietojen julkistaminen ennen tämänkaltaista hyväksyntää ja tieto siitä, että hyväksyntää ei ole vielä saatu, todennäköisesti vaarantaisi tietojen asianmukaisen arvioinnin yleisön keskuudessa.

_ _”

B *Kansallinen lainsäädäntö*

7. Arvopaperikauppalain (Wertpapierhandelsgesetz, jäljempänä WpHG) 13 §:n 1 momentissa pannaan täytäntöön direktiivin 2003/6 1 artiklan 1 kohdan ensimmäinen alakohta ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohta ja säädetään, että sisäpiiritieto on ”konkreettista tietoa julkistamattomista seikoista, jotka liittyvät yhteen tai useampaan sisäpiiriarvopaperien [4] liikkeeseenlaskijaan tai sisäpiiriarvopapereihin itseensä ja joilla, jos ne julkistettaisiin, todennäköisesti, olisi huomattava vaikutus sisäpiiriarvopapereiden pörssi- tai markkinahintaan. Tiedolla on todennäköisesti tällainen vaikutus, jos järkevästi toimiva sijoittaja ottaisi sen huomioon tehdessään sijoituspäätöstä. Ensimmäisessä virkkeessä tarkoitettuina merkityksellisinä seikkoina pidetään myös seikkoja, joiden voidaan riittävällä todennäköisyydellä olettaa toteutuvan. – –”

8. WpHG:n 15 §:n 1 momentin mukaan ”rahoitusvälineiden saksalaisten liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava itseään välittömästi koskeva sisäpiiritieto heti – –”.

III Tosiseikat ja ennakkoratkaisukysymykset

9. Daimler AG -yhtiön 6.4.2005 pidetyn yhtiökokouksen jälkeen yhtiön hallituksen puheenjohtaja Jürgen Schrempp harkitsi mahdollisuutta luopua tehtävästään jo ennen toimikautensa päättymistä vuonna 2008. Hän kertoi asiasta aluksi vaimolleen, joka johti miehensä toimistoa.

10. Daimler AG:n hallintoneuvoston puheenjohtajalle Schrempp kertoi aikomuksestaan 17.5.2005.

11. Schremppin suunnitelmasta kerrottiin 1.6.2005 kahdelle muulle hallintoneuvoston jäsenelle ja viimeistään 15.6.2005 Dieter Zetschelle, josta oli tarkoitus tulla Schremppin seuraaja.

12. Sihteeristön päällikölle asiasta ilmoitettiin 6.7.2005.

13. Heinäkuun 10. päivästä 2005 alkaen viestintäpäällikkö, rouva Schrempp ja sihteeristön päällikkö laativat lehdistötiedotteen, ulkoisen tiedotteen sekä kirjeen yhtiön työntekijöille.

14. Schrempp ja hallintoneuvoston puheenjohtaja sopivat 18.7.2005, että hallintoneuvoston kokouksessa, joka oli jo aiemmin päätetty pitää 28.7.2005 mainitsematta kutsussa kyseistä problematiikkaa, esitettäisiin Schremppin toimikauden ennenaikaista päättämistä ja Zetschen nimittämistä hänen seuraajakseen.

15. Lisäksi 27.7.2005 kello 17.00 oli jo aiemmin päätetty pitää hallintoneuvoston puheenjohtajiston kokous, jonka kutsussa ei myöskään ollut mainintaa Schremppin luopumisesta tehtävästään.

16. Schrempp keskusteli asiasta 25.7.2005 hallintoneuvoston jäsenen, joka oli myös konserni- ja keskusyritysneuvoston puheenjohtaja, kanssa.

17. Puhuttuaan asiasta muiden henkilökunnan edustajien ja Zetschen kanssa kyseinen hallintoneuvoston jäsen ilmoitti 27.7.2005 Schremppille, että henkilökunnan edustajat äänestäisivät hallituksen puheenjohtajan vaihdoksen puolesta.

18. Samoin 27.7.2005 ennen kokouksen alkamista puheenjohtajiston kahdelle muulle jäsenelle kerrottiin, mitä oli tapahtumassa.

19. Puheenjohtajisto päätti 27.7.2005 esittää seuraavana päivänä kokoontuvalle hallintoneuvostolle, että Schremppin toimikauden ennenaikainen päättäminen vuoden 2005 lopussa ja hänen korvaamisensa Zetschellä hyväksyttäisiin.

4 — Saksaksi Insiderpapiere; arvopapereita, joita sisäpiiritiedon haltijoilla ei ole oikeutta myydä eikä ostaa.

20. Heinäkuun 27. päivänä 2005 kello 18.30 Schrempp ilmoitti esitetystä vaihdoksesta yhdelle hallituksen kolmesta jäsenestä ja kello 19.00 kahdelle muulle jäsenelle.

21. Heinäkuun 27. päivänä 2005 kello 19.30 pidettiin osakkeenomistajia edustavien hallintoneuvoston jäsenten illallinen, jonka kuluessa keskusteltiin puheenjohtajiston esityksestä.

22. Hallintoneuvosto päätti 28.7.2005 noin kello 9.50, että Schrempp jättäisi tehtävänsä vuoden lopussa ja hänen tilallaan aloittaisi Zetsche.

23. Daimler AG lähetti 28.7.2005 kello 10.02 ad hoc -tiedotteen tapahtuneesta pörssien johtajille sekä Saksan liittovaltion rahoituspalveluiden valvontavirastolle (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, tunnetaan myös nimellä BaFin).

24. Kyseinen tiedote julkaistiin ad hoc -tiedotteita julkaisevan saksalaisen yhtiön (Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität) tietokannassa kello 10.32.

25. Daimler AG:n osakkeiden arvo, joka pörssin avautuessa 28.7.2005 oli 36,50 euroa, nousi ensin 40,40 euroon ja sitten 42,95 euroon.

26. Useat sijoittajat, jotka olivat myyneet osakkeitaan ennen Schremppin vetäytymistä vuoden 2005 lopussa koskevan tiedotteen julkaisemista seurannutta arvonnousua, nostivat kanteen saadakseen korvausta kärsimistään vahingoista ja väittivät, että kyseinen tiedote oli annettu liian myöhään.

27. Oberlandesgericht Stuttgart katsoi 15.2.2007 tekemässään pilottiratkaisussa, että nyt käsiteltävässä asiassa sisäpiiritieto syntyi vasta sillä hetkellä, kun hallintoneuvosto 28.7.2005 teki päätöksensä noin kello 9.50, ja että tämä tieto julkistettiin viipymättä.

28. Bundesgerichtshof kumosi viimeksi mainitun päätöksen 25.2.2008 antamallaan päätöksellä ja palautti asian Oberlandesgericht Stuttgartin käsiteltäväksi.

29. Oberlandesgericht hylkäsi 22.4.2009 tekemällään päätöksellä toistamiseen vahingonkorvausvaatimuksen ja totesi, ettei 17.5.2005 ja 28.7.2005, jolloin hallintoneuvosto teki päätöksensä, välisenä aikana ollut olemassa sisäpiiritietoa, jonka mukaan Schrempp olisi ilmoittanut hallintoneuvoston puheenjohtajalle aikovansa yksipuolisesti luopua tehtävistään.

