Sbírka soudních rozhodnutí

STANOVISKO GENERÁLNÍHO ADVOKÁTA
PAOLA MENGOZZIHO
přednesené dne 21. března 2012 [1]

Věc C-19/11

Markus Geltl
proti
Daimler AG

(žádost o rozhodnutí o předběžné otázce podaná Bundesgerichtshof)

„Volný pohyb služeb — Finanční služby — Obchodování zasvěcených osob a důvěrné informace — Odstoupení předsedy představenstva — generálního ředitele akciové společnosti z funkce — Případné zohlednění různých konzultací a činností, které předcházely dotyčné události, pro účely posouzení přesné povahy takové informace — Směrnice 2003/06/ES, tzv. zneužívání trhu — Směrnice 2003/124/ES, kterou se provádí směrnice 2003/06/ES“

I – Úvod

1. V tomto řízení Bundesgerichtshof (Spolkový soudní dvůr) Spolkové republiky Německo podává Soudnímu dvoru žádost o rozhodnutí o předběžné otázce týkající se výkladu směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES [2] ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu) a směrnice Komise 2003/124/ES [3] ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem.

II – Právní rámec

A – *Právní úprava Společenství*

2. Článek 1 odst. 1 první pododstavec směrnice 2003/06 stanoví následující:

„Pro účely této směrnice se rozumí:

1. ‚důvěrnou informací‘ informace přesné povahy, která nebyla uveřejněna, týkající se přímo nebo nepřímo jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů nebo jednoho nebo více finančních nástrojů a která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny odvozených finančních derivátů.

   […]“.

1 — Původní jazyk: italština.

2 — Úř. věst. L 96, s. 16; Zvl. vyd. 06/04, s. 367.

3 — Úř. věst. L 339, s. 70; Zvl. vyd. 06/06, s. 348.

3. Článek 6 směrnice 2003/06 stanoví:

„1. Členské státy zajišťují, aby emitenti finančních nástrojů co nejdříve uveřejnili důvěrné informace, které se přímo týkají uvedených emitentů.

Aniž jsou dotčena opatření přijatá pro dosažení souladu s prvním pododstavcem, zajistí členské státy, aby emitenti na přiměřenou dobu umístili na své internetové stránky každou důvěrnou informaci, kterou mají povinnost uveřejnit.

2. Emitent může na vlastní odpovědnost pozdržet uveřejnění důvěrné informace uvedené v odstavci 1, aby nepoškodil své oprávněné zájmy, pokud toto opomenutí není způsobilé uvést veřejnost v omyl a pokud je emitent schopen zajistit důvěrnost této informace. Členské státy mohou požadovat, aby emitent neprodleně informoval příslušný orgán o rozhodnutí pozdržet uveřejnění důvěrné informace.

[…]“

4. Článek 1 směrnice 2003/124 stanoví:

„1. Pro účely čl. 1 bodu 1 [prvního pododstavce] směrnice 2003/6/ES se informace považuje za ‚přesné povahy‘, pokud zmiňuje souhrn okolností, který existuje nebo u kterého lze rozumně očekávat, že bude existovat, nebo událost, k níž došlo nebo u níž lze rozumně očekávat, že k ní dojde, a pokud je dostatečně konkrétní, aby bylo možné na jejím základě dojít k závěru ohledně možného dopadu takového souhrnu okolností či takové události na ceny finančních nástrojů nebo odvozených finančních derivátů.

2. Pro účely čl. 1 bodu 1 [prvního pododstavce] směrnice 2003/6/ES se ‚[informací‘] která, kdyby byla uveřejněna, by pravděpodobně měla významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny odvozených finančních derivátů‘ rozumí informace, kterou by rozumný investor pravděpodobně použil jako součást základu pro svá investiční[ch] rozhodnutí“.

5. Článek 2 odst. 3 směrnice 2003/124 stanoví:

„[…]

3. Jakékoli významné změny, které se týkají již uveřejněných důvěrných informací, se uveřejňují okamžitě poté, co nastaly, stejnou cestou, jaká byla použita při uveřejnění původních informací.“

6. Článek 3 směrnice 2003/124 stanoví:

„1. Pro účely čl. 6 odst. 2 směrnice 2003/6/ES se mohou oprávněné zájmy týkat zejména následujících okolností, jejichž výčet není úplný:

a) probíhající jednání nebo související okolnosti, pokud by výsledek nebo obvyklý průběh jednání mohly být ovlivněny uveřejněním. Zejména v případě, že je finanční životaschopnost emitenta ve vážném a bezprostředním ohrožení, třebaže nikoli v oblasti působnosti úpadkového práva, může být uveřejnění informací pozdrženo o omezenou dobu, pokud by takové uveřejnění vážně ohrozilo zájmy stávajících a potenciálních akcionářů závažným narušením závěru konkrétních jednání, jejichž cílem je zajistit dlouhodobé finanční oživení emitenta;

b) rozhodnutí přijatá nebo smlouvy uzavřené řídícím orgánem emitenta, které musí schválit jiný orgán emitenta, aby se staly platnými, pokud struktura uvedeného emitenta vyžaduje oddělení těchto orgánů, jestliže by uveřejnění těchto informací před jejich schválením společně se současným oznámením, že ještě musí dojít ke schválení, ohrozilo správné vyhodnocení informací ze strany veřejnosti.

[…]“

B – *Vnitrostátní právní úprava*

7. Ustanovení § 13 odst. 1 WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz*, neboli zákon o obchodování s cennými papíry), který provádí čl. 1 odst. 1 prvního pododstavce směrnice 2003/06 a čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124, stanoví, že důvěrná informace je „přesná informace o okolnostech, které nebyly uveřejněny, týkající se jednoho nebo více emitentů *Insiderpapiere*[4] nebo přímo takových *Insiderpapiere* a která, kdyby byla uveřejněna, by mohla mít významný dopad na obchod nebo tržní cenu těchto *Insiderpapiere*. Informace by mohla mít takový dopad, kdyby ji rozumný investor použil pro svá investiční rozhodnutí. Za relevantní okolnosti ve smyslu dotčeného právního předpisu se považují i okolnosti, u nichž lze s dostatečnou pravděpodobností očekávat, že v budoucnu nastanou […]“.

8. Ustanovení § 15 odst. 1 WpHG stanoví, že „všichni němečtí emitenti finančních nástrojů musejí neprodleně uveřejnit důvěrné informace, které se jich bezprostředně dotýkají […]“.

III – Skutkový stav a předběžné otázky

9. Po valné hromadě společnosti Daimler AG, která se konala dne 6. dubna 2005, se p. Schrempp, předseda představenstva, zabýval myšlenkou případného ukončení svého mandátu před uplynutím svého funkčního období, jež mělo trvat až do roku 2008, a tuto okolnost sdělil především své manželce, která ve funkci ředitelky vedla jeho kancelář.