30. Siltä osin kuin sillä on tässä asiassa merkitystä, Oberlandesgericht Stuttgart ei päätöksessään pitänyt sisäpiiritietona niitä useita välivaiheita, jotka lopulta johtivat Schremppin sovittuun väistymiseen ja hänen korvaamiseensa Zetschellä, koska Schremppin ilmaiseman vetäytymisaikeen, vaikka se olikin omiaan vaikuttamaan osakekurssiin, toteutumista ei voitu pitää järkevästi toimivan sijoittajan näkökulmasta riittävän todennäköisenä.

31. Bundesgerichtshof, johon Oberlandersgerichtin viimeksi mainitusta päätöksestä jälleen valitettiin, katsoo, että kyseessä on direktiivien 2003/6 ja 2003/124 tulkintaa koskeva ongelma, ja se on esittänyt unionin tuomioistuimelle seuraavat kaksi ennakkoratkaisukysymystä:

”1) Onko pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen useiden välivaiheiden kautta, otettava direktiivin 2003/6/EY 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohtaa ja direktiivin 2003/124/EY 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/EY 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?”

IV Oikeudenkäyntimenettely unionin tuomioistuimessa

32. Kirjallisia huomautuksia unionin tuomioistuimelle ovat esittäneet pääasian kantaja, Daimler AG, kolmas taho, joka osallistuu asian käsittelyyn, Portugalin, Tšekin, Viron, Belgian, Yhdistyneen kuningaskunnan ja Italian hallitukset sekä komissio.

33. Istuntoon, joka pidettiin 2.2.2012, osallistuivat pääasian kantaja, Daimler AG, kolmas taho, joka osallistuu asian käsittelyyn, sekä Portugalin, Viron ja Yhdistyneen kuningaskunnan hallitukset ja komissio.

V Ensimmäinen ennakkoratkaisukysymys

34. Ensimmäisellä ennakkoratkaisukysymyksellään Bundesgerichtshof lähinnä pyytää unionin tuomioistuinta selventämään, voivatko niihin asioihin, joista rahoitustuotteiden liikkeeseenlaskijoiden täytyy tiedottaa yleisölle, koska ne sisältyvät direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdassa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa tarkoitettuun sisäpiiritiedon käsitteeseen, sisältyä tiedot, jotka koskevat niin sanotun vaiheittain etenevän tapauksen syntymiseen johtavia yksittäisiä tapahtumia, jotka siis kausaalisesti edeltävät edellä mainituissa direktiiveissä tarkoitettujen tulevien olosuhteiden tai tulevan tapahtuman toteutumista, jos ne voivat huomattavasti vaikuttaa kyseisten rahoitusvälineiden tai rahoitusjohdannaisten hintoihin.

35. Kyseisten säännösten tarkastelusta käy ilmi, että jos muutkin direktiiveissä 2003/6 ja 2003/124 mainitut ehdot täyttyvät, sisäpiiritietona voidaan pitää myös tietoa, joka koskee sellaisen prosessin välivaiheita, joka johtaa sellaisten tulevien olosuhteiden ja tapahtumien realisoitumiseen, joilla voi olla huomattava vaikutus mainittujen direktiivien kohteena olevien rahoitusvälineiden tai rahoitusjohdannaisten hintaan, eikä ainoastaan tulevia olosuhteita ja tapahtumia, jotka mahdollisesti toteutuvat.

36. Direktiivin 2003/6 1 artiklan ensimmäisen kohdan 1 alakohdassa sisäpiiritiedon käsite ensinnäkin määritellään saman direktiivin johdanto-osan 16 perustelukappaleen mukaisesti korostaen ennen kaikkea sitä, että jotta seikka voidaan luokitella sisäpiiritiedoksi, sitä on voitava pitää täsmällisenä,[5] ja että sen on paitsi oltava julkistamaton myös oltava sellainen, että jos se julkistettaisiin, sillä voisi olla huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.

37. Tästä seuraa, ettei edellytetä, että julkistettava tosiasia olisi lopullinen tosiasia, tai ainakaan ajan kuluessa useiden vaiheiden kautta tapahtuneen prosessin aikana ilmenneiden olosuhteiden merkitystä ei suoralta kädeltä suljeta pois, vaan yksinkertaisesti vaaditaan, että yleisölle tiedotetaan kaikista seikoista, joiden ominaisuutena – ilmeisesti myös vaiheittain etenevässä tapauksessa – on täsmällisyys ja se, että niillä voi julkistettuina olla huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.

38. Tiedon julkistamisvelvollisuuden kannalta merkityksellistä ei ole se, miten tieto ajallisesti sijoittuu tietyn tapahtuman kehitysprosessiin, vaan sen täsmällisyys yhdistettynä paitsi julkistamattomuuteen myös sen kykyyn vaikuttaa huomattavasti markkinanoteerauksiin.

5 — Kyseisen käsitteen määritelmää tarkastellaan yksityiskohtaisesti toisen ennakkoratkaisukysymyksen tarkastelun yhteydessä.

39. Onkin huomattava, että toimijan liikkeeseen laskemien rahoitusvälineiden arvoon ei välttämättä vaikuta ainoastaan yksi tekijä, vaan se voi riippua lukuisista tosiseikoista, jotka usein sijoittuvat ajallisesti peräkkäin.

40. Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa puolestaan viitataan täsmällistä tietoa tarkasteltaessa paitsi toteutuneisiin yksittäisiin tapahtumiin myös ”ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän” sekä tietoon, joka on ”riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden mahdollisesta vaikutuksesta”.

41. Tällä tavoin siinä on nostettu tiedottamisvelvollisuuden syntymiseksi esiin myös yksittäiset vaiheet, jotka johtavat vaiheittain etenevän tapauksen muodostumiseen, koska siinä on asetettu samaan asemaan sekä yksittäiset tapahtumat ja niitä mahdollisesti edeltävien olosuhteiden joukko että jo olemassa olevat ja tulevat olosuhteet, ja molemmille on annettu yhtäläinen arvo.

42. Samoin on tehty myös direktiivin 2003/124 2 artiklan 3 kohdassa, jonka mukaan kaikki merkittävät muutokset jo julkistettuihin sisäpiiritietoihin on julkistettava viipymättä niiden tapahtumisen jälkeen käyttäen sitä tiedotuskanavaa, jonka kautta alkuperäiset tiedot julkistettiin.

43. Edellä esitettyjä johtopäätöksiä tukee myös direktiivin 2003/124 3 artikla, jossa saman direktiivin johdanto-osan viidennen perustelukappaleen mukaisesti ja direktiivin 2003/6 6 artiklan 2 kohtaa sovellettaessa mainitaan oikeutettuina etuina, jotka mahdollistavat sisäpiiritiedon julkistamatta jättämisen, joukko olosuhteita, jotka suurimmassa osassa tapauksia selvästi koskevat vaiheittain etenevän menettelyn yksittäisiä vaiheita, kuten käynnissä olevia neuvotteluja tai liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemiä päätöksiä tai sopimuksia, joiden voimaantulo edellyttää liikkeeseenlaskijan muun elimen hyväksyntää, silloin kun liikkeeseenlaskijan organisaatiossa edellytetään näiden elinten erottamista.

44. Se, että direktiivissä 2003/124 liikkeeseenlaskijoille annetaan lupa olla julkistamatta olosuhteita, jotka edustavat sellaisen prosessin välivaiheita, joka mahdollisesti päättyy vasta tulevaisuudessa (edellä mainituissa tapauksissa yksinomaan silloin, kun neuvottelut ovat päättyneet myönteisesti tai kun liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemät päätökset tai sopimukset on hyväksytty toimivaltaisessa muussa elimessä), osoittaa, että tällaiset tiedot on normaalisti julkistettava, jos tarkasteltavissa direktiiveissä mainitut muut edellytykset täyttyvät.

45. Edellä mainituista direktiiveistä ei siis löydy muodollisia perusteita sellaiselle sisäpiiritiedon käsitteen tulkinnalle, jonka mukaan sisäpiiritietona ei muiden direktiiveissä 2003/6 ja 2003/124 mainittujen edellytysten täyttyessä voitaisi pitää myös tietoa, joka koskee olosuhteita, jotka edustavat sellaisen prosessin välivaiheita, joka mahdollisesti päättyy vasta tulevaisuudessa.

46. Muuhun näkemykseen ei voida päätyä, kun otetaan huomioon direktiivien 2003/6 ja 2003/124 tavoite ja välineet, joista niissä säädetään tavoitteen saavuttamiseksi.

47. Kyseinen tavoite käy ilmi ensinnäkin direktiivin 2003/6 johdanto-osan 2 ja 12 perustelukappaleesta, joissa todetaan, että markkinoiden väärinkäyttöä, joka käsittää myös sisäpiirikaupat ja markkinoiden manipuloinnin, koskevan lainsäädännön tavoite on varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin; nämä ovat taloudellisen kasvun ja vaurauden ennakkoehtoja.

48. Kuten direktiivin 2003/6 johdanto-osan 24 perustelukappaleesta käy hyvin ilmi, tietojen viivytyksetön ja tasapuolinen julkistaminen on markkinoiden luotettavuutta vahvistava keino; sitä vastoin se, että liikkeeseenlaskijat ilmaisevat tietoja valikoivasti, mainitaan mahdollisena syynä siihen, että sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoiden luotettavuuteen heikkenee.

49. Unionin tuomioistuin on vahvistanut edellä 47 ja 48 kohdassa todetut seikat erityisesti asiassa Spector Photo Group ja Van Raemdonck [6] antamassaan tuomiossa, jossa se totesi, että direktiivin 2003/6 tarkoituksena on varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin, ja täsmensi, että tähän luottamukseen vaikuttaa erityisesti se seikka, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti ja suojataan sisäpiiritiedon väärinkäytöltä.

50. Tältä osin unionin tuomioistuin tarkensi myös, että sisäpiirikauppojen kiellon tarkoituksena on estää se, että sellainen osapuoli, jolla on hallussaan luottamuksellista tietoa, hyötyy kyseisestä tiedosta sellaisten henkilöiden vahingoksi, joilla tätä tietoa ei ole [7] altistumatta itse etunaan olevan tietojen epäsymmetrian ansiosta samoille riskeille.

51. Tästä seuraa, ettei ole direktiivin 2003/6 tavoitteen eikä siinä tämän tavoitteen saavuttamiseksi säädettyjen välineiden, jotka on paremmin yksilöity edellä tämän ratkaisuehdotuksen 47 ja 48 kohdassa sekä asiassa Spector Photo Group ja Van Raemdonck annetussa tuomiossa, mukaista omaksua nyt käsiteltävässä asiassa sellaista sisäpiiritiedon käsitteen tulkintaa, joka sallisi niiden, joilla on hallussaan luottamuksellista tietoa, joka liittyy sellaisten tulevien olosuhteiden realisoitumiseen, jotka voivat vaikuttaa osakkeiden arvoon, olla julkistamatta tällaista tietoa.

52. Tämä nimittäin haittaisi sellaisten tietojen, joilla voi olla vaikutusta rahoitusmarkkinoihin, viivytyksetöntä ja asianmukaista julkistamista, jolloin markkinoiden luotettavuutta ja sijoittajien luottamusta ei turvattaisi, kun otetaan huomioon, että normaalisti juuri sellaisten tietojen käyttö, jotka ennustavat osakekursseihin mahdollisesti vaikuttavien tulevien tapahtumien syntymistä, on ominaista tarkasteltavassa lainsäädännössä kielletyille sisäpiirikaupoille.

53. Koska direktiivien 2003/6 ja 2003/124 tavoitteena on markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajien luottamuksen turvaaminen, viimeksi mainittujen on voitava tehdä omat päätöksensä ja kannettava niistä johtuva vastuu, kun he ovat saaneet kaiken merkityksellisen tiedon, joka voi vaikuttaa pörssikursseihin, ja arvioineet sitä.

54. Näin ollen on torjuttava sellainen sisäpiiritiedon käsite, joka kyseisen käsitteen ja sisäpiirikauppojen kiellon välisen tiiviin siteen huomioon ottaen johtaisi siihen, että sellaisten tietojen, joita ei tarvitse julkistaa, alaa laajennettaisiin ja direktiiveillä 2003/6 ja 2003/124 kiellettyjen väärinkäytösten määrää vähennettäisiin.

55. Myös Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (CESR) [8] on sitä paitsi heinäkuussa 2007 antamiensa direktiivin 2003/6 soveltamista koskevien suuntaviivojen [9] 1.6 kohdassa todennut, että jos tieto koskee prosessia, joka koostuu useasta vaiheesta, kutakin näistä vaiheista, samoin kuin prosessia kokonaisuudessaan, voidaan pitää luonteeltaan täsmällisenä tietona (”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”), ja 1.7 kohdassa, että tiedon ei lisäksi ole välttämätöntä olla täydellinen, jotta sitä voidaan pitää täsmällisenä (”In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise”).

56. Ensimmäistä ennakkoratkaisukysymystä koskevana johtopäätöksenäni ehdotan näin ollen unionin tuomioistuimelle, että se vastaisi kysymykseen toteamalla, että direktiivin 2003/6 1 artiklan 1 kohdan ensimmäistä alakohtaa ja direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaa on tulkittava siten, että jos kyseessä on pitkäkestoinen menettely, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman

6 — Asia C-45/08, tuomio 23.12.2009 (Kok., s. I-12073, 37, 47, 61 ja 62 kohta), jossa puolestaan omaksuttiin näkemykset, jotka oli jo esitetty asiassa C-391/04, Georgakis, 10.5.2007 annetussa tuomiossa (Kok., s. I-3741, 38 kohta) ja asiassa C-384/02, Grøngaard ja Bang, 22.11.2005 annetussa tuomiossa (Kok., s. I-9939, 22 ja 33 kohta).

7 — Em. asia Spector Photo Group ja Van Raemdonck, tuomion 47 ja 48 kohta.

8 — Korvattu 1.1.2011 lähtien Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisella.

9 — Kyse on komitean toisista suuntaviivoista ja ohjeista, jotka koskevat direktiivin yhteistä soveltamista markkinoihin (second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market).

toteutumiseen useiden välivaiheiden kautta (niin sanottu vaiheittain etenevä tapaus), voidaan – edellyttäen, että kaikki muut mainituissa direktiiveissä esitetyt edellytykset täyttyvät – täsmällisinä tietoina ja siten sisäpiiritietoina pitää myös tietoja tosiseikoista, jotka koskevat välivaiheita, jotka ovat jo olemassa tai ovat toteutuneet ja jotka ovat yhteydessä tulevien olosuhteiden tai tulevan tapahtuman realisoitumiseen.