10. Dne 17. května 2005 projednal p. Schrempp svůj úmysl s předsedou dozorčí rady společnosti Daimler AG.

11. Dne 1. června 2005 byli o těchto plánech informováni dva další členové dozorčí rady a nejpozději dne 15. června 2005 p. Zetsche, který se měl stát nástupcem p. Schremppa.

12. Dne 6. července 2005 byla informována i vedoucí sekretariátu.

13. Od 10. července 2005 připravili vedoucí tiskového oddělení, pí Schrempp a vedoucí sekretariátu tiskovou zprávu, veřejné prohlášení a dopis pracovníkům společnosti.

14. Dne 18. července 2005 se p. Schrempp a předseda dozorčí rady domluvili na tom, že na schůzi dozorčí rady, která byla již předtím stanovena na 28. července 2005, navrhnou předčasný odchod p. Schremppa z funkce a jmenování p. Zetscheho jeho nástupcem, avšak pozvánka na schůzi dotčenou problematiku nezmiňovala.

15. Na den 27. července 2005 v 17:00 hodin byla mimoto již stanovena schůze výboru předsednictva dozorčí rady, a ani pozvánka na tuto schůzi nezmiňovala odchod p. Schremppa z funkce.

16. Dne 25. července 2005 projednal p. Schrempp tuto otázku s členem dozorčí rady a předsedou koncernové a celopodnikové rady odborů.

17. Dne 27. července 2005 výše uvedený člen dozorčí rady poté, co tuto otázku projednal s ostatními zástupci zaměstnanců a s p. Zetschem, oznámil p. Schremppovi, že zástupci zaměstnanců budou hlasovat pro tuto výměnu osoby předsedy představenstva.

18. Stále dne 27. července 2005 byli ještě před tím, než započala schůze, informováni oba další členové výboru předsednictva o tom, co bude následovat.

4 — Cenné papíry, k jejichž prodeji nebo koupi nemají držitelé důvěrných informací právo.

19. Výbor předsednictva rozhodl dne 27. července 2005 doporučit následující den dozorčí radě, aby vyslovila souhlas s předčasným odchodem p. Schremppa z funkce ke konci roku 2005 a s jeho nahrazením p. Zetschem.

20. Pan Schrempp informoval dne 27. července 2005 v 18:30 hodin o zamýšlené výměně jednoho ze tří členů představenstva a v 19:00 hodin dva další.

21. Dne 27. července 2005 v 19:30 hodin se konala večeře členů dozorčí rady zastupujících akcionáře, během níž se hovořilo o návrhu výboru předsednictva.

22. Dne 28. července 2005 přibližně v 9:50 hodin dozorčí rada rozhodla, že má p. Schrempp ke konci roku odstoupit z funkce a p. Zetsche má zaujmout jeho funkci.

23. Dne 28. července 2005 v 10:02 hodin společnost Daimler AG zaslala komuniké *ad hoc* o skutečnostech, ke kterým došlo, statutárnímu orgánu burz a Spolkovému úřadu pro dohled nad finančními službami (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, označovaný rovněž jako BaFin).

24. Dotčené komuniké bylo následně zveřejněno v 10:32 hodin ve sdělovací databance Německé společnosti pro publicitu *ad hoc* (*Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität*).

25. Hodnota akcií společnosti Daimler AG, která dosáhla 36,50 eur v okamžiku otevření burzy dne 28. července 2005, se tudíž zvýšila nejdříve na 40,40 eur a poté až na 42,95 eur.

26. Několik investorů, kteří prodali své akcie před zvýšením jejich hodnoty v důsledku sdělení zprávy o odchodu p. Schremppa z funkce ke konci roku 2005, podalo žalobu, jíž se domáhali náhrady vzniklé škody, jelikož dotčené sdělení bylo podle jejich názoru opožděné.

27. Pilotním rozhodnutím ze dne 15. února 2007 Oberlandesgericht (vrchní zemský soud) ve Stuttgartu shledal, že v projednávané věci důvěrná informace vznikla až v okamžiku rozhodnutí dozorčí rady dne 28. července 2005 přibližně v 9:50 hodin a že tato informace byla uveřejněna bez prodlení.

28. Usnesením ze dne 25. února 2008 Bundesgerichtshof posledně uvedené rozhodnutí zrušil a vrátil věc Oberlandesgericht ve Stuttgartu.

29. Rozhodnutím ze dne 22. dubna 2009 Oberlandesgericht, který žalobu na náhradu škody opětovně zamítl, uvedl, že v době od 17. května 2005 do přijetí rozhodnutí dozorčí rady dne 28. července 2005 nevznikla důvěrná informace, že p. Schrempp učinil vůči předsedovi dozorčí rady jednostranné prohlášení o svém úmyslu odstoupit z funkce.

30. Konkrétně, v rozsahu relevantním pro projednávanou věc nepovažoval Oberlandesgericht ve Stuttgartu při vydání svého rozhodnutí za důvěrné informace jednotlivé dílčí kroky, které v konečném důsledku vedly ke smluvenému odstoupení p. Schremppa a k jeho nahrazení p. Zetschem, neboť uskutečnění úmyslu odstoupit z funkce projeveného p. Schremppem, třebaže mohl ovlivnit kurs akcií, nemohl být považován za dostatečně pravděpodobný v očích rozumného investora.

31. Vzhledem k tomu, že má Bundesgerichtshof, kterému byla znovu předložena věc v řízení o opravném prostředku proti poslednímu rozhodnutí Oberlandesgericht, za to, že vyvstává problém výkladu směrnic 2003/06 a 2003/124, položil Soudnímu dvoru dvě následující předběžné otázky:

„1) Je nutno při časově rozsáhlém ději, při němž se má v mnoha dílčích krocích naplnit určitá okolnost nebo přivodit určitá událost, pro použití čl. 1 odst. 1 prvního pododstavce směrnice 2003/6 a čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 vycházet pouze ze skutečnosti, že se má tato budoucí okolnost nebo událost považovat za informaci přesné povahy ve smyslu výše uvedených

ustanovení, a tudíž zkoumat, zda lze rozumně očekávat, že tato budoucí okolnost nebo událost nastane, nebo u takovéhoto časově rozsáhlého děje mohou být i dílčí kroky, které již existují nebo nastaly a které jsou spojeny s uskutečněním budoucí okolnosti nebo události, informacemi přesné povahy ve smyslu uvedených ustanovení směrnic?

2) Vyžaduje výraz „‚lze rozumně očekávat“ ve smyslu čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 posouzení pravděpodobnosti jako převažující nebo vysoké, nebo je za okolností, o nichž lze mít rozumně za to, že vzniknou nebo za událostí, o nichž lze mít rozumně za to, že nastanou, třeba rozumět, že míra pravděpodobnosti závisí na rozsahu následků pro emitenta, a že v případě jejich vysoké schopnosti ovlivnit kurs cenných papírů postačí, jestliže možnost, že budoucí okolnost nebo událost nastane, je nejistá, avšak nikoliv nepravděpodobná?“

IV – Řízení před Soudním dvorem

32. Písemná vyjádření předložili navrhovatel v původním řízení, společnost Daimler AG, třetí účastník řízení, portugalská, česká, estonská, belgická, britská a italská vláda a Komise.

33. Jednání konaného dne 2. února 2012 se účastnili navrhovatel v původním řízení, společnost Daimler AG, třetí účastník řízení, jakož i portugalská, estonská a britská vláda a Komise.

V – K první předběžné otázce

34. Podstatou první předběžné otázky položené Bundesgerichtshof Soudnímu dvoru je objasnit, zda mezi zprávy, které musejí být uveřejněny emitenty finančních produktů, neboť spadají pod pojem „důvěrná informace“ ve smyslu čl. 1 odst. 1 prvním pododstavce směrnice 2003/06 a čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124, mohou patřit zprávy týkající se konkrétních událostí, které vedou k dovršení tzv. časově rozsáhlého děje, a které tudíž kauzálně předcházejí budoucí okolnosti nebo události uvedeným zmíněnými směrnicemi, pokud mohou mít významný dopad na ceny těchto finančních nástrojů nebo na ceny finančních derivátů.

35. Z přezkumu dotčeného právního předpisu se jasně ukazuje, že lze kvalifikovat jako důvěrné, pokud jsou splněny i další podmínky stanovené směrnicemi 2003/06 a 2003/124, rovněž informace týkající se dílčích kroků procesu, který vede k naplnění budoucích okolností a přivození událostí, které mohou mít významný dopad na ceny finančních nástrojů nebo na ceny finančních derivátů, které jsou předmětem zmíněných směrnic, a nikoliv jen budoucí okolnosti a události, které případně vzniknou.

36. Zaprvé čl. 1 odst. 1 první pododstavec směrnice 2003/06 definuje v souladu s šestnáctým bodem odůvodnění téže směrnice pojem „důvěrná informace“ tak, že zdůrazňuje především skutečnost, že musí být možné informaci, aby mohla být takto definována, považovat za přesnou [5] a že kromě toho, že nebyla uveřejněna, musí být způsobilá významně ovlivnit ceny finančních nástrojů nebo ceny finančních derivátů, kdyby byla uveřejněna.

37. Z toho plyne, že není požadováno, aby informace, která musí být oznámena, byla konečná, nebo v každém případě není a *priori* vyloučen význam okolností, ke kterým došlo v průběhu procesu, který probíhá ve více časových fázích, nýbrž je pouze uložena povinnost uveřejnit jakoukoliv informaci, která má, samozřejmě i v rámci časově rozsáhlého děje, přesnou povahu a může mít významný dopad na ceny finančních nástrojů nebo na ceny finančních derivátů, kdyby byla uveřejněna.

38. Pro účely zveřejnění informace, ke kterému musí dojít, není rozhodující časové pořadí informace v rámci časově rozsáhlé události, nýbrž její přesnost a kromě jejího neuveřejnění, její způsobilost významně ovlivnit kurs cenných papírů.

5 — Definice tohoto pojmu bude předmětem zvláštní úvahy během přezkumu druhé předběžné otázky.

39. Je totiž třeba mít na paměti, že hodnota finančních nástrojů emitovaných hospodářským subjektem není nutně ovlivněna jediným faktorem, avšak může záviset na řadě skutečností, které jsou často mezi sebou řazeny v časové posloupnosti.

40. Článek 1 odst. 1 směrnice 2003/124 odkazuje při vymezení informace, která má přesnou povahu, nejen na jednotlivé události, ke kterým došlo, ale též na „souhrn okolností, který existuje nebo u kterého lze rozumně očekávat, že bude existovat“, a na informaci, která je „dostatečně konkrétní, aby bylo možné na jejím základě dojít k závěru ohledně možného dopadu takového souhrnu okolností“.

41. Toto ustanovení tak přiznalo význam pro účely vzniku povinností uveřejnit informace i jednotlivým fázím, které vedou k dovršení časově rozsáhlého děje vzhledem k tomu, že postavilo na roveň jednotlivé události a všechny okolnosti, které jim mohou předcházet, a již existující a budoucí okolnosti, a oběma přisoudilo stejnou hodnotu.

42. Totéž učinil i čl. 2 odst. 3 směrnice 2003/124, podle kterého jakékoli významné změny, které se týkají již uveřejněných důvěrných informací, se uveřejňují okamžitě, když nastaly, stejnou cestou, jaká byla použita při uveřejnění původních informací.

43. Uvedené závěry jsou dále posíleny článkem 3 směrnice 2003/124, který v souladu s pátým bodem odůvodnění téže směrnice a při provádění čl. 6 odst. 2 směrnice 2003/06 uvádí, že mezi oprávněné zájmy, které odůvodňují neuveřejnění důvěrných informací, patří řada okolností, které se ve většině případů zjevně týkají jednotlivých fází časově rozsáhlého děje, jako jsou probíhající jednání nebo rozhodnutí přijatá a smlouvy uzavřené řídícím orgánem emitenta, které musí schválit jiný orgán emitenta, aby se staly platnými, pokud struktura uvedeného emitenta vyžaduje oddělení těchto dvou orgánů.

44. Skutečnost, že směrnice 2003/124 opravňuje emitenty neobeznámit veřejnost s okolnostmi, které představují dílčí kroky děje, který může být případně dovršen až v budoucnosti (ve výše uvedených případech výlučně tehdy, když jednání skončí pozitivně nebo po schválení rozhodnutí přijatých a smluv uzavřených řídícím orgánem emitenta jiným příslušným orgánem), prokazuje, že obvykle informace tohoto typu musejí být zveřejněny, pokud jsou splněny další podmínky uvedené přezkoumávanými směrnicemi.

45. Výklad pojmu „důvěrná informace“, který neumožňuje kvalifikovat jako takovou informaci týkající se okolností, které představují dílčí kroky děje, který může být případně dovršen až v budoucnosti, pokud jsou splněny i další podmínky uvedené směrnicemi 2003/06 a 2003/124, tudíž není formálně odůvodněn literou posledně zmíněných směrnic.

46. Vezmeme-li v úvahu cíl směrnic 2003/06 a 2003/124 a nástroje, které tyto směrnice stanoví pro jeho dosažení, nelze dospět k jinému názoru.

47. Uvedený cíl vyplývá zaprvé z druhého a dvanáctého bodu odůvodnění směrnice 2003/06, které objasňují, jak právní předpis proti zneužívání trhu, které zahrnuje obchodování zasvěcených osob a manipulace s trhem, sleduje cíl zajištění integrity finančních trhů Společenství a zvýšení důvěry investorů v tyto trhy jakožto prvků představujících nezbytné předpoklady hospodářského růstu a blahobytu.

48. Jak zdůrazňuje dvacátý čtvrtý bod odůvodnění směrnice 2003/06, pohotové a přiměřené sdělování informací veřejnosti posiluje integritu trhu, zatímco naopak výběrové sdělování emitenty může vést ke ztrátě důvěry investorů v integritu finančních trhů.