VI Toinen ennakkoratkaisukysymys

57. Toisella ennakkoratkaisukysymyksellään Bundesgerichtshof on oikeastaan esittänyt unionin tuomioistuimelle kaksi toisiinsa läheisesti liittyvää kysymystä, kun se on pyytänyt sitä

a) ensinnäkin selventämään, edellyttääkö direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan ilmaus ”voidaan kohtuudella olettaa”, että todennäköisyyden katsotaan olevan keskimääräistä suurempi tai suuri

b) toiseksi selventämään, onko olosuhteet, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai tapahtuma, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ymmärrettävä niin, että todennäköisyyden aste määräytyy liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien vaikutusten laajuuden perusteella, ja jos kyky vaikuttaa hintoihin on huomattava, on riittävää, ettei tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman toteutuminen ole epätodennäköistä, vaikka se olisi epävarmaa.

58. Ensimmäinen kahdesta edellä 57 kohdassa esitetystä kysymyksestä on merkityksellinen kansallisessa tuomioistuimessa vireillä olevan asian ratkaisun kannalta, koska sillä pyritään selvittämään, milloin nyt tarkasteltavan kaltaisen vaiheittain etenevän tapauksen yhteydessä voidaan direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan soveltamiseksi ajatella, että tapahtuma, jonka toteutumista luottamuksellisena pidetty tieto ennakoi, voi käytännössä toteutua.

59. Jos nimittäin edellytetään, että tapahtuman toteutumisen todennäköisyys on suuri (näkemys, jota Oberlandesgericht Stuttgart on olennaisilta osin kannattanut), Schremppin suunnittelemaa irtisanoutumista koskevat olosuhteet olisi täytynyt julkistaa vasta sen jälkeen, kun hallintoneuvosto oli hyväksynyt kyseisen irtisanoutumisen, mikä tapahtui 28.7.2005, tai joka tapauksessa sen jälkeen, kun irtisanoutuminen oli 27.7.2005, hyväksytty puheenjohtajistossa joka oli esittänyt 28.7.2005 kokoontuneelle hallintoneuvostolle, että se äänestäisi Schremppin pyynnön puolesta.

60. Vasta näiden päätösten jälkeen Schremppin korvaamista koskevaa tietoa olisi ollut perusteltua pitää täsmällisenä, eikä Daimler AG -yhtiöllä siis olisi ollut velvollisuutta julkistaa käynnissä ollutta sisäistä menettelyään jo aikaisemmin.

61. Tilanne olisi toinen, jos katsotaan, että sisäpiiritiedon syntymiseen riittävät tosiseikat, joiden perusteella tuleva tapahtuma ei ole epätodennäköinen, vaikka se on epävarma.

62. Tällaisessa tapauksessa, kun otetaan huomioon myös Schremppin korvaamista koskeneesta ilmoituksesta seuranneet arvopaperien huomattavat kurssivaihtelut, sisäpiiritieto olisi ennakkoratkaisupyynnön esittäneen tuomioistuimen mukaan voinut syntyä jo silloin, kun tämä 17.5.2005 ilmoitti hallintoneuvoston puheenjohtajalle aikovansa luopua tehtävästään vuoden lopussa; tästä seuraa, että osakkeenomistajille, kuten Geltlille, olisi pitänyt kyseisenä ajankohtana ilmoittaa, mitä oli tapahtumassa, jolloin nämä olisivat järkevästi toimien myyneet osakkeensa korkeammalla hinnalla kuin se, jonka ne todellisuudessa saivat, tai olisivat ehkä pitäneet osakkeet.

63. Ensinnäkin on korostettava, että kansallisen tuomioistuimen epävarmuus saattaa johtua direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan saksankielisen toisinnon sanamuodosta, jossa viitataan tulevien olosuhteiden tai tapahtumien realisoitumisen yhteydessä ”riittävän todennäköisyyden” kriteeriin (”– – man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann”) ja poiketaan näin useimmista

muista kyseisen artiklan kielitoisinnoista,[10] joissa puolestaan käytetään lähinnä kriteeriä ”voidaan kohtuudella olettaa”.

64. Sitä paitsi katson, että toisin kuin kansallinen tuomioistuin ja monet tässä menettelyssä huomautuksia esittäneistä asianosaisista ja muista osapuolista ovat tehneet, direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan tulkinnassa ei pidä keskittyä yksinomaan todennäköisyyden kriteeriin.

65. Kuten nimittäin myös Viron hallitus aivan oikein istunnossa korosti, vakiintuneen oikeuskäytännön mukaan jossakin kielitoisinnossa käytettyä unionin oikeuden säännöksen sanamuotoa ei voida käyttää tämän säännöksen ainoana tulkintaperusteena eikä sille voida antaa tältä osin etusijaa muihin kielitoisintoihin nähden, koska tällainen lähestymistapa ei vastaisi unionin oikeuden yhtenäisen soveltamisen vaatimusta.[11]

66. Kyseessä olevan ensimmäisen kysymyksen ratkaisemiseksi on otettava huomioon, että ilmaus, jota nyt käsiteltävässä asiassa on tulkittava, sisältyy direktiiveihin, joilla säädellään sisäpiiritiedon käsittelyä ja sen julkistamista.

67. Tästä seuraa, että kohtuudella-käsite on ymmärrettävä suhteessa kaikkiin muihin elementteihin, joiden perusteella tietoa voidaan pitää sisäpiiritietona.

68. Ensinnäkin on otettava huomioon, että direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan perusteella nyt tarkasteltava ilmaisu sisältyy asiayhteyteen, jossa määritellään, että tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos seuraavat kaksi edellytystä toteutuvat samanaikaisesti:

a) tieto viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan

b) kyseinen tieto on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.

69. Näin ollen on niin, että vaikka ilmaisu ”voidaan kohtuudella olettaa” sisältyy direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan ensimmäiseen edellytykseen (tämän ratkaisuehdotuksen 68 kohdan a kohta), sitä on arvioitava – vaikka se onkin tästä loogisesti erillinen – yhdessä direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa esitetyn toisen edellytyksen kanssa eikä siitä erillään; tämä edellytys koskee siis mahdollisuutta tehdä tiedon riittävän tarkkuuden ansiosta johtopäätöksiä olosuhteiden ja tapahtuman vaikutuksesta kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hinnan kehityksen (tämän ratkaisuehdotuksen 68 kohdan b kohta).

70. Kumpikin näistä kahdesta edellytyksestä voi käytännössä saada toista suuremman painoarvon, silloinkin kun niiden välillä mahdollisesti joudutaan etsimään tasapainoa, kunhan kumpikaan niistä ei kokonaan jää toteutumatta, niin että ilmaisun ”voidaan kohtuudella olettaa” yhteydessä on vähintään todennäköistä, että kyseinen tapahtuma tai kyseiset olosuhteet toteutuvat, ja että tieto on edes jossain määrin tarkkaa niin, että sitä voidaan pitää täsmällisenä.

10 — Ks. erityisesti ranskankielinen toisinto (”on peut raisonnablement penser”), englanninkielinen toisinto (”may reasonably be expected”), italiankielinen toisinto (”si possa ragionevolmente ritenere”), espanjankielinen toisinto (”pueden darse razanablemente”), hollanninkielinen toisinto (”waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen”), maltankielinen toisinto (”b’mod raġjonevoli jiġi”), romaniankielinen toisinto (”există motive raționale de a crede”), vironkielinen toisinto (”mõistliku eelduse kohaselt”), suomenkielinen toisinto (”kohtuudella olettaa toteutuvan”), liettuankielinen toisinto (”ir pamats uzskatīt”), ruotsinkielinen toisinto (”rimligtvis”), puolankielinen toisinto (”uzasadniony przewidywać”), slovakinkielinen toisinto (”odôvodnene predpokladať”) ja portugalinkielinen toisinto (”razoavelmente previsíveis”).

11 — Ks. tältä osin asia C-451/08, Helmut Müller, tuomio 25.3.2010 (Kok., s. I-2673, 38 kohta) ja asia C-41/09, komissio v. Alankomaat, tuomio 3.3.2011 (Kok., s. I-831, 44 kohta).

71. Nyt tarkasteltavan tapauksen kaltaiseen tapaukseen sovellettava kohtuuden käsite [12] on sitä paitsi määriteltävä käyttämällä lähtökohtana niin sanotun järkevästi toimivan sijoittajan käsitettä (joka nimenomaisesti mainitaan direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa), toisin sanoen sijoittajan, joka arvioi tulevien olosuhteiden tai tapahtumien realisoitumista koskevia tietoja objektiivisen järkevyysperusteen mukaisesti eikä yksinomaan spekulatiivisesti.

72. Edellä esitettyjen huomioiden perusteella, jotka koskivat siis läheistä yhteyttä [13] direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan ensimmäisen ja toisen edellytyksen [14] välillä sekä merkitystä, jossa järkevästi toimivan sijoittajan käsitettä direktiivissä käytetään, on katsottava, että täsmällisestä tiedosta on kyse ja kyseinen kohtuuden edellytys siis täyttyy silloin, kun kyseinen tieto olisi ollut omiaan vaikuttamaan sijoittajan päätöksentekoprosessiin, jos se olisi saatettu hänen tietoonsa, ja kun sijoittaja olisi arvioinut tiedon viittaavan tietyn tapahtuman tai tiettyjen olosuhteiden todennäköiseen realisoitumiseen [15] ja olevan riittävän konkreettinen, jotta sen perusteella voi tehdä johtopäätöksen sen mahdollisesta vaikutuksesta tarkasteltavien rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hinnan kehitykseen.

73. Direktiivissä 2003/124 asetetaan ainoastaan vähimmäisedellytykset, joiden täyttymättä jäädessä tietoa ei voida pitää täsmällisenä, eikä siinä ilmaisua ”voidaan kohtuudella olettaa” tulkittaessa yhtäältä edellytetä, että kyseisten olosuhteiden toteutumisen todennäköisyys olisi suuri, eikä toisaalta sitä, että tieto olisi niin täsmällistä, että sen perusteella voitaisiin tehdä varmoja tai lähes varmoja johtopäätöksiä mahdollisista vaikutuksista kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hinnan kehitykseen. [16]

74. Kuten direktiivin 2003/124 johdanto-osan ensimmäisessä perustelukappaleessa todetaan, tällainen sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä käytettävissään olevien tietojen eli ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen perusteella ja ottaa huomioon tietojen odotettavissa olevat vaikutukset, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuus ja yleisemmin kaikki muut markkinatekijät, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään rahoitusjohdannaiseen. [17]

75. Direktiivin 2003/124 johdanto-osan toisessa perustelukappaleessa puolestaan selvennetään, että myös päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää, vaikkakin ainoastaan testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan.

12 — Mukaan luettuna kaikki se, mitä siitä tämän ratkaisuehdotuksen 68–70 kohdassa esitettyjen syiden vuoksi seuraa tiedon täsmälliseksi katsomisen kannalta.

13 — Tämä yhteys kuvastaa sitä tosiseikkaa, että järkevästi toimiva sijoittaja ottaa sijoituspäätöksiään tehdessään huomioon otettavina seikkoina väistämättä erittäin tarkasti huomioon juuri mahdollisuuden tehdä johtopäätöksiä kyseisten olosuhteiden ja tapahtumien vaikutuksesta rahoitusvälineiden hinnan kehitykseen.

14 — Mainittu edellä tämän ratkaisuehdotuksen 68 kohdassa.

15 — Näin on omaksuttu hyvin samankaltainen kriteeri kuin niin sanottu total mix -kriteeri, joka on kehitetty yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä; ainoa perustavanlaatuinen ero on se, että kyseinen tieto voi edustaa myös ainoastaan yhtä seikoista, jotka ovat omiaan vaikuttamaan sijoittajaan.
Yhdysvaltain korkeimman oikeuden oikeuskäytännön mukaan (jossa tätä kysymystä käsiteltiin vuonna 1976 asiassa TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976) tiedon on katsottava olevan sisäpiiritietoa ja siten ”material” (”olennaista”), toisin sanoen etua tuottavaa, kun on huomattavan todennäköistä, että jos tieto olisi ollut yleisesti saatavilla, järkevästi toimiva sijoittaja olisi pitänyt sitä seikkana, joka muuttaa merkittävästi käytettävissä olevien tietojen kokonaisuutta (total mix; ”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 — Tieto ei näin ollen ole täsmällistä silloin, jos tapahtumaa on järkevästi ajatellen pidettävä mahdottomana tai epätodennäköisenä, koska tässä tarkoitettu kohtuudella olettamisen edellytys ei täyty siksi, että tieto on esimerkiksi pelkkien huhujen asteella tai niin epätarkkaa, että tämä estää johtopäätösten tekemisen mahdollisesta vaikutuksesta kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hinnan kehitykseen.

17 — Esimerkiksi Viron hallitus mainitsi istunnossa oikeudellisen viitekehyksen, liike-elämän käytännöt ja paikallisten sijoittajien käyttäytymisen (nyt tarkasteltavassa tapauksessa Saksan markkinoilla).

76. Päätöksentekoa ennen saatavilla olevien tietojen arvioinnilla on tärkeä merkitys sekä sijoittajien hyväksi, jotka asetetaan näin muodollisesti yhdenvertaiseen asemaan, että myös sisäpiirikauppoja tekevien hyväksi, koska näin he pystyvät suuntaamaan toimiaan ja toimimaan markkinoilla parhaalla mahdollisella tavalla ja lainmukaisesti, kun he voivat ennakkoon tuntea kiellettyjen toimintatapojen sisällön ja välttää niistä aiheutuvat seuraamukset,[18] kun taas päätöksenteon jälkeen saatavilla olevien tietojen arvioinnilla on erilainen tehtävä, koska sen avulla ainoastaan vahvistetaan ennen päätöksentekoa tehty arviointi tai todetaan se vääräksi.

77. Kyseinen toimijoiden suorittama arviointi on tehtävä tapauskohtaisesti (Viron hallitus esimerkiksi korosti istunnossa, että merkitystä voi olla myös kulloistenkin markkinoiden koolla), ja luonnollisesti on mahdotonta määritellä järkevästi toimivaa sijoittajaa tai kohtuullisen oletettavuuden käsitettä tavalla, joka pätisi kaikissa mahdollisissa tilanteissa.