49. Soudní dvůr potvrdil závěry uvedené v bodech 47 a 48 zejména v rozsudku Spector Photo Group-Van Raemdonck [6], v němž tvrdil, že cíl směrnice 2003/06 spočívá v ochraně integrity finančních trhů a zvýšení důvěry investorů, a zároveň upřesnil, že důvěra investorů spočívá zejména v zajištění, že mají stejné postavení a že jsou chráněni proti neoprávněnému používání důvěrných informací.

6 — Rozsudek ze dne 23. prosince 2009, C-45/08 (Sb. rozh. s. I-12073, body 37, 47, 61 a 62), který převzal úvahy již vylíčené v rozsudcích Georgakis ze dne 10. května 2007, C-391/04 (Sb. rozh. s. I-3741, bod 38), a Grøngaard-Bang ze dne 22. listopadu 2005, C-384/02 (Sb. rozh. s. I-9939, body 22 a 33).

50. V tomto ohledu Soudní dvůr rovněž objasnil, že cílem zákazu obchodování zasvěcených osob je zabránit tomu, aby jedna ze stran, která drží důvěrné informace, měla z této skutečnosti prospěch na úkor těch, kterým tato informace není známa[7], bez podstupování stejných rizik z důvodu informační nerovnosti existující v jeho prospěch.

51. V důsledku toho by nebylo v souladu s cílem směrnice 2003/06 ani koherentní s nástroji, které tato směrnice stanoví pro jeho dosažení, jak jsou specifikovány v bodech 47 a 48 tohoto stanoviska a ozřejměny v rozsudku Spector Photo Group-Van Raemdonck, přijmout s ohledem na projednávanou věc výklad pojmu důvěrná informace, který by umožnil držitelům důvěrných informací souvisejících s okolnostmi, které nastanou v budoucnu a které mohou ovlivnit hodnotu akcií, uvedené informace nezveřejnit.

52. Tímto způsobem by totiž bylo bráněno pohotovému a přiměřenému sdělování veřejnosti informací, které mohou ovlivnit finanční trhy, a nebyla by tudíž chráněna ani integrita těchto trhů ani důvěra investorů, neboť právě používání informací, které naznačují vznik budoucích událostí, jež mohou ovlivnit kurs akcií, je obvykle charakteristické pro zneužívání důvěrných informací, jež je zakázáno přezkoumávaným právním předpisem.

53. Jelikož cílem směrnic 2003/06 a 2003/124 je ochrana integrity trhu a důvěry investorů, právě investorům musí být umožněno přijmout svá rozhodnutí a vzít na sebe z nich vyplývající odpovědnost poté, co obdrží a vyhodnotí každou relevantní informaci, která může ovlivnit hodnotu akcií.

54. Je tudíž třeba vyloučit výklad pojmu „důvěrná informace“, jehož účinkem by ve světle úzké souvislosti mezi důvěrnou informací a zákazem *obchodování zasvěcených osob* bylo rozšířit rámec nezveřejňovaných informací a omezit druhy zneužívajícího jednání zakázaného směrnicemi 2003/06 a 2003/124.

55. Samotný Evropský výbor regulátorů trhů s cennými papíry (tzv. CESR[8]) ve svých pokynech k používání směrnice 2003/06 z července 2007[9] mimoto v bodě 1.6 uvedl, že pokud se informace týká procesu, který probíhá ve více fázích, každá z těchto fází, stejně jako celý proces, může být kvalifikována jako informace přesné povahy (*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*) a dále v bodě 1.7 uvedl, že aby byla informace považována za přesnou, není nutné, aby byla úplná (*In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise*).

56. Závěrem tudíž Soudnímu dvoru navrhuji, aby na první předběžnou otázku odpověděl tak, že prohlásí, že čl. 1 odst. 1 první pododstavec směrnice 2003/06 a čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 se musejí vykládat v tom smyslu, že při časově rozsáhlém ději, při němž se má v mnoha dílčích krocích naplnit určitá okolnost nebo přivodit určitá událost (tzv. časově rozsáhlý děj), mohou být považovány za přesné, a tedy za důvěrné informace za splnění dalších podmínek stanovených zmíněnými směrnicemi, i informace o skutečnostech týkajících se dílčích kroků, které již existují nebo nastaly, a které jsou spojeny s uskutečněním budoucí okolnosti nebo události.

VI – Ke druhé předběžné otázce

57. Druhou předběžnou otázkou Bundesgerichtshof položil Soudnímu dvoru v podstatě dvě otázky, které jsou vzájemně úzce spjaty, a sice žádá objasnit:

a) zda výraz lze „rozumně očekávat“ uvedený v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 vyžaduje, aby pravděpodobnost byla posouzena jako převažující nebo vysoká;

7 — Rozsudek Spector Photo Group-Van Raemdonck (body 47 a 48).

8 — Nahrazený od 1. ledna 2011 Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy.

9 — Jedná se o druhou řadu informačních pokynů týkajících se společného používání směrnice na trh (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

b) zda je okolnostmi, o nichž lze mít rozumně za to, že vzniknou, nebo událostmi, o nichž lze mít rozumně za to, že nastanou, třeba rozumět, že míra pravděpodobnosti závisí na rozsahu následků pro emitenta a že v případě jejich vysoké způsobilosti ovlivnit kurs cenných papírů postačí, že možnost, že budoucí okolnost nebo událost nastane, není nepravděpodobná, byt je nejistá.

58. První ze dvou otázek uvedených v bodě 57 je relevantní pro vyřešení sporu projednávaného před vnitrostátním soudem, neboť směřuje ke zjištění, kdy lze mít v případě takového časově rozsáhlého děje, jako je přezkoumávaný děj, pro účely použití čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 za to, že událost, která je zvěstována prostřednictvím informace uchovávané jako důvěrná, bude moci konkrétně nastat.

59. Jestliže se vyžaduje značná nebo vysoká pravděpodobnost, že událost nastane (teze v zásadě zastávaná Oberlandesgericht ve Stuttgartu), informace o odstoupení z funkce zamýšleném p. Schremppem měla být sdělena, až když jeho návrh na odstoupení přijala dozorčí rada, která v tomto smyslu rozhodla dne 28. července 2005, nebo v každém případě, až když bylo jeho odstoupení schváleno výborem předsednictva ze dne 27. července 2005, který navrhl dozorčí radě ze dne 28. července 2005 hlasovat ve prospěch návrhu p. Schremppa.

60. Informaci o nahrazení p. Schremppa by bylo oprávněné považovat za přesnou až po přijetí těchto rozhodnutí, a společnost Daimler AG by tedy nebyla povinna zveřejnit probíhající interní proces již předtím.

61. Situace by byla jiná, kdyby se mělo za to, že pro vznik důvěrné informace postačuje, že nastanou okolnosti, kvůli kterým není budoucí událost nepravděpodobná, i když je nejistá.