78. Riitatilanteessa tuomioistuimen on ratkaistava tiedonhaltijoita koskevan julkistamisvelvollisuuden olemassaolo edellä esitettyjen kriteerien perusteella.

79. Sen on siis pohdittava, olisiko järkevästi toimiva sijoittaja ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen perusteella[19] arvioinut tiedon viittaavan tietyn tapahtuman tai tiettyjen olosuhteiden vähintään todennäköiseen realisoitumiseen ja olevan riittävän konkreettinen, jotta sen perusteella voi tehdä johtopäätöksen sen mahdollisesta vaikutuksesta tarkasteltavien rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hinnan kehitykseen.

80. Unionin lainsäätäjä on tietoisesti viitannut todennäköisyyden tai mahdollisuuden sijaan kohtuullisen oletettavuuden käsitteeseen juuri vahvistaakseen, että sisäpiiritietoja määriteltäessä ja eroteltaessa niitä muista kuin sisäpiiritiedoista on kiinnitettävä erityistä huomiota kunkin yksittäistapauksen olosuhteisiin.

81. On erityisesti todettava, että toisin kuin jotkin asianosaiset ja muut osapuolet (esimerkiksi komissio) ovat katsoneet, nyt tarkasteltavan tapauksen kaltaisia tapauksia ratkaistaessa on täysin hyödytöntä määrittää jokin abstrakti prosenttiraja, jonka alittuessa ei enää voitaisi katsoa, että tapahtuman voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan.[20]

82. Direktiiveissä edellytetäänkin ainoastaan, että sisäpiiritieto on täsmällistä, ja viitataan tarkoituksellisen yleisluontoiseen kohtuullisen oletettavuuden kriteeriin, jota ei pidä soveltaa yksinkertaisesti laskemalla tietyn tapahtuman toteutumisen tilastollisia prosenttiarvoja, vaan suorittamalla huomattavasti jäsennellympi ja monitahoisempi arviointi.[21]

83. Tämä arviointi perustuu aiempiin samankaltaisiin kokemuksiin, ja sen tavoitteena on selvittää, voidaanko kyseisen tapahtuman toteutumista yleisesti kohtuudella odottaa, toisin sanoen olisiko järkevästi toimiva sijoittaja tietojen odotettavissa olevat vaikutukset huomioon ottaen tarkastellut tapahtuman toteutumisen mahdollisuutta, kun huomioon otetaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostama tausta, tietolähteen luotettavuus ja kaikki muut markkinatekijät, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään rahoitusjohdannaiseen.

18 — Daimler AG -yhtiön istunnossa esittämistä näkemyksistä, jotka koskivat riskejä, joita rikosoikeuden alalla aiheutuisi liian lavean sisäpiiritiedon käsitteen omaksumisesta, on korostettava, siltä osin kuin nyt käsiteltävän asian kannalta on merkityksellistä, että nimenomaan ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen arviointia koskeva järjestelmä tarjoaa takeet kyseisten direktiivien kohteena olevien instituutioiden riittävälle määrittelylle ja näin ollen kansallisille seuraamussäännöksille, joissa niihin viitataan. On myös korostettava, että direktiivin 2003/6 14 artiklan mukaisesti jäsenvaltioilla on oikeus muttei velvollisuutta määrätä rikosoikeudellisia seuraamuksia, koska niiden on ainoastaan varmistettava, että direktiivin nojalla annettujen säännösten noudattamatta jättämisestä vastuussa olevien henkilöiden suhteen voidaan niiden kansallisen lainsäädännön mukaisesti toteuttaa aiheellisia hallinnollisia toimenpiteitä tai määrätä hallinnollisia seuraamuksia. Direktiivin kohde onkin keskeisiltä osin siviilioikeudellinen, joten mahdollisten asiaa koskevien rikosoikeudellisten säännösten laatimista koskevat kysymykset kuuluvat jäsenvaltioille ja ne on ratkaistava niiden sisäisen oikeusjärjestyksen mukaisesti.

19 — Kuten edellä tämän ratkaisuehdotuksen 74 kohdassa on tarkemmin todettu.

20 — Kuten Viron hallitus istunnossa korosti, tällä tavoin ei jätettäisi tarvittavaa harkinnanvaraa yksittäistapauksen olosuhteiden huomioon ottamiseksi.

21 — Istunnossa Viron hallitus korosti, että kyseisiä direktiivejä laadittaessa päätettiin tietoisesti valita joustava sanamuoto säätämättä prosenttiarvoista tai joustamattomista arviointiperusteista.

84. Näitä johtopäätöksiä ei kiistetä näkemyksissä, jotka Daimler AG -yhtiö esittää huomautuksissaan.

85. Yhtiö kiistää [22] ennen kaikkea asiassa Spector Photo Group ja Van Raemdonck [23] annetun tuomion tulkinnan, johon ennakkoratkaisupyynnön esittänyt tuomioistuin on vedonnut ja jonka mukaan ”sisäpiiriin kuuluvaan kohdistuu tietyissä olosuhteissa vähäisemmät markkinariskit kuin sijoittajaan, jolla ei vielä ole mitään tietoa tiettyjen olosuhteiden tai tapahtumien tavoittelusta tai päätöksentekoprosessin vireilläolosta”. [24]

86. Daimler AG väittää, että katsoessaan, ettei tarkasteltavan tapahtuman toteutumisen todennäköisyyden ollut välttämätöntä olla suuri, ennakkoratkaisupyynnön esittänyt tuomioistuin ei soveltanut oikein edellä mainitussa tuomiossa esitettyjä periaatteita, koska se perusti päättelynsä järkevästi toimivan sijoittajan abstraktin käyttäytymisen sijaan sellaisen sijoittajan käyttäytymiseen, joka toimii spekulatiivisesti, vaikka Daimler AG -yhtiön mielestä direktiivissä 2003/6 suojellaan järkevästi toimivaa sijoittajaa pyrkimättä estämään spekulointia. [25]

87. Tältä osin Daimler AG toteaa, että sisäpiiritiedon haltijat toimivat yleensä toisin kuin tavallinen järkevästi toimiva sijoittaja myös siksi, että heidän toimintansa perustuu erilaisiin motivaatiotekijöihin ja toteutuu erilaisin tavoin; ensin mainitut ottavat erityisesti jälkimmäistä todennäköisemmin huomioon pelkästään spekulatiivisessa mielessä epätodennäköisetkin tapahtumat.

88. Edellä mainittuja näkemyksiä ei voida hyväksyä, koska ne perustuvat sellaiseen unionin tuomioistuimen oikeuskäytännön ja tarkasteltavan lainsäädännön tulkintaan, joka ei vastaa kyseisillä direktiiveillä tavoiteltua päämäärää.

89. Kuten edellä tämän ratkaisuehdotuksen 49 kohdassa jo todettiin, asiassa Spector Photo Group ja Van Raemdonck [26] annetussa tuomiossa selvennettiin, että direktiivin 2003/6 tarkoituksena on suojata rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja lujittaa sijoittajien luottamusta, joka perustuu varmuuteen siitä, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti ja suojataan siltä, että sisäpiiritiedon haltijat käyttäisivät tietoaan sopimattomasti niiden vahingoksi, joilla tätä tietoa ei ole.