62. V tomto případě mohla podle názoru předkládajícího soudu důvěrná informace vzniknout zvláště s ohledem na významné změny kursu cenných papírů v důsledku oznámení o nahrazení p. Schremppa již v okamžiku, kdy p. Schrempp sdělil dne 17. května 2005 předsedovi dozorčí rady svůj úmysl odstoupit z funkce ke konci roku; s tím důsledkem, že akcionáři jako p. Geltl měli být v tento den informováni o tom, co se děje, a rozumně by prodali své akcie za vyšší cenu, než za jakou je skutečně prodali, nebo by si je ponechali.

63. Předně musím zdůraznit, že pochybnosti předkládajícího soudu mohou vycházet z doslovného znění německé verze čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124, které s ohledem na uskutečnění budoucích okolností nebo událostí odkazuje na kritérium „dostatečné pravděpodobnosti“ („*…man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann*“), čímž se liší od většiny jiných jazykových verzí uvedeného článku [10], které v zásadě používají kritérium „rozumně očekávat“.

64. Dále jsem toho názoru, že na rozdíl od toho, co učinili vnitrostátní soud a mnozí účastníci řízení, kteří předložili vyjádření v rámci tohoto řízení, se výklad čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 nesmí výlučně soustřeďovat na kritérium „pravděpodobnosti“.

65. Jak totiž správně zdůraznila na jednání rovněž estonská vláda, podle ustálené judikatury nemůže formulace použitá v jedné z jazykových verzí ustanovení unijního práva sloužit jako jediný základ pro výklad tohoto ustanovení ani jí nemůže být v tomto ohledu přiznána přednostní povaha vzhledem k jiným jazykovým verzím, jelikož takový přístup by byl neslučitelný s požadavkem jednotného použití unijního práva [11].

10 — Viz zejména verzi francouzskou („*on peut raisonnablement penser*“), anglickou („*may reasonably be expected*“), italskou („*si possa ragionevolmente ritenere*“), španělskou („*pueden darse razanablemente*“), nizozemskou („*waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen*“), maltskou („*b'mod raġjonevoli jiġi*“), rumunskou („*există motive raționale de a crede*“), estonskou („*mõistliku eelduse kohaselt*“), finskou („*kohtuudella olettaa toteutuvan*“), lotyšskou („*ir pamats uzskatīt*“), švédskou („*rimligtvis*“), polskou („*uzasadniony przewidywać*“), slovenskou („*odôvodnene predpokladať*“) a portugalskou („*razoavelmente previsíveis*“).

11 — V tomto smyslu viz rozsudky ze dne 25. března 2010, Helmut Müller, C-451/08 (Sb. rozh. s. I-2673, bod 38) a ze dne 3. března 2011, Komise v. Nizozemsko, C-41/09 (Sb. rozh. s. I-831, bod 44).

66. Pro podání odpovědi na první zkoumanou otázku je třeba mít na paměti, že výraz, jehož výklad se musí v rámci projednávaného sporu podat, je obsažen ve směrnicích, které upravují zacházení s důvěrnými informacemi a jejich uveřejňování.

67. Z toho vyplývá, že výraz „rozumně“ musí být chápán ve vztahu ke všem dalším prvkům, které umožňují považovat informaci za důvěrnou.

68. Zaprvé je třeba vzít v úvahu, že na základě čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 je předmětný výraz pojat v kontextu, v němž se stanoví, že informace je přesná, pokud jsou kumulativně splněny následující dvě podmínky, tedy:

a) pokud se zmiňuje souhrn okolností, který existuje nebo u kterého lze rozumně očekávat, že bude existovat, nebo událost, k níž došlo nebo u níž lze rozumně očekávat, že k ní dojde;

b) pokud je taková informace dostatečně konkrétní, aby bylo možné dojít k závěru ohledně možného dopadu takového souhrnu okolností či takové události na ceny finančních nástrojů nebo odvozených finančních derivátů.

69. Výraz „rozumně očekávat“, třebaže je použit v rámci prvního podmínky uvedené v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 [bod 68 písm. a) tohoto stanoviska], musí být tedy posuzován spolu, nikoliv odděleně od další podmínky, i když se od ní logicky liší, uvedené v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124, tzn. možnosti z důvodu dostatečně konkrétní informace dojít k závěru ohledně dopadu souhrnu okolností a události na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty [bod 68 písm. b) tohoto stanoviska].

70. Každá z těchto dvou podmínek může mít ve skutečnosti vyšší hodnotu než ta druhá, a to i v rámci jejich případného vyvážení za předpokladu, že žádná z podmínek není zcela nesplněna, takže pokud jde o výraz „rozumně očekávat“ je alespoň pravděpodobné, že předmětná okolnost nebo událost nastanou a že si informace zachová minimálně takovou konkrétnost, že umožní považovat informaci za přesnou.

71. Mimoto definice pojmu „rozumnost“, která se musí použít na takový případ, jakým je projednávaná věc [12], musí vzít v úvahu hledisko tzv. rozumného investora (zmíněné výslovně v čl. 1 odst. 2 směrnice 2003/124), tzn. investora, který vyhodnocuje informace týkající se budoucích okolností nebo událostí podle objektivního kritéria rozumnosti, a nikoliv sledováním čistě spekulativního cíle.

72. S ohledem na výše uvedené úvahy týkající se úzké vazby [13] mezi první a druhou podmínkou uvedenými v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 [14] a na smysl, v němž tato směrnice používá pojem „rozumný investor“, je třeba mít za to, že o přesnou informaci se jedná, a je tedy splněn dotčený požadavek rozumnosti tehdy, může-li mít taková informace dopad na rozhodování investora za předpokladu, že je s ní obeznámen a posoudí ji jako informaci, která naznačuje, že pravděpodobně dojde k události nebo souhrnu okolností [15] a je dostatečně konkrétní, aby na jejím základě došel k závěru ohledně možného dopadu na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty.

12 — S tím, co z toho z důvodů vylíčených v bodech 68 až 70 tohoto stanoviska vyplývá pro kvalifikaci informace jako přesné.

13 — Tato vazba odráží skutečnost, že rozumný investor vezme nevyhnutelně nejvíce na zřetel mezi prvky, které musí vzít v úvahu pro přijetí svých investičních rozhodnutí, právě možnost dojít k závěru ohledně dopadu takových okolností a událostí na obchodování s finančními nástroji.

14 — Uvedené v bodě 68 tohoto stanoviska.

15 — Tímto způsobem je přijato kritérium velmi podobné kritériu tzv. *total mix* vypracovanému právní naukou a judikaturou Spojených států amerických s jediným základním rozdílem, že dotčená informace může představovat i jednu ze skutečností, které mohou ovlivnit investora. Podle judikatury Nejvyššího soudu USA (který rozhodoval v roce 1976 o této otázce ve věci TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U. S. 438, 1976) se musí informace považovat za důvěrnou, a tedy *material*, tzn. přinášející prospěch, pokud je velmi pravděpodobné, že kdyby byla známa, byla by rozumným investorem považována za skutečnost, která významně změnila celkový soubor (*total mix*) informací, které má k dispozici (*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*).

73. Směrnice 2003/124 stanoví pouze minimální požadavky, při jejichž nesplnění nelze informaci kvalifikovat jako přesnou, a nevyžaduje pro účely výkladu výrazu „rozumně očekávat“ ani vysokou úroveň pravděpodobnosti, že předmětná okolnost nastane, ani aby informace byla tak přesná, že se na jejím základě musí dojít k jistému nebo téměř jistému závěru ohledně možného dopadu na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty [16].

74. Dotčený investor, jak vyplývá z prvního bodu odůvodnění směrnice 2003/124, opře svá investiční rozhodnutí o informace, které má již k dispozici, tzn. o informace dostupné *ex ante*, a vezme v úvahu předpokládaný dopad informací s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací a obecně jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností ovlivnit příslušný finanční nástroj nebo odvozený finanční derivát [17].

75. Druhý bod odůvodnění směrnice 2003/124 dále objasňuje, že se i *ex post* informace mohou použít, i když jen k ověření předpokladu, že informace *ex ante* může mít významný dopad na ceny.

76. Posouzení informace *ex ante* má významnou funkci jak ve prospěch investorů, které staví formálně na stejnou úroveň, tak samotných *zasvěcených osob*, jelikož tímto způsobem jsou schopni směřovat své jednání a co nejlépe a v souladu s právem působit na trhu, neboť mohou předem vědět, co zakládá zakázaná jednání, a vyhnout se příslušným sankcím [18], zatímco posouzení *ex post* má jinou úlohu, neboť slouží výlučně k potvrzení či vyvrácení posouzení *ex ante*.

77. Hospodářské subjekty musejí dotčené posouzení provádět podle jednotlivých případů (například estonská vláda na jednání zdůraznila, že i rozsah referenčního trhu může být relevantní) a je nevyhnutelně nemožné podat definici rozumného investora a pojmu „rozumnost“, které by byly platné pro všechny možné situace.

78. V případě sporu bude muset vnitrostátní soud rozhodnout o existenci povinnosti zveřejnění k tíži držitelů informací za použití výše uvedených kritérií.

79. Vnitrostátní soud tedy bude muset přezkoumat, zda by rozumný investor na základě informací dostupných *ex ante* [19] posoudil informaci jako naznačující, že alespoň pravděpodobně dojde k události nebo souhrnu okolností, a jako dostatečně konkrétní, aby na jejím základě došel k závěru ohledně možného dopadu na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty.

80. Unijní zákonodárce záměrně použil pojem „rozumnost“, a nikoliv pravděpodobnosti nebo možnosti, právě proto, aby potvrdil, že při kvalifikaci informací jako důvěrných a při jejich odlišení od informací, které jimi nejsou, je třeba věnovat zvláštní pozornost všem okolnostem každého konkrétního případu.

81. Konkrétně na rozdíl od toho, co tvrdí někteří účastníci řízení (například Komise), není pro účely rozhodnutí v takových případech, jako je projednávaný případ, nikterak užitečné abstraktně stanovit zvláštní procentuální prahovou hodnotu, pod kterou již nelze událost považovat za událost, která rozumně nastane [20].

16 — Informace nebude tudíž přesná, pokud je třeba událost rozumně považovat za nemožnou nebo nepravděpodobnou, když chybí nutný prvek rozumnosti, jelikož se například něco proslýchá, nebo je informace natolik neurčitá, že nelze na jejím základě dojít k závěru ohledně možného dopadu na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty.

17 — Například estonská vláda na jednání zmínila právní kontext, obchodní praxi a jednání místních investorů (v přezkoumávaném případě se jedná o německý trh).

18 — Co se týče úvah rozvinutých společností Daimler AG na jednání, které se týkají rizik vyplývajících v trestněprávním rámci z přijetí příliš široké definice pojmu „důvěrná informace“, v rozsahu relevantním pro projednávanou věc zdůrazňuji, že právě systém posouzení informace *ex ante* poskytuje záruku dostatečné přesnosti pravidel, jež tyto směrnice stanoví, a nepřímo sankcí podle vnitrostátního práva, které tato pravidla musí odrážet. Je třeba rovněž zdůraznit, že v každém případě ve smyslu článku 14 směrnice 2003/06 mají členské státy možnost, a nikoliv povinnost stanovit tresty, jelikož mají pouze povinnost zajistit, aby v souladu se svými vnitrostátními právními předpisy mohla být přijata vhodná správní opatření nebo ukládány správní sankce proti osobám odpovědným za porušení opatření přijatých k provedení této směrnice. Tato směrnice má totiž především občanskoprávní rozsah, a proto se otázky týkající se vypracování případných trestněprávních předpisů v této oblasti dotýkají členských států a musejí se řešit v souladu s jejich vnitrostátním právním řádem.

19 — Jak je konkrétně uvedeno v bodě 74 tohoto stanoviska.

20 — Jak na jednání zdůraznila estonská vláda, tímto způsobem by nebyl ponechán prostor pro uvážení, který je nezbytný pro zohlednění okolností konkrétního případu.

82. Směrnice totiž pouze vyžadují, aby důvěrná informace byla přesná, a odkazují na záměrně obecné kritérium rozumnosti, které bude muset být použito nikoliv pouze výpočtem statistického procenta pravděpodobnosti vzniku události, nýbrž pomocí mnohem podrobnějšího a komplexnějšího posouzení [21].

83. Toto posouzení bude založeno na podobných předchozích zkušenostech a bude směřovat ke zjištění, zda se musí uskutečnění události obecně rozumně očekávat, a tedy zda by možnost, že nastane, byla vzata v úvahu rozumným investorem ve světle předpokládaného dopadu informace s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností ovlivnit příslušný odvozený finanční derivát.

84. Tyto závěry nejsou vyvráceny úvahami společnosti Daimler AG rozvinutými v jejím vyjádření.

85. Tato společnost zpochybňuje [22] zejména výklad rozsudku Spector Photo Group-Van Raemdonck [23] podaný předkládajícím soudem, podle kterého „se zasvěcená osoba vystavuje pravděpodobně menším rizikům na trhu ve vztahu k investorovi, kterému ještě není znám úmysl vyvolat určité okolnosti nebo události, nebo skutečnost, že začal rozhodovací proces“ [24].

86. Společnost Daimler AG tvrdí, že předkládající soud tím, že shledal, že není nutná vysoká pravděpodobnost, že nastane dotčená událost, nesprávně použil zásady vyplývající z výše uvedeného rozsudku, neboť své úvahy nezaložil na teoretickém jednání rozumného investora, nýbrž na jednání investora, který jednal spekulativně, ačkoliv podle názoru společnosti Daimler AG směrnice 2003/06 chrání rozumného investora, aniž se týká předcházení spekulativním jednáním [25].

87. V tomto ohledu společnost Daimler AG tvrdí, že jednání držitelů důvěrných informací bývají odlišná od jednání běžného rozumného investora zejména proto, že motivy a metody jejich jednání se liší, přičemž zejména první uvedení budou brát s větší pravděpodobností než druzí uvedení v úvahu i nepravděpodobné události pro ryze spekulativní účely.

88. Uvedené úvahy nelze sdílet, neboť vycházejí z výkladu judikatury Soudního dvora a dotčených právních předpisů, který neodpovídá cíli sledovanému dotčenými směrnicemi.

89. Jak bylo již zdůrazněno v bodě 49 tohoto stanoviska, rozsudek Spector Photo Group-Van Raemdonck [26] objasnil, že cílem směrnice 2003/06 je ochrana integrity finančních trhů a zvýšení důvěry investorů, jež spočívá v zajištění toho, aby tito investoři byli postaveni na stejnou úroveň a chráněni proti neoprávněnému používání důvěrných informací jejich držiteli na úkor těch, kterým nejsou známy.

90. Chce se tedy zcela zabránit tomu, aby držitel důvěrné informace, jenž se nachází ve zvýhodněné situaci oproti ostatním subjektům na trhu, kterým není tato informace známa, dosáhl zisku z finančních transakcí prováděných za využití těchto informací, aniž ponese stejná rizika jako ostatní případní investoři [27].

91. Z toho plyne, že na rozdíl od tvrzení společnosti Daimler AG, nejsou relevantní hypotetické psychologické rozdíly a rozdíly v chování existující mezi držiteli důvěrných informací, kteří by mohli dát přednost ryze spekulativním investicím, a rozumnými investory, neboť nehledě na jakýkoliv rozdíl, který mezi nimi existuje, se oba dva musejí v každém případě nacházet v absolutně rovném postavení, aby byla zajištěna ochrana integrity finančních trhů a zvýšení důvěry investorů.

21 — Na jednání estonská vláda zdůraznila, že při vypracovávání dotčené směrnice bylo záměrně rozhodnuto zvolit pružnější znění před stanovením procent a rigidních posuzovacích kritérií.

22 — Bod 153 vyjádření společnosti Daimler AG.

23 — Uvedený v poznámce pod čarou 6.

24 — Viz bod 20 předkládacího usnesení.

25 — Bod 154 vyjádření společnosti Daimler AG.

26 — Uvedený v poznámce pod čarou 6 (bod 47).

27 — Bod 50 tohoto stanoviska.

92. Přezkoumávané směrnice tedy zakazují zneužívání důvěrných informací s cílem ochrany integrity finančních trhů a zvýšení důvěry investorů, přičemž pro dosažení tohoto cíle nelze přijmout výklad pojmu „rozumnost“ ve smyslu vysoké pravděpodobnosti, která by ve skutečnosti umožňovala nezveřejňovat informace, jež často naznačují výskyt budoucích událostí, které mohou ovlivnit kurs akcií, a tak přispívat k vysoce spekulativnímu *obchodování zasvěcených osob*.

93. Nelze vzít v úvahu ani tvrzené riziko *information overload* (přemíra informací) [28], ke které by došlo, pokud by v důsledku přijetí příliš širokého výkladu pojmu „důvěrná informace“ byl kapitálový trh zaplaven takovým množstvím nespolehlivých informací, že by uvedl subjekty na trhu v omyl.

94. Systém vytvořený směrnicemi 2003/06 a 2003/124 je totiž určen právě k tomu, aby umožnil všem investorům přijímat svá rozhodnutí a brát na sebe z nich vyplývající odpovědnost, případně i dopouštěním se chyb, když obdrží a vyhodnotí každou relevantní informaci, která může ovlivnit hodnotu akcií, s tím důsledkem, že se v případě pochybností musí dát přednost takovému výkladu dotčených směrnic, který spíše rozšíří, než omezí množství informací, které se musí uveřejnit.

95. Co se tedy týče první části druhé předběžné otázky, navrhuji, aby na ni Soudní dvůr odpověděl tak, že prohlásí, že:

— výraz lze „rozumně očekávat“ uvedený v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 nevyžaduje, aby pravděpodobnost, že předmětná událost nebo okolnost nastane, byla převažující nebo vysoká;

— systém zavedený směrnicemi 2003/06 a 2003/124 vyžaduje pouze to, aby přesná informace existovala na základě posouzení *ex ante* prováděného při použití kritérií předpokládaného dopadu informací s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací, jakož i jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností ovlivnit obchodování s příslušným finančním nástrojem nebo odvozeným finančním derivátem, přičemž v žádném případě nesmí být nesplněna žádná ze dvou podmínek zmíněných v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124.

96. Předkládající soud se mimoto konkrétně druhou částí druhé předběžné otázky dotázal, zda je okolnostmi, o nichž lze mít rozumně za to, že vzniknou, nebo událostmi, o nichž lze mít rozumně za to, že nastanou, třeba rozumět, že míra pravděpodobnosti závisí na rozsahu následků pro emitenta a že v případě jejich vysoké způsobilosti ovlivnit kurs cenných papírů postačí, že možnost, že budoucí okolnost nebo událost nastane, není nepravděpodobná, i když je nejistá.

97. Za účelem odpovědi na tuto otázku je třeba vzít v úvahu skutečnost, že čl. 1 odst. 1 první pododstavec směrnice 2003/06 stanoví, že informace bude důvěrná, pokud – kromě toho, že se týká jednoho nebo více emitentů finančních nástrojů – jsou splněny tři podmínky:

a) přesnost;

b) neuveřejňování;

c) možnost významného dopadu na ceny dotyčných finančních nástrojů.

28 — Viz bod 168 vyjádření společnosti Daimler AG.

98. Odhlédneme-li od neuveřejňování, které není předmětem tohoto řízení, přesnost a možnost významného dopadu na ceny dotyčných finančních nástrojů jsou dvěma základními prvky, na nichž je založen pojem „důvěrná informace“ [29], přičemž první z těchto prvků [bod 97 písm. a) tohoto stanoviska] vyjadřuje samotnou povahu informace, která musí být právě přesná, a je definován v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 [30] a druhý [bod 97 písm. c) tohoto stanoviska] vyjadřuje vnější dopad informace, tzn. její potenciální sílu, a zabývá se jím čl. 1 odst. 2 směrnice 2003/124.

99. Přítomnost uvedených dvou prvků a jejich vzájemný vztah musejí být přezkoumány v závislosti na důvěrné povaze informace [31].

100. Soud, který se sporem zabývá, se totiž nesmí soustřeďovat pouze na jednu z těchto náležitostí, a to v závislosti na konkrétním případu buď na přesnost informace, nebo na její potenciální sílu, a zcela ponechat bez povšimnutí otázku přítomnosti druhého, nýbrž musí stanovit, zda je informace důvěrná na základě celkového posouzení všech prvků, které má k dispozici.

101. Uvedené prvky, přestože se od sebe logicky odlišují z hlediska svého určení, musejí být zvažovány jako celek, a proto jeden ze dvou dotčených předpokladů může mít ve skutečnosti větší konkrétní váhu než druhý [32] za předpokladu, že druhý není zcela nesplněn, a informace tudíž dosáhne takové úrovně, že ji lze považovat za důvěrnou v důsledku správného porovnání přesnosti informace s její potenciální silou.

102. Jak jsem již uvedl, směrnice 2003/06 a 2003/124 totiž nevyžadují, pokud jde o toto řízení, ani vysokou pravděpodobnost, že dotčená okolnost nastane, ani skutečný dopad na kurs cenných papírů.

103. Konkrétně podle rozsudku Spector Photo Group-Van Raemdonck [33] musí být vzhledem k cíli směrnice 2003/06 tato způsobilost významně ovlivnit ceny posuzována *a priori* s ohledem na obsah dané informace a kontext, do něhož zapadá, a proto pro určení, zda je informace důvěrná, není třeba zkoumat, zda její zveřejnění ve skutečnosti významně ovlivnilo cenu finančních nástrojů.

104. Přezkoumávaný právní předpis se tudíž omezuje na stanovení minimálních požadavků, při jejichž nesplnění nelze informaci kvalifikovat jako důvěrnou.

105. Ve vztahu k věci v původním řízení by tomu tak mohlo být, kdyby bylo shledáno, že výskyt události musí být podle kritéria rozumnosti považován za tak nemožný nebo nepravděpodobný, že by informace neměla požadovanou úroveň přesnosti (takže by nebyl splněn první požadavek) nebo že se musí vyloučit její případná způsobilost ovlivnit ceny (tak by nebyl splněn druhý požadavek).

29 — Jak vyplývá ze třetího bodu odůvodnění směrnice 2003/124, který stanoví, že právní jistota účastníků trhu by se měla zvýšit díky užšímu vymezení dvou prvků, jež jsou zásadní pro definici důvěrné informace, a sice přesné povahy informace a významu jejího možného dopadu na ceny finančních nástrojů nebo odvozených finančních derivátů.

30 — Ve smyslu čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 je informace přesná:
a) pokud zmiňuje souhrn okolností, který existuje (nebo událost, k níž došlo) nebo u kterého lze rozumně očekávat, že bude existovat (nebo u níž lze rozumně očekávat, že k ní dojde);
b) pokud je dostatečně konkrétní, aby bylo možné na jejím základě dojít k závěru ohledně možného dopadu takového souhrnu okolností či takové události na obchodování s dotčenými finančními nástroji nebo odvozenými finančními deriváty.

31 — Jak je zdůrazněno v bodě 98 tohoto stanoviska.

32 — Je třeba zdůraznit, že na jednání byla projednávána otázka vlivu judikatury USA na právní úpravu Společenství (zejména Nejvyšší soud USA ve věci Basic Inc. v. Levinson, in 485 US, 224, 1988), která posuzuje jednání rozumného investora podle kritéria tzv. *probability/magnitude* (pravděpodobnost/rozsah), podle kterého důležitost informace závisí na zvážení pravděpodobnosti (*probability*), že událost nastane, s předvídaným rozsahem (*magnitude*) události ve světle souhrnu činností společnosti (*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*).
–Tato judikatura mohla mít vliv na definici pojmu rozumný investor a vypracování prvního bodu odůvodnění směrnice 2003/124, podle kterého rozumný investor opírá svá investiční rozhodnutí o informace, které již má k dispozici, tzn. o informace dostupné *ex ante*, zejména „s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta“, což je odkaz, který výslovně odráží výše uvedený přístup zaujatý soudy USA (*in light of the totality of the company activity*).

33 — Uvedený v poznámce pod čarou 6 (bod 69).

106. Z toho plyne, že v případě, že má informace vysokou způsobilost ovlivnit kurs cenných papírů, postačuje, že budoucí okolnost nebo událost není nemožná nebo nepravděpodobná, i když je nejistá.

107. Při předmětném posuzování má rozsah následků pro emitenta [34] význam v té míře, v níž náleží k informacím dostupným *ex ante*, neboť rozumný investor opírá svá rozhodnutí o předpokládaný dopad informací s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací a jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností ovlivnit obchodování s příslušným finančním nástrojem nebo odvozeným finančním derivátem.

108. Informace *ex post* budou v každém případě moci být rovněž použity k ověření předpokladu, že informace *ex ante* mohou mít významný dopad na ceny [35].

109. Co se tedy týče druhé části druhé předběžné otázky, navrhuji, aby na ni Soudní dvůr odpověděl tak, že prohlásí, že:

— v případě, že má informace vysokou způsobilost ovlivnit kurs cenných papírů, postačuje, že budoucí okolnost není nemožná nebo nepravděpodobná, i když je nejistá;

— následky pro emitenta mají význam v té míře, v níž náleží k informacím dostupným *ex ante*, zatímco případné informace *ex post* budou moci být použity k ověření předpokladu, že informace *ex ante* mohou mít významný dopad na ceny.

VII – Závěry

110. Na základě výše vylíčených úvah Soudnímu dvoru navrhuji, aby na otázky položené Bundesgerichtshof odpověděl takto:

„1) Článek 1 odst. 1 první pododstavec směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu) a čl. 1 odst. 1 směrnice Komise 2003/124/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o definici a uveřejňování důvěrných informací a definici manipulace s trhem, se musejí vykládat v tom smyslu, že při časově rozsáhlém ději, při němž se má v mnoha dílčích krocích naplnit určitá okolnost nebo přivodit určitá událost (tzv. časově rozsáhlý děj), mohou být považovány za přesné, a tedy za důvěrné informace v případě, že jsou splněny další požadavky uvedené zmíněnými směrnicemi, i informace o skutečnostech týkajících se dílčích kroků, které již existují nebo nastaly a které souvisí s uskutečněním budoucí okolnosti nebo události.

2) a) Výraz lze ‚rozumně očekávat' uvedený v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124 nevyžaduje, aby pravděpodobnost, že předmětná událost nebo okolnost nastane, byla převažující nebo vysoká.

b) Systém zavedený směrnicemi 2003/06 a 2003/124 vyžaduje pouze to, aby přesná informace existovala na základě posouzení *ex ante* prováděného při použití kritérií předpokládaného dopadu informací s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta, spolehlivost zdroje informací, jakož i jiné tržní proměnné, které mohou za daných okolností ovlivnit obchodování s příslušným finančním nástrojem nebo odvozeným finančním derivátem, přičemž v žádném případě nesmí být zcela nesplněna žádná ze dvou náležitostí zmíněných v čl. 1 odst. 1 směrnice 2003/124.

c) V případě, že má informace vysokou způsobilost ovlivnit kurs cenných papírů, postačuje, že budoucí okolnost nebo událost není nemožná nebo nepravděpodobná, i když je nejistá.

34 — První bod odůvodnění směrnice 2003/124 výslovně odkazuje na předpokládaný dopad informací s ohledem na souhrn souvisejících činností dotyčného emitenta.

35 — Jak vyplývá z druhého bodu odůvodnění směrnice 2003/124.

d) Následky pro emitenta mají význam v té míře, v níž náleží k informacím dostupným *ex ante*, zatímco případné informace *ex post* budou moci být použity k ověření předpokladu, že informace *ex ante* mohou mít významný dopad na ceny.“