90. Halutaan siis ehdottomasti välttää se, että sisäpiiritiedon haltija, joka on etulyöntiasemassa niihin muihin markkinatoimijoihin nähden, joilla tätä tietoa ei ole, saa hyötyä taloudellisista toimista, joihin se on ryhtynyt hyödyntämällä kyseistä tietoa ja joutumatta ottamaan samoja riskejä kuin mahdolliset muut sijoittajat. [27]

91. Tästä seuraa, että – toisin kuin Daimler AG esittää – ne psykologiset ja käyttäytymiseen liittyvät erot, joita sisäpiiritiedon haltijoiden, jotka voivat asettaa etusijalle puhtaasti spekulatiiviset sijoitukset, ja järkevästi toimivien sijoittajien välillä väitetään olevan, ovat merkityksettömiä, koska kaikkien näiden toimijoiden on joka tapauksessa oltava mistä tahansa heidän välisistään eroavuuksista riippumatta ehdottoman yhdenvertaisessa asemassa, jotta taataan rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujitetaan sijoittajien luottamusta.

92. Tarkasteltavissa direktiiveissä siis kielletään sisäpiiritiedon väärinkäyttö rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden suojaamiseksi ja sijoittajien luottamuksen lujittamiseksi, eikä tämän tavoitteen saavuttamiseksi voida hyväksyä suureen todennäköisyyteen perustuvaa kohtuullisen oletettavuuden käsitteen tulkintaa, joka käytännössä mahdollistaisi sellaisten tietojen julkistamatta jättämisen, jotka usein ennakoivat sellaisten tulevien tapahtumien kehittymistä, joilla voi olla vaikutusta osakekursseihin, ja edistäisi näin erittäin spekulatiivisia sisäpiirikauppoja.

22 — Daimler AG -yhtiön kirjallisten huomautusten 153 kohta.

23 — Mainittu edellä alaviitteessä 6.

24 — Ks. ennakkoratkaisupyynnön 20 kohta.

25 — Daimler AG -yhtiön kirjallisten huomautusten 154 kohta.

26 — Mainittu edellä alaviitteessä 6, tuomion 47 kohta.

27 — Tämän ratkaisuehdotuksen 50 kohta.

93. Huomioon ei voida myöskään ottaa liiallisen informaation riskiä (”information overload”), johon on vedottu [28] ja joka toteutuisi, jos pääomamarkkinoille tulvisi sisäpiiritiedon käsitteen liian lavean tulkinnan omaksumisen seurauksena niin runsaasti epävarmoja tietoja, että se johtaisi markkinatoimijoita harhaan.

94. Direktiiveillä 2003/6 ja 2003/124 luodulla järjestelmällä halutaan nimenomaan antaa kaikille sijoittajille mahdollisuus tehdä omat päätöksensä ja kantaa niistä johtuva vastuu, mahdollisesti myös virheitä tehden, sen jälkeen, kun he ovat ensin saaneet kaikki merkitykselliset tiedot, joilla voi olla vaikutusta pörssikursseihin, ja arvioineet näitä tietoja; tästä seuraa, että epäselvissä tapauksissa on asetettava etusijalle sellainen kyseisten direktiivien tulkinta, joka mieluummin laajentaa kuin supistaa julkistettavan tiedon määrää.

95. Näin ollen ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa toiseen ennakkoratkaisukysymykseen sisältyvään ensimmäiseen osakysymykseen seuraavasti:

— direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaan sisältyvä ilmaus ”voidaan kohtuudella katsoa” ei edellytä, että asianomaisen tapahtuman tai olosuhteiden toteutumisen todennäköisyys olisi keskimääräistä suurempi tai suuri

— direktiiveillä 2003/6 ja 2003/124 luotu järjestelmä edellyttää ainoastaan, että jos kumpikaan kahdesta direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa mainituista edellytyksistä ei jää kokonaan täyttymättä, kyseessä on täsmällinen tieto, ja tämä perustuu ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen arviointiin, jossa käytetään perusteena tietojen odotettavissa olevia vaikutuksia, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuutta ja kaikkia muita markkinatekijöitä, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseisen rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hinnan kehitykseen.

96. Toisen ennakkoratkaisukysymyksen toisella osakysymyksellä kansallinen tuomioistuin on lisäksi halunnut tarkemmin selvittää, 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, ettei tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman toteutuminen ole epätodennäköistä, vaikka se olisi epävarmaa.

97. Tähän kysymykseen vastattaessa on otettava huomioon, että direktiivin 2003/6 1 artiklan 1 kohdan ensimmäisessä alakohdassa säädetään, että tiedosta tulee sisäpiiritietoa, jos se liittyy yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan ja jos tämän lisäksi seuraavat kolme ehtoa täyttyvät:

a) tietojen on oltava täsmällisiä,

b) tietojen on oltava julkistamattomia,

c) tiedoilla mahdollisesti on huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin.

28 — Ks. Daimler AG -yhtiön kirjallisten huomautusten 168 kohta.

98. Kun jätetään huomiotta julkistamattomuus, joka ei ole tämän oikeudenkäynnin kohteena, täsmällisyys ja mahdollinen huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin ovat sisäpiiritiedon käsitteen kaksi olennaista osatekijää;[29] näistä ensimmäinen (tämän ratkaisuehdotuksen 97 kohdan a kohta) ilmaisee tiedon sisäistä luonnetta, jonka siis on oltava täsmällinen, ja se määritellään direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa,[30] kun taas toinen (tämän ratkaisuehdotuksen 97 kohdan c kohta) ilmaisee tiedon ulkoisia vaikutuksia, toisin sanoen sen mahdollista vaikuttavuutta, ja sitä tarkastellaan direktiivin 2003/124 1 artiklan 2 kohdassa.

99. Edellä mainittujen kahden osatekijän olemassaoloa ja niiden keskinäistä suhdetta on tarkasteltava ottaen huomioon tiedon luonne sisäpiirin tietona.[31]

100. Asiaa käsittelevän tuomioistuimen ei siis pidä pitäytyä kulloinkin yhdessä edellytyksessä kerrallaan – tapauskohtaisesti joko tiedon täsmällisyydessä tai sen mahdollisessa vaikutuksessa – ja jättää täysin selvittämättä toisen edellytyksen olemassaoloa, vaan sen on kaikkien hallussaan olevien osatekijöiden kattavan arvioinnin perusteella selvitettävä, onko tieto sisäpiiritietoa.

101. Edellä mainitut osatekijät, vaikka ne niitä yksilöitäessä ovatkin toisistaan loogisesti erillisiä, on otettava huomioon kokonaisvaltaisesti, jolloin kahdesta tarkasteltavasta edellytyksestä toinen voi hyvinkin käytännössä saada toista suuremman painoarvon,[32] kunhan kumpikaan ei jää kokonaan täyttymättä, vaan tieto saavuttaa näin ollen tason, jolla sen voidaan katsoa olevan sisäpiiritietoa, koska tiedon täsmällisyys ja sen mahdollinen vaikutus ovat asianmukaisessa tasapainossa.

102. Direktiiveissä 2003/6 ja 2003/124 ei tämän oikeudenkäynnin kannalta merkityksellisin osin edellytetä, kuten todettua, yhtäältä kyseisten olosuhteiden toteutumisen suurta todennäköisyyttä eikä toisaalta tosiasiallista vaikutusta arvopaperien noteerauksiin.

103. Asiassa Spector Photo Group ja Van Raemdonck annetun tuomion[33] mukaan direktiivin 2003/6 tarkoituksen mukaisesti tätä kykyä vaikuttaa huomattavasti hintoihin on arvioitava lähtökohtaisesti tarkastelemalla kyseessä olevan tiedon sisältöä ja asiayhteyttä, johon se kuuluu, ja sen selvittämiseksi, onko tieto sisäpiiritietoa, ei näin ollen ole tarpeen tutkia, onko sen julkistamisella käytännössä ollut huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintaan.

104. Tarkasteltavassa lainsäädännössä siis rajoitutaan asettamaan vähimmäisedellytykset, joiden jäädessä täyttymättä tietoa ei voida pitää sisäpiiritietona.

105. Pääasiassa tarkasteltavassa tapauksessa näin voi tapahtua, jos päädytään toteamaan, että tapahtuman toteutumista on järkevyysperusteen mukaan pidettävä mahdottomana tai epätodennäköisenä, jolloin tietoa ei voida pitää riittävän täsmällisenä (eikä ensimmäinen edellytys siis täyty), tai että sen mahdollinen kyky vaikuttaa hintojen määräytymiseen on suljettava pois (jolloin toinen edellytys ei täyty).

29 — Kuten käy ilmi direktiivin 2003/124 johdanto-osan kolmannesta perustelukappaleesta, 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.

30 — Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdan mukaan tieto on täsmällistä,a)jos se koskee ilmenneitä olosuhteita (tai toteutunutta tapahtumaa) tai olosuhteita, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän (tai tapahtumaa, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan)b)jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös kyseisten olosuhteiden tai kyseisen tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta tarkasteltavien rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintojen kehitykseen.

31 — Kuten edellä tämän ratkaisuehdotuksen 98 kohdassa on esitetty.

32 — On korostettava, että istunnossa keskusteltiin vaikutuksesta, joka unionin lainsäädäntöön on ollut yhdysvaltalaisella oikeuskäytännöllä (erityisesti Amerikan yhdysvaltojen korkein oikeus asiassa Basic Inc. v. Levinson, 485 US, 224, 1988), jossa järkevästi toimivan sijoittajan toimintaa arvioidaan niin sanotulla probability/magnitude -kriteerillä (todennäköisyys/suuruus), jonka perusteella tiedon merkitys lasketaan tasapainottamalla keskenään tietyn tapahtuman toteutumisen todennäköisyys (probability) ja kyseisen tapahtuman ennakoidun vaikutuksen suuruus (magnitude) yrityksen koko toimintaan suhteutettuna (”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”).
Kyseinen oikeuskäytäntö on saattanut vaikuttaa järkevästi toimivan sijoittajan käsitteen omaksumiseen ja direktiivin 2003/124 johdanto-osan ensimmäisen perustelukappaleen laatimiseen, jonka mukaan järkevästi toimiva sijoittaja tekee sijoituspäätöksensä käytettävissään olevien tietojen eli ennen päätöksentekoa saatavilla olevien tietojen perusteella, ottaen erityisesti huomioon ”kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan”; tässä lainauksessa viitataan nimenomaisesti edellä mainittuun yhdysvaltalaisten tuomioistuinten muotoiluun (”in light of the totality of the company activity”).

33 — Mainittu edellä alaviitteessä 6, tuomion 69 kohta.

106. Tästä seuraa, että jos tiedon kyky vaikuttaa arvopaperien noteerauksiin on suuri, riittää, ettei tulevien olosuhteiden ilmeneminen tai tulevan tapahtuman toteutuminen ole mahdotonta tai epätodennäköistä, vaikka se on epävarmaa.

107. Kyseiseen arviointiin vaikuttaa liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien seuraamusten laajuus [34] siltä osin kuin se liittyy ennen päätöksentekoa saatavilla oleviin tietoihin, koska järkevästi toimiva sijoittaja perustaa päätöksensä tietojen odotettavissa oleviin vaikutuksiin, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuuteen ja kaikkiin muihin markkinatekijöihin, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään rahoitusjohdannaiseen.

108. Joka tapauksessa myös päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan. [35]

109. Näin ollen ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa toiseen ennakkoratkaisukysymykseen sisältyvään toiseen osakysymykseen seuraavasti:

— siinä tapauksessa, että tiedon kyky vaikuttaa arvopaperien noteerauksiin on suuri, riittää, ettei tulevien olosuhteiden ilmeneminen tai tulevan tapahtuman toteutuminen ole mahdotonta tai epätodennäköistä, vaikka se on epävarmaa

— liikkeeseenlaskijaan kohdistuvat seuraamukset ovat merkityksellisiä siltä osin kuin ne liittyvät ennen päätöksentekoa saatavilla oleviin tietoihin, kun taas päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan.

VII Ratkaisuehdotus

110. Edellä esitetyn perusteella ehdotan, että unionin tuomioistuin vastaa Bundesgerichtshofin esittämiin ennakkoratkaisukysymyksiin seuraavasti:

1) Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28.1.2003 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY 1 artiklan 1 kohdan ensimmäistä alakohtaa sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston 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 jos kyseessä on pitkäkestoinen menettely, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen useiden välivaiheiden kautta (ns. vaiheittain etenevä tapaus), voidaan – edellyttäen että kaikki muut mainituissa direktiiveissä esitetyt edellytykset täyttyvät – täsmällisinä tietoina ja siten sisäpiiritietoina pitää myös tietoja tosiseikoista, jotka koskevat välivaiheita, jotka ovat jo olemassa tai ovat toteutuneet ja jotka ovat yhteydessä tulevien olosuhteiden tai tulevan tapahtuman realisoitumiseen.

2) a) Direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohtaan sisältyvä ilmaus ”voidaan kohtuudella olettaa” ei edellytä, että kyseisen tapahtuman tai kyseisten olosuhteiden toteutumisen todennäköisyys on keskimääräistä suurempi tai suuri.

b) Direktiiveillä 2003/6 ja 2003/124 luotu järjestelmä edellyttää ainoastaan, että jos kumpikaan direktiivin 2003/124 1 artiklan 1 kohdassa mainituista kahdesta osatekijästä ei jää kokonaan toteutumatta, kyseessä on täsmällinen tieto, ja tämä perustuu ennen päätöksentekoa saatavilla

34 — Direktiivin 2003/124 johdanto-osan ensimmäisessä perustelukappaleessa viitataan nimenomaisesti tietojen odotettavissa oleviin vaikutuksiin, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten.

35 — Direktiivin 2003/124 johdanto-osan toinen perustelukappale.

olleiden tietojen arviointiin, jossa käytetään perusteena tietojen odotettavissa olevia vaikutuksia, kun niitä tarkastellaan kyseisen liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, tietolähteen luotettavuutta ja kaikkia muita markkinatekijöitä, jotka kulloinkin todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvään rahoitusjohdannaiseen.

c) Siinä tapauksessa, että tiedon kyky vaikuttaa arvopaperien noteerauksiin on suuri, riittää, ettei tulevien olosuhteiden ilmeneminen tai tulevan tapahtuman toteutuminen ole mahdotonta tai epätodennäköistä, vaikka se on epävarmaa.

d) Liikkeeseenlaskijaan kohdistuvat seuraamukset ovat merkityksellisiä siltä osin kuin ne liittyvät ennen päätöksentekoa saatavilla oleviin tietoihin, kun taas päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan.