PAOLO MENGOZZI
FŐTANÁCSNOK INDÍTVÁNYA
Az ismertetés napja: 2012. március 21.[1]

C-19/11. sz. ügy

Markus Geltl
kontra
Daimler AG

(A Bundesgerichtshof [Németország] által benyújtott előzetes döntéshozatal iránti kérelem)

„Szolgáltatásnyújtás szabadsága — Pénzügyi szolgáltatások — Bennfentes kereskedelmi ügyletek és bennfentes információk — Az elnök lemondása — Részvénytársaság igazgatóságának elnöke — Az esemény bekövetkeztét megelőző különböző megbeszélések és cselekmények esetleges figyelembevétele az ilyen információ pontosságának megítélése érdekében — 2003/6/EK (úgynevezett piaci visszaélés) irányelv — A 2003/6/EK irányelv végrehajtásáról szóló 2003/124/EK irányelv”

I – Bevezetés

1. A jelen eljárásban a Bundesgerichtshof (Németországi Szövetségi Köztársaság) terjesztett a Bíróság elé előzetes döntéshozatal iránti kérelmet, amely a bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv[2], valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2003. december 22-i 2003/124/EK bizottsági irányelv[3] értelmezésére vonatkozik.

II – Jogi háttér

A – Az uniós jog

2. A 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontja a következőképpen rendelkezik:

„Ennek az irányelvnek az alkalmazásában:

1. »Bennfentes információ«: az olyan pontos információ, amelyet nem hoztak nyilvánosságra, és amely közvetlenül vagy közvetve pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával, illetve egy vagy több pénzügyi eszközzel kapcsolatos, és amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára.

   […]”.

1 — Eredeti nyelv: olasz.

2 — HL L 96., 16. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 4. kötet, 367. o.

3 — HL L 339., 70. o.; magyar nyelvű különkiadás 6. fejezet, 6. kötet, 348. o.

3. A 2003/6 irányelv 6. cikke a következőképpen rendelkezik:

„(1) A tagállamok biztosítják, hogy a pénzügyi eszközök kibocsátói a lehető leghamarabb tájékoztassák a nyilvánosságot az említett kibocsátókat közvetlenül érintő bennfentes információkról.

A tagállamok – az első albekezdés rendelkezéseinek való megfelelés érdekében hozott intézkedések sérelme nélkül – gondoskodnak arról, hogy a kibocsátók megfelelő időtartamra elhelyezzenek internetoldalaikra minden olyan bennfentes információt, amelyet kötelesek nyilvánosságra hozni.

(2) A kibocsátó – jogos érdekei sérelmének megelőzése érdekében – saját felelősségére késleltetheti a bennfentes információk (1) bekezdésben említett nyilvánosságra hozatalát, feltéve hogy nem valószínű, hogy ez a késleltetés félrevezeti a nyilvánosságot, és feltéve, hogy a kibocsátó képes biztosítani a szóban forgó információ bizalmasságát. A tagállamok megkövetelhetik a kibocsátótól, hogy haladéktalanul tájékoztassa az illetékes hatóságot a bennfentes információ nyilvánosságra hozatalának késleltetésére vonatkozó döntésről.

[…]”.

4. A 2003/124 irányelv 1. cikke így rendelkezik:

„(1) A 2003/6/EK irányelv 1. cikke 1. pontjának alkalmazásában azt az információt kell pontosnak tekinteni, amely létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént, vagy alappal várható, hogy meg fog történni, és elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

(2) A 2003/6/EK irányelv 1. cikke 1. pontjának alkalmazásában »az az információ, amelynek nyilvánosságra hozatala valószínűleg jelentős hatást gyakorolna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára«, olyan információ, amelyet az ésszerűen eljáró befektető nagy valószínűséggel felhasználna a befektetési döntése meghozatalához.”

5. A 2003/124 irányelv 2. cikkének (3) bekezdése ekként rendelkezik:

„[…]

(3) A már közzétett bennfentes információt érintő bármilyen lényeges változást az ilyen változás bekövetkezte után azonnal közzé kell tenni ugyanazon a módon, ahogy az eredeti információ közzétételére sor került.”

6. A 2003/124 irányelv 3. cikke így rendelkezik:

„(1) A 2003/6/EK irányelv 6. cikke (2) bekezdésének alkalmazásában a jogos érdek, különösen a következő, nem kimerítő jelleggel felsorolt körülményekhez kapcsolódhat:

a) folyamatban lévő tárgyalások vagy ezekhez kapcsolódó események, amikor a közzététel várhatóan érintené az ilyen tárgyalások kimenetelét vagy szokásos lefolyását. Különösen, amennyiben a kibocsátó pénzügyi helyzete súlyos és közvetlen veszélyben van, bár még nem kell a csődjogi rendelkezéseket alkalmazni, az információ közzététele korlátozott időtartamra késleltethető, amennyiben az ilyen közzététel súlyosan veszélyeztetné a létező és lehetséges részvényesek érdekeit a kibocsátó hosszú távú szanálásának biztosítását célzó tárgyalások lezárásának esetleges veszélyeztetésével;

b) valamely kibocsátó ügyvezető testülete által hozott döntések vagy megkötött szerződések, amelyek hatálybalépéséhez a kibocsátó más testületének a jóváhagyása szükséges, és a kibocsátó szervezeti felépítése szerint ezek a testületek elkülönülnek, feltéve, hogy az információnak az ilyen jóváhagyást megelőző közzététele, annak bejelentésével együtt, hogy ez a jóváhagyás még függőben van, veszélyeztetné az információ nyilvánosság által történő korrekt értékelését.

[…]”.

B – A nemzeti jog

7. A 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdése 1. pontjának és a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének átültetése során a WpHG (Wertpapierhandelsgesetz, vagyis az értékpapírok kereskedelméről szóló törvény) 13. cikkének (1) bekezdése úgy rendelkezik, hogy bennfentes információ az „a pontos információ, amely nyilvánosságra nem hozott körülményekre vonatkozik, és amely bennfentes értékpapírok [4] egy vagy több kibocsátójával vagy közvetlenül valamely bennfentes értékpapírokkal kapcsolatos, és alkalmas arra, hogy nyilvánosságra hozatala esetén jelentősen befolyásolja a bennfentes értékpapírok forgalmát vagy piaci árát. Az információ akkor alkalmas ilyen hatás kiváltására, ha azt az ésszerűen eljáró befektető figyelembe venné a befektetési döntése meghozatalakor. Az első mondat szerinti körülménynek minősülnek azok a körülmények is, amelyek esetében kellő valószínűséggel arra lehet következtetni, hogy a jövőben bekövetkeznek […].”

8. A WpHG 15. cikkének (1) bekezdése úgy rendelkezik, hogy „a belföldi pénzügyi eszköz-kibocsátónak haladéktalanul nyilvánosságra kell hoznia az őt közvetlenül érintő bennfentes információkat […].”

III – A tényállás és az előzetes döntéshozatalra előterjesztett kérdések

9. A Daimler AG 2005. április 6-i közgyűlését követően Prof. Schrempp, az igazgatóság elnöke fontolóra vette annak lehetőségét, hogy 2008-ig tartó megbízatásának rendes lejárta előtt lemond tisztségéről, és elsőként az irodáját vezető feleségével közölte ezt.

10. 2005. május 17-én Prof. Schrempp megosztotta e szándékát a Daimler AG felügyelőbizottságának elnökével.

11. 2005. június 1-jén a felügyelőbizottság további két tagja, és legkésőbb 2005. június 15-én a Prof. Schrempp helyébe lépni hivatott Dr. Zetsche is értesült Prof. Schrempp tervéről.

12. 2005. július 6-án a titkárság vezetőjét is tájékoztatták.

13. 2005. július 10-től a kommunikációs vezető, Prof. Schrempp felesége és a titkárság vezetője egy sajtóközleményt, egy külső nyilatkozatot és egy, a társaság munkavállalóinak szánt levelet készített elő.

14. 2005. július 18-án Prof. Schrempp és a felügyelőbizottság elnöke megállapodott abban, hogy a felügyelőbizottság már korábban 2005. július 28-ra kitűzött ülésén – anélkül, hogy a szóban forgó kérdésre a meghívóban utalás történt volna – Prof. Schrempp idő előtti távozását és Dr. Zetsche utódjává történő kinevezését javasolják majd.

15. Mindemellett 2005. július 27-én 17 órára már kitűzték a felügyelőbizottság elnöki bizottságának ülését, amelyre szóló meghívó ugyancsak nem utalt Prof. Schrempp idő előtti távozására.

16. 2005. július 25-én Prof. Schrempp megbeszélte az ügyet a felügyelőbizottság egyik tagjával, aki egyben a csoport üzemi tanácsának, valamint a központi üzemi tanácsnak az elnöke.

4 — Olyan értékpapírok, amelyeket a bennfentes információval rendelkezők nem jogosultak eladni vagy megvásárolni.

17. 2005. július 27-én a fent említett felügyelőbizottsági tag, miután megbeszélte a kérdést a többi munkavállalói képviselővel, valamint Dr. Zetschével, jelezte Prof. Schremppnek, hogy a munkavállalók képviselői az igazgatóság elnöke személyének megváltozása mellett szavaznak majd.

18. Szintén 2005. július 27-én, az ülés kezdete előtt az elnöki bizottság másik két tagját is tájékoztatták a történésekről.

19. Az elnöki bizottság 2005. július 27-én úgy határozott, hogy a felügyelőbizottság másnapi ülésén Prof. Schrempp idő előtti, 2005. év végével történő távozásának és Dr. Zetsche utódjává történő kinevezésének támogatását fogja javasolni.

20. Prof. Schrempp 2005. július 27-én 18 óra 30 perckor az igazgatóság egyik tagját, majd 19 órakor az igazgatóság másik két tagját is tájékoztatta a tervezett változásról.

21. 2005. július 27-én 19 óra 30 perckor vacsorát rendeztek a tulajdonosok felügyelő bizottsági tagságot betöltő képviselőinek, amelynek során megvitatták az elnökségi bizottság ajánlását.

22. 2005. július 28-án 9 óra 50 perc körül a felügyelőbizottság úgy határozott, hogy Prof. Schrempp év végével távozik megbízatásából, és helyét Dr. Zetsche veszi át.

23. 2005. július 28-án 10 óra 2 perckor a Daimler AG a történtekkel kapcsolatban egy *ad hoc* közleményt adott ki a tőzsdék ügyvezetése és a Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Német Pénzügyi Szolgáltatási Szövetségi Felügyelet, BaFin) számára.

24. A szóban forgó közleményt ezt követően 10 óra 32 perckor nyilvánosságra hozták a Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (*ad hoc* közlemények közzétételéért felelős német társaság) híradatbankjában.

25. A Daimler AG részvényeinek értéke, amely a tőzsde 2005. július 28-i nyitásakor 36,50 eurón állt, innen előbb 40,40 euróra, majd 42,95 euróra növekedett.

26. Számos befektető, aki a részvényeit a Prof. Schrempp 2005 végi távozásának hírét tartalmazó közleményt követő árfolyam-emelkedést megelőzően adta el, kártérítési pert indított azzal érvelve, hogy a szóban forgó közleményt késedelmesen adták ki.

27. Egy próbaperben 2007. február 15-én hozott határozatában az Oberlandesgericht Stuttgart (stuttgarti tartományi legfelsőbb bíróság) úgy ítélte meg, hogy a jelen ügyben bennfentes információ csak a felügyelőbizottság 2005. július 28-án körülbelül 9 óra 50 perckor sorra kerülő határozathozatalával keletkezett, és hogy ezt az információt idejében nyilvánosságra hozták.

28. Ez utóbbi határozatot a Bundesgerichtshof 2008. február 25-én hozott végzésével hatályon kívül helyezte, és az ügyet visszautalta az Oberlandesgericht Stuttgart elé.

29. 2009. április 22-én hozott határozatával az Oberlandesgericht ismételten elutasította a kár megtérítése iránti keresetet, és megállapította, hogy a 2005. május 17-től a felügyelőbizottság 2005. július 28-i határozathozataláig terjedő időszakban nem keletkezett olyan tartalmú bennfentes információ, hogy Prof. Schrempp a felügyelőbizottság elnökének bejelentette a hivataláról való egyoldalú lemondási szándékát.

30. A jelen ügy szempontjából az bír jelentőséggel, hogy az Oberlandesgericht Stuttgart határozata meghozatalakor többek között megállapította, hogy nem tekinthetők bennfentes információnak azok a különböző köztes mozzanatok, amelyek végül Prof. Schrempp megegyezésen alapuló távozásához, és ahhoz vezettek, hogy Dr. Zetsche a helyébe lépett, mivel a Prof. Schrempp által kinyilvánított lemondási szándék megvalósulása, noha alkalmas a részvények árfolyamának befolyásolására, az ésszerűen eljáró befektető szempontjából nem volt kellően valószínűnek tekinthető.

31. Az Oberlandesgericht utóbbi határozatával szemben ismételten fellebbezést nyújtottak be a Bundesgerichtshofhoz, amely – mivel úgy ítélte meg, hogy a 2003/6 és a 2003/124 irányelv értelmezésével kapcsolatos kérdés merült fel – előzetes döntéshozatal céljából a következő két kérdést terjesztette a Bíróság elé:

„1) Egy időben elhúzódó folyamat esetében, amelynek során több köztes lépésben következik be egy bizonyos körülmény vagy esemény, csak az bír-e jelentőséggel a 2003/6/EK irányelv 1. cikke első bekezdésének és a 2003/124/EK irányelv 1. cikke (1) bekezdésének alkalmazása szempontjából, hogy e jövőbeli körülményt vagy eseményt ezen irányelvi rendelkezések szerinti pontos információnak kell-e tekinteni, és ennélfogva vizsgálandó, hogy e jövőbeli körülmény vagy esemény alappal várhatóan be fog-e következni, vagy egy efféle időben elhúzódó folyamat esetében a már létező vagy megtörtént, és a jövőbeli körülmény vagy esemény megvalósulásával összefüggő köztes lépések is a hivatkozott irányelvi rendelkezések értelmében vett pontos információk lehetnek?

2) Túlnyomó vagy nagyfokú valószínűséget kíván-e meg az, hogy a 2003/124/EK irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében alappal várható legyen, hogy a körülmény vagy esemény bekövetkezik, vagy az alappal várhatóan bekövetkező körülmények vagy események alatt azt kell érteni, hogy a valószínűség foka a kibocsátóra gyakorolt hatások mértékétől függ, és az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő, ha bizonytalan, de nem valószínűtlen, hogy a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezik?”

IV – A Bíróság előtti eljárás

32. Írásbeli észrevételeket nyújtott be az alapeljárás felperese, a Daimler AG, egy beavatkozó harmadik személy, a portugál, a cseh, az észt, a belga és az olasz kormány, az Egyesült Királyság Kormánya, valamint a Bizottság.

33. A 2012. február 2-i tárgyaláson az alapeljárás felperese, a Daimler AG, a beavatkozó harmadik személy, a portugál és az észt kormány, az Egyesült Királyság Kormánya, valamint a Bizottság vett részt.

V – Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett első kérdésről

34. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett első kérdés tekintetében a Bundesgerichtshof lényegében azzal kapcsolatban kéri a Bíróság állásfoglalását, hogy a 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontja és a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése szerinti bennfentes információ fogalma alá eső, és így a pénzügyi termékek kibocsátója által nyilvánosságra hozandó információk közé tartozhatnak-e – amennyiben képesek jelentős hatást gyakorolni a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy származtatott pénzügyi eszközök árára – azok az információk, amelyek egy úgynevezett időben elhúzódó folyamat során bekövetkező meghatározott eseményhez vezető sajátos történésekre vonatkoznak, és amelyek így ok-okozati szempontból megelőzik az említett irányelvek által megjelölt jövőbeli körülmény vagy esemény létrejöttét.

35. A szóban forgó szabályozás vizsgálatából az következik, hogy nem csupán a feltételesen megvalósuló jövőbeli körülmények és események, hanem – ha a 2003/6 és a 2003/124 irányelv által említett további feltételek is fennállnak – azok az információk is bennfentes információknak minősíthetők, amelyek a hivatkozott irányelvek alapján a pénzügyi eszközök vagy a származtatott pénzügyi eszközök árára jelentős hatást gyakorolni képes jövőbeli körülmények és események megvalósulásához vezető folyamat köztes lépéseit jelentik.

36. Először is a 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontja határozza meg – ugyanezen irányelv (16) preambulumbekezdésével összhangban – a bennfentes információ fogalmát, és mindenekelőtt azt emeli ki, hogy az információnak ahhoz, hogy bennfentes információnak lehessen minősíteni, pontosnak [5] kell lennie, és azon túl, hogy nem hozták nyilvánosságra, alkalmasnak kell lennie arra, hogy – amennyiben nyilvánosságra hozzák – jelentős hatást gyakoroljon a pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára.

5 — E fogalom meghatározása az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdés vizsgálata során kerül külön kifejtésre.

37. Nincs előírva tehát, hogy a nyilvánosságra hozandó információ végleges legyen, vagy legalábbis nincs *a priori* kizárva azoknak a körülményeknek a jelentősége, amelyek egy időben elhúzódó folyamat során valósultak meg, hanem egyszerűen azt írták elő, hogy minden olyan információt nyilvánosságra kell hozni – nyilvánvalóan az időben elhúzódó folyamat keretében megvalósuló körülményeket is –, amely pontos, és alkalmas arra, hogy – amennyiben nyilvánosságra hozzák – jelentős hatást gyakoroljon a pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árára.

38. Az információ nyilvánosságra hozatalára vonatkozó kötelezettség szempontjából nem annak van jelentősége, hogy időben hol helyezkedik el az információ egy esemény megvalósulási folyamatában, hanem annak, hogy az adott információ pontos-e, és azzal együtt – azon túl, hogy nem nyilvános – alkalmas-e a piaci árfolyamok jelentős befolyásolására.

39. Figyelembe kell venni ugyanis, hogy egy gazdasági szereplő által kibocsátott pénzügyi eszköz árára nem szükségképpen csak egyetlen tényező van hatással, hanem az egy sor körülménytől függhet, amelyek gyakran időbeli sorrendben követik egymást.

40. A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése másrészről a pontos információ fogalma tekintetében – egyes megtörtént eseményeken kívül – „létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre” is utal, valamint olyan információra, amely „elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülmények […] esetleges hatásáról”.

41. Ily módon e rendelkezés a közzétételi kötelezettség keletkezése szempontjából kiemeli az időben elhúzódó folyamatok megvalósulásához vezető egyes lépések fontosságát is, mivel egyenlően kezeli az egyes eseményeket és az azokat esetlegesen megelőző körülményeket, valamint a már létező és jövőbeli körülményeket, és mindegyiknek ugyanolyan jelentőséget tulajdonít.

42. Ugyanígy tesz a 2003/124 irányelv 2. cikkének (3) bekezdése, amely alapján a már közzétett bennfentes információt érintő bármilyen lényeges változást a bekövetkezte után azonnal nyilvánosságra kell hozni ugyanazon a módon, ahogy az eredeti információ közzétételére sor került.

43. A 2003/124 irányelv 3. cikke is alátámasztja később az említett következtetéseket, amely cikk – összhangban ugyanezen irányelv (5) preambulumbekezdésével – a 2003/6 irányelv 6. cikke (2) bekezdésének végrehajtása során a bennfentes információ közzétételének elmaradásához fűződő jogos érdekek között megjelöl egy sor, az esetek többségében nyilvánvalóan az időben elhúzódó folyamat egyes lépéseihez kapcsolódó körülményt, úgymint a folyamatban lévő tárgyalásokat, vagy valamely kibocsátó ügyvezető testülete által hozott döntéseket és megkötött szerződéseket, amelyek hatálybalépéséhez ugyanezen kibocsátó más testületének a jóváhagyása szükséges, és a kibocsátó szervezeti felépítése szerint ezek a testületek elkülönülnek.

44. Abból, hogy a 2003/124 irányelv feljogosítja a kibocsátókat arra, hogy ne hozzanak nyilvánosságra olyan körülményeket, amelyek a jövőben csak feltételesen megvalósuló (a fent említett esetekben csak akkor, ha a tárgyalás eredményesen zárul, vagy a kibocsátó ügyvezető testülete által hozott döntéseket és megkötött szerződéseket a kibocsátó hatáskörrel rendelkező másik testülete jóváhagyta) folyamat köztes lépéseit képezik, az következik, hogy főszabály szerint az ilyen információkat is közzé kell tenni, amennyiben a szóban forgó irányelvek által előírt további feltételek is fennállnak.

45. A hivatkozott irányelvek szövege alapján tehát egyáltalán nem támasztható alá a bennfentes információ fogalmának olyan értelmezése, amely nem teszi lehetővé, hogy – amennyiben a 2003/6 és a 2003/124 irányelv által említett további feltételek is megvalósulnak – bennfentes információknak minősüljenek azok az információk is, amelyek a jövőben csak feltételesen megvalósuló folyamat köztes mozzanatait képező körülményekre vonatkoznak.

46. Nem lehet ettől eltérő álláspontra jutni akkor sem, ha figyelembe vesszük a 2003/6 és a 2003/124 irányelv célját, és azokat az eszközöket, amelyeket ezen irányelvek e cél elérése érdekében írnak elő.

47. Az említett cél elsősorban a 2003/6 irányelv (2) és (12) preambulumbekezdéséből következik, amelyekből világossá válik, hogy a piaci visszaélésekkel szembeni szabályozás – amely visszaélések közé a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció tartozik – célkitűzése a közösségi pénzügyi piacok integritásának biztosítása és az e piacok iránti befektetői bizalom erősítése, mivel ezek a gazdasági növekedés és a prosperitás előfeltételeit képezik.

48. Ahogy azt a 2003/6 irányelv (24) preambulumbekezdése kiemeli, hogy a nyilvánosság gyors és hiteles tájékoztatása a piaci integritás erősítésének az eszköze, míg a kibocsátók általi szelektív információszolgáltatás a pénzügyi piacok integritásába vetett befektetői bizalom elvesztését okozhatja.

49. A 47. és 48. pontban kifejtetteket a Bíróság különösen a Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítéletében [6] erősítette meg, amikor megállapította, hogy a 2003/6 irányelv célja a pénzügyi piacok integritásának védelme és a befektetők bizalmának erősítése, pontosabban meghatározva, hogy e bizalom különösen azon a tényen nyugszik, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban részesülnek, és megvédik őket a bennfentes információkkal való visszaéléssel szemben.

50. E tekintetben a Bíróság azt is világossá tette, hogy a bennfentes kereskedelem tilalmának célja annak elkerülése, hogy aki bizalmas információval rendelkezik, az információt nem ismerő más személyek rovására ebből hasznot húzzon [7] – a javára fennálló információs aszimmetriánál fogva – anélkül, hogy ugyanazt a kockázatot viselné, mint ez utóbbiak.

51. Következésképpen a jelen tényállás vonatkozásában a 2003/6 irányelv céljával és az annak elérése érdekében az irányelv által bevezetett eszközökkel – ahogy azokat a jelen indítvány 47. és 48. pontja pontosabban meghatározza, valamint ahogy azokat a Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítélet kiemelte – összhangban nem fogadható el a bennfentes információ fogalmának olyan értelmezése, amely lehetővé teszi, hogy a részvények árának befolyásolására alkalmas jövőbeli körülmények megvalósulásával kapcsolatos bizalmas információval rendelkező személyek az említett információkat ne hozzák nyilvánosságra.

52. Ezáltal ugyanis akadályba ütközne a nyilvánosságnak a pénzügyi piacok befolyásolására alkalmas információkra vonatkozó gyors és pontos tájékoztatása, és így nem részesülne védelemben sem a pénzügyi piacok integritása, sem a befektetői bizalom, mivel a szóban forgó jogszabályok által tiltott bennfentes kereskedelmet általában éppen a részvényárfolyamok befolyásolására alkalmas jövőbeli események bekövetkezésére utaló információk felhasználása jellemzi.

53. Mivel a 2003/6 és a 2003/124 irányelv célja a piaci integritás és a befektetői bizalom védelme, a befektetők számára lehetővé kell tenni, hogy saját felelősségükre hozhassák meg döntéseiket azt követően, hogy minden releváns, a tőzsdei ár befolyásolására alkalmas információt megkaptak és értékeltek.

54. Kizárt tehát a bennfentes információ fogalmának olyan értelmezése, amely – tekintettel e fogalom és a bennfentes kereskedelmi műveletek tilalma közötti szoros összefüggésre – kibővítené a nyilvánosságra nem hozandó információk körét, és csökkentené a 2003/6 és a 2003/124 irányelv által tiltott visszaélésszerű magatartások számát.

55. Másrészt az Európai Értékpapír-piaci Szabályozók Bizottsága (CESR [8]) a 2003/6 irányelv alkalmazására vonatkozóan 2007 júliusában kiadott iránymutatásának [9] 1.6. pontjában megállapította, hogy ha az információ egy több lépésben megvalósuló folyamatra vonatkozik, e mozzanatok mindegyike, akárcsak a teljes folyamat, pontos információnak minősíthető („*if the information concerns*

6 — A C-45/08. sz. ügyben 2009. december 23-án hozott ítélet (EBHT 2009., I-12073. o.) 37., 47., 61. és 62. pontja, amelyek átvették a C-391/04. sz. Georgakis-ügyben 2007. május 10-én hozott ítélet (EBHT 2007., I-3741. o.) 38. pontjában, valamint a C-384/02. sz., Grøngaard és Bang ügyben 2005. november 22-én hozott ítélet (EBHT 2005., I-9939. o.) 22. és 33. pontjában foglalt megállapításokat.

7 — A Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítélet 47. és 48. pontja.

8 — 2011. január 1-jétől az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) lépett a helyébe.

9 — Az irányelv közös alkalmazására vonatkozó második iránymutatásról és tájékoztatásról van szó (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature”), 1.7. pontjában pedig azt, hogy a pontos információvá minősítéshez nem szükséges, hogy az információ teljes legyen („*In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise*”).

56. Következésképpen azt javaslom, hogy a Bíróság az előzetes döntéshozatalra előterjesztett első kérdésre azt a választ adja, hogy a 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontját és a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy az olyan időben elhúzódó folyamat esetében, amelynek során több köztes lépésben következik be egy bizonyos körülmény vagy esemény (úgynevezett fokozatosan kialakuló helyzet), ha az említett irányelvek által előírt valamennyi további feltétel teljesül, pontos és így bennfentes információknak minősíthetők azok az információk is, amelyek egy jövőbeli körülmény vagy esemény megvalósulásához kapcsolódó, már létező vagy megtörtént köztes lépésekre vonatkoznak.

VI – Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdésről

57. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdéssel a Bundesgerichtshof lényegében két egymással szorosan összefüggő kérdést tett fel a Bíróságnak:

a) mindenekelőtt annak eldöntését kéri, hogy túlnyomó vagy nagyfokú valószínűséget kíván-e meg a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében foglalt „alappal várható” kifejezés;

b) másodsorban, hogy az alappal várhatóan bekövetkező körülmények vagy események alatt azt kell-e érteni, hogy a valószínűség foka a kibocsátóra gyakorolt hatások mértékétől függ, és az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő-e, ha a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezése nem valószínűtlen, még ha bizonytalan is?

58. Az 57. pontban megjelölt két kérdés közül az elsőnek a nemzeti bíróság előtt folyamatban lévő per eldöntése szempontjából van jelentősége, mivel annak meghatározására irányul, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdésének alkalmazása szempontjából az olyan időben elhúzódó folyamat esetén, mint az alapügybeli, mikor feltételezhető, hogy ténylegesen bekövetkezik az az esemény, amelynek megvalósulását a bizalmasan kezelt információ előre jelezte.

59. Ha ugyanis az esemény bekövetkezése tekintetében a túlnyomó vagy nagyfokú valószínűség fennállása a követelmény (lényegében ezt az álláspontot követi az Oberlandesgericht Stuttgart), akkor a Prof. Schrempp által tervezett lemondás közzétételének kötelezettsége csak azt követően jött volna létre, hogy a lemondást támogatta a felügyelőbizottság, amely 2005. július 28-án határozott így, vagy legalábbis azt követően, hogy a lemondást 2005. július 27-én jóváhagyta az elnöki bizottság, amely a felügyelőbizottságnak azt javasolta, hogy a 2005. július 28-i ülésén Prof. Schrempp kérése mellett szavazzon.

60. Csak e határozatok elfogadását követően lehetett volna jogszerűen pontosnak tekinteni a Prof. Schrempp lemondására vonatkozó információt, a Daimler AG tehát ezt megelőzően nem lett volna köteles nyilvánosságra hozni a folyamatban lévő belső eljárást.

61. Más lenne a helyzet azon álláspont elfogadása esetén, miszerint a bennfentes információ keletkezéséhez elegendő olyan tények fennállása, amelyek egy jövőbeli eseményt – még ha bizonytalanul is – valószínűsítenek.

62. A kérdést előterjesztő bíróság álláspontja szerint ez esetben – a részvényárfolyamoknak a Prof. Schrempp leváltásának bejelentését követő jelentős változásait is figyelembe véve – már akkor bennfentes információ keletkezett, amikor Prof. Schrempp 2005. május 17-én közölte a felügyelőbizottság elnökével, hogy az év végén távozik tisztségéből; következésképpen már akkor tájékoztatni kellett volna a történésekről a részvényeseket – köztük M. Geltlt –, akik ésszerűen a ténylegesen elért árnál magasabb áron adták volna el részvényeiket, vagy esetleg megtartották volna azokat.

63. Előzetesen ki kell emelnem, hogy a nemzeti bíróság kételyei a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdése német nyelvi változatának szövegéből eredhetnek, amely a jövőbeli körülmények vagy események megvalósulása vonatkozásában a „kellő valószínűség” („[…] *man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann*”) kritériumára hivatkozik, és így eltér az említett cikk nyelvi változatainak többségétől [10], amelyek viszont lényegében az „alappal várható” kritériumot használják.

64. Másrészt – a nemzeti bíróság és a jelen eljárásban észrevételeket előterjesztő számos fél álláspontjától eltérően – úgy vélem, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikke (1) bekezdése értelmezésének nem kizárólag a „valószínűség” kritériumán kell alapulnia.

65. Ahogy azt a tárgyalás során az észt kormány is helyesen kiemelte, az állandó ítélkezési gyakorlat szerint ugyanis egy uniós jogi rendelkezés valamely nyelvi változatának megfogalmazása nem szolgálhat e rendelkezés értelmezésének kizárólagos alapjául, illetve e tekintetben nem élvezhet elsőbbséget más nyelvi változatokkal szemben, mivel az ilyen megközelítés összeegyeztethetetlen lenne az uniós jog egységes alkalmazásának követelményével. [11]

66. A szóban forgó első kérdés megválaszolásához figyelembe kell venni, hogy a jelen jogvita keretében értelmezendő kifejezés olyan irányelvekben található, amelyek a bennfentes információk kezelését és közzétételét szabályozzák.

67. Következésképpen az „alappal várható” kifejezést valamennyi olyan egyéb tényezővel összefüggésben kell értelmezni, amely lehetővé teszi az információ bennfentes információként történő értékelését.

68. Elsősorban azt kell figyelembe venni, hogy a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése alapján a szóban forgó kifejezés olyan jogi környezetben helyezkedik el, amely úgy rendelkezik, hogy az információ a következő két feltétel egyidejű fennállása esetén tekinthető pontosnak:

a) ha létező vagy alappal várhatóan létrejövő körülményekre, vagy olyan eseményre vonatkozik, amely megtörtént vagy alappal várható, hogy meg fog történni;

b) ha elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását az ilyen körülményeknek vagy eseménynek pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatásáról.

69. Az „alappal várható” kifejezést tehát – noha az a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése szerinti első feltételben (a jelen indítvány 68. pontjának a) alpontja) jelenik meg – a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében előírt másik feltétellel együtt és nem attól elválasztva kell értékelni – még ha attól logikailag el is különül –, vagyis azzal együtt, hogy az információ kellő konkrétsága lehetővé tegye következtetések levonását a körülményeknek vagy eseménynek a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt hatásáról (a jelen indítvány 68. pontjának b) alpontja).

70. Adott esetben e két feltétel bármelyikének lehet nagyobb jelentősége – még akkor is, ha esetlegesen egyensúlyban vannak –, feltéve hogy mindegyik feltétel teljesül oly módon, hogy ami az „alappal várható” kifejezést illeti, legalább lehetséges, hogy a szóban forgó körülmény vagy esemény bekövetkezik, valamint az információ eléri a konkrétság azon minimális szintjét, hogy azt pontosnak lehessen tekinteni.

10 — Lásd különösen a francia („*on peut raisonnablement penser*”), az angol („*may reasonably be expected*”), az olasz („*si possa ragionevolmente ritenere*”), a spanyol („*pueden darse razanablemente*”), a holland („*waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen*”), a máltai („*b'mod raġjonevoli jiġi*”), a román („*există motive raționale de a crede*”), az észt („*mõistliku eelduse kohaselt*”), a finn („*kohtuudella olettaa toteutuvan*”), a lett („*ir pamats uzskatīt*”), a svéd („*rimligtvis*”), a lengyel („*uzasadniony przewidywać*”), a szlovák („*odôvodnene predpokladať*”) és a portugál („*razoavelmente previsíveis*”) nyelvi változatot.

11 — Lásd ebben az értelemben a C-451/08. sz. Helmut Müller-ügyben 2010. március 25-én hozott ítélet 38. pontját (EBHT 2010., I-2673. o.) és a C-41/09. sz., Bizottság kontra Hollandia ügyben 2011. március 3-án hozott ítélet 44. pontját (EBHT 2011., I-831. o.).

71. Ezenkívül az „alappal várható” kifejezésnek a szóban forgó ügyhöz hasonló esetben alkalmazandó fogalmát [12] az úgynevezett ésszerűen eljáró befektető (aki kifejezetten említésre kerül a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdésében) alapulvételével kell meghatározni, azaz olyan befektető alapulvételével, aki a jövőbeli körülmények vagy események bekövetkezésére vonatkozó információkat objektív ésszerűségi mérce alapján értékeli, és nem pedig pusztán spekulatív célokat követ.

72. A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése szerinti első és második feltétel [13] közötti szoros összefüggésre [14], valamint az ésszerűen eljáró befektető fogalmának az irányelv által használt jelentésére vonatkozó fenti megfontolások fényében meg kell állapítani a pontos információról van szó, és ebből következően teljesül a szóban forgó, alappal várható jellegre vonatkozó feltétel, amennyiben az információ alkalmas lett volna a befektető döntéshozatali folyamatának befolyásolására – ha az információ számára ismertté vált volna –, valamint a befektető az információt egy esemény vagy bizonyos körülmények lehetséges bekövetkezése tekintetében jelzésértékűnek [15], valamint elég konkrétnak ítélte volna a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára esetlegesen gyakorolt hatására vonatkozó következtetések levonásához.

73. A 2003/124 irányelv pusztán minimális feltételeket szab, amelyek fennállásának hiányában az információ nem minősíthető pontosnak, és nem követeli meg sem az adott körülmény bekövetkezése valószínűségének magas szintjét az „alappal várható” kifejezés értelmezése kapcsán, sem pedig azt, hogy az információ annyira pontos legyen, hogy biztos vagy majdnem biztos következtetéseket lehessen belőle levonni a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatás vonatkozásában. [16]

74. Ahogy az a 2003/124 irányelv (1) preambulumbekezdéséből következik, a szóban forgó befektető a már rendelkezésére álló információra, azaz előzetesen rendelkezésre álló információra alapozza befektetési döntéseit, és figyelembe veszi az információ várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében, az információforrás megbízhatóságát, valamint általában véve minden más olyan piaci változót, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között. [17]

75. A 2003/124 irányelv (2) preambulumbekezdése ezt követően tisztázza, hogy az utólag rendelkezésre álló információ is felhasználható, még ha csak annak a feltételezésnek az ellenőrzésére is, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ árfolyamérzékeny volt-e.

12 — Azzal együtt, ami ebből – a jelen indítvány 68–70. pontjában kifejtett okokból – az adott információ pontosnak történő minősítésére nézve következik.

13 — A jelen indítvány 68. pontjában megjelölt feltételek.

14 — Ezen összefüggés azt a tényt tükrözi, hogy az ésszerűen eljáró befektető a befektetésekre vonatkozó döntésének meghozatala során szem előtt tartott tényezők közül szükségképpen éppen azt fogja a leginkább figyelembe venni, hogy lehetősége van arra, hogy következtetéseket vonjon le e körülményeknek és eseményeknek a pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt hatására vonatkozóan.

15 — Ily módon egy, az Amerikai Egyesült Államok jogirodalma és ítélkezési gyakorlata által kidolgozott, úgynevezett *total mixhez* nagyban hasonló kritérium kerül alkalmazásra azzal az egy lényegi különbséggel, hogy a szóban forgó információ a befektető befolyásolására alkalmas tényezők közül akár csak az egyiket is jelentheti.
Az egyesült államokbeli Supreme Court (legfelsőbb bíróság, amely 1976-ban a 426 U.S. 438, 1976. sz., TSC Industries, Inc. kontra Northway, Inc. ügyben foglalkozott a kérdéssel) ítélkezési gyakorlata szerint az információt akkor kell bennfentesnek, és ebből következően *materialnek*, azaz előnyt hordozónak tekinteni, ha nagy a valószínűsége, hogy azt az ésszerűen eljáró befektető – ha az információ előtte ismert lett volna – olyan tényezőnek ítélte volna, amely jelentősen megváltoztatta volna a rendelkezésre álló információk összességét (*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 — Így nem lesz pontos az információ abban az esetben, ha az ésszerűségi mérce alapján lehetetlennek vagy valószínűtlennek kell tekinteni, mivel hiányzik belőle az említett alappal várható jelleg, például azért mert a puszta *rumeurs* (szóbeszéd) szintjén maradt, vagy mert annyira kevéssé konkrét, hogy nem teszi lehetővé következtetések levonását a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatás vonatkozásában.

17 — Az észt kormány a tárgyalás során például megemlítette a jogi hátteret, a kereskedelmi gyakorlatot és a helyi befektetői magatartást (a szóban forgó ügyben a német piacra hivatkozva).

76. Az információ *ex ante* értékelése fontos funkciót tölt be mind a befektetők érdekében, azokat formálisan egyenlő helyzetbe hozva, mind pedig maguk a bennfentes kereskedelmet folytató személyek érdekében, mivel ők így képessé válnak arra, hogy megfelelően alakítsák magatartásukat, továbbá hogy a lehető legjobban és jogszerű módon működjenek a piacon, tekintettel arra, hogy előzetesen megismerhetik a tiltott magatartásokat, és elkerülhetik az azokhoz kapcsolódó szankciókat [18], míg az *ex post* értékelés ettől eltérő szerepet tölt be, mivel az csupán az *ex ante* értékelés megerősítésére vagy cáfolatára szolgál.

77. A szóban forgó értékelést a gazdasági szereplők esetenként végzik (a tárgyaláson az észt kormány például kiemelte, hogy az érintett piac méretének is lehet jelentősége), az ésszerűen eljáró befektető és az alappal várható jelleg minden lehetséges esetre érvényes fogalmának meghatározása pedig szükségképpen lehetetlen.

78. Jogvita esetén a fentiekben kifejtett kritériumokat alkalmazva a bíróságnak kell eldöntenie, hogy terheli-e közzétételi kötelezettség az információ birtokosát.

79. A bíróságnak arra a kérdésre kell választ adnia, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ [19] alapján az ésszerűen eljáró befektető úgy értékelte volna-e az információt, mint amely egy esemény vagy bizonyos körülmények legalább lehetséges bekövetkezését jelzi, továbbá amely elég konkrét a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatásra vonatkozó következtetések levonásához.

80. Az uniós jogalkotó tudatosan éppen annak megerősítése céljából utal a valószínűség vagy a lehetőség helyett inkább az alappal várható jelleg fogalmára, hogy a bennfentes információk meghatározása és a többi információtól való megkülönböztetése során mindig különös figyelmet kell fordítani az adott eset összes körülményére.

81. Így különösen – az eljárásban részt vevők némelyikének (például a Bizottságnak) az álláspontjától eltérően – nincs értelme annak, hogy a szóban forgó ügyhöz hasonló esetek eldöntése érdekében absztrakt módon meghatározott százalékos küszöböt állapítsunk meg, amely érték alatt alappal már nem várható, hogy az esemény bekövetkezik. [20]

82. Az irányelvek ugyanis csak azt követelik meg, hogy a bennfentes információ pontos legyen, és tudatosan utalnak az ésszerűség általános követelményére, amelyet nem egyszerűen egy adott esemény statisztikai bekövetkezésének százalékos arányát kiszámolva kell alkalmazni, hanem egy sokkal részletesebb és összetettebb értékelésre támaszkodva. [21]

83. Ez az értékelés a korábbi hasonló tapasztalatokon alapul, és annak megállapítására irányul, hogy egy bizonyos esemény bekövetkezése általában véve alappal várható-e, és hogy ebből következően megvalósulásának lehetőségét az ésszerűen eljáró befektető az információ várható hatására tekintettel mérlegelte volna-e, figyelemmel a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességére, az információforrás komolyságára, továbbá minden más olyan piaci változóra, amely az adott körülmények között érintheti a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt.

18 — Azokat az észrevételeket illetően, amelyeket a Daimler AG a tárgyalás során a bennfentes információ túlságosan tág fogalmának elfogadásából származó büntetőjogi kockázatok vonatkozásában adott elő, a jelen ügy szempontjából azt kell kiemelni, hogy éppen az információ *ex ante* értékelése az, ami biztosítja a jelen irányelvek – és közvetve az irányelvekre épülő nemzeti büntetőjogi szabályok – tárgyát képező jogintézmények megfelelő meghatározottságát. Hangsúlyozni kell továbbá, hogy a 2003/6 irányelv 14. cikke alapján a tagállamoknak joguk, és nem kötelezettségük, hogy büntetőjogi szankciókat írjanak elő, és csak azt kötelesek a nemzeti jogukkal összhangban biztosítani, hogy az irányelvet végrehajtó rendelkezések megsértéséért felelős személyek ellen megfelelő közigazgatási intézkedés, illetve szankció alkalmazására kerüljön sor. Az irányelv ugyanis lényegében polgári jogi tárgyú, ezért az idevágó büntetőjogi szabályok esetleges elfogadására vonatkozó kérdések a tagállamok hatáskörébe tartoznak, és azok belső jogrendjével összhangban kerülnek megoldásra.

19 — Ahogy az a jelen indítvány 74. pontjában pontosabban megjelölésre kerül.

20 — Ahogy azt az észt kormány a tárgyaláson kiemelte, ily módon nem maradna az adott eset körülményeinek figyelembevételéhez szükséges mérlegelési mozgástér.

21 — A tárgyaláson az észt kormány kiemelte, hogy a szóban forgó irányelvek megszövegezése során tudatosan döntöttek egy rugalmas szöveg mellett anélkül, hogy a lényeget tekintve százalékos arányokat és merev értékelési szempontokat állítottak volna fel.

84. A Daimler AG észrevételeiben kifejtettek nem cáfolják e megállapításokat.

85. A Daimler AG többek között a Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítéletnek [22] a kérdést előterjesztő bíróság általi értelmezését kifogásolja [23], miszerint „a bennfentes bizonyos körülmények között alacsonyabb piaci kockázatnak teszi ki magát, mint az a befektető, aki előtt még egyáltalán nem ismert, hogy fennáll a szándék bizonyos körülmények vagy események előidézésére, és hogy a döntési folyamat elindult” [24].

86. A Daimler AG azzal érvel, hogy a kérdést előterjesztő bíróság – azáltal, hogy szükségtelennek tartotta a szóban forgó esemény bekövetkezésének nagyfokú valószínűségét – helytelenül alkalmazta a fent említett ítéletből levezethető elveket, mivel érvelését nem az ésszerűen eljáró befektetőnek általában tulajdonítható magatartásra, hanem egy spekulatív célokat követő befektető magatartására alapozta, noha a Daimler AG megítélése szerint a 2003/6 irányelv anélkül védi az ésszerűen eljáró befektetőt, hogy a spekulatív magatartások megelőzésére törekedne. [25]

87. E tekintetben a Daimler AG kifejti, hogy a bennfentes információval rendelkező személyek azért is hajlamosak az ésszerűen eljáró átlagos befektető magtartásától eltérő magatartást tanúsítani, mert más indokok alapján és más módon cselekszenek, többek között mivel az előbbiek – pusztán spekulatív célokból – az utóbbiaknál könnyebben számolnak a valószínűtlen események bekövetkezésével is.

88. Az említett álláspont nem támogatható, mivel az a Bíróság ítélkezési gyakorlatának és a szóban forgó szabályozásnak egy olyan értelmezésén alapul, amely nincs összhangban a szóban forgó irányelvek által kitűzött célokkal.

89. Ahogy az a jelen indítvány 49. pontjában már említésre került, a Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítélet [26] kimondta, hogy a 2003/6 irányelv célja a pénzügyi piacok integritásának védelme és a befektetők bizalmának erősítése, amely annak biztosításán alapul, hogy a befektetők egyenlő bánásmódban és védelemben részesüljenek azzal szemben, hogy a bennfentes információval rendelkező személyek – az információt nem ismerők kárára – visszaéljenek a birtokukban lévő információval.

90. Azt kell tehát mindenképpen elkerülni, hogy aki bennfentes információval rendelkezik, és az információt nem ismerő többi piaci szereplőnél előnyösebb helyzetben van, hasznot húzzon az adott információ felhasználásával megvalósított gazdasági ügyletekből anélkül, hogy ugyanazt a kockázatot viselné, mint a többi potenciális befektető. [27]

91. Következésképpen – a Daimler AG által előadottaktól eltérően – nincs jelentőségük a bennfentes információval rendelkező személyek – akik esetleg pusztán spekulatív befektetéseket részesítenének előnyben – és az ésszerűen eljáró befektetők között feltételezett pszichológiai és viselkedésbeli különbségeknek, mivel a közöttük fennálló bármely különbségtől eltekintve mindegyiküket egyébként is teljes mértékben egyenlő bánásmódban kell részesíteni a pénzügyi piacok integritásának védelme és a befektetők bizalmának erősítése érdekében.

92. A szóban forgó irányelvek tehát a pénzügyi piacok integritásának védelme és a befektetők bizalmának erősítése érdekében tiltják a bennfentes információkkal való visszaélést, e cél eléréséhez pedig elfogadhatatlan az alappal várható jelleg fogalmának a nagyfokú valószínűséggel azonosított értelmezése, amely ténylegesen lehetővé tenné, hogy ne hozzanak nyilvánosságra olyan információkat, amelyek gyakran a részvények árfolyamának befolyásolására alkalmas jövőbeli események kibontakozására utalnak, és ezáltal támogatná az igencsak spekulatív bennfentes kereskedelmi ügyleteket.

22 — A 6. lábjegyzetben hivatkozott ítélet.

23 — A Daimler AG beadványának 153. pontja.

24 — Lásd az előzetes döntéshozatalra utaló határozat 20. pontját.

25 — A Daimler AG beadványának 154. pontja.

26 — A 6. lábjegyzetben hivatkozott ítélet 47. pontja.

27 — A jelen indítvány 50. pontja.

93. Nem vehető figyelembe az *information overload* [28] feltételezett veszélye sem, amely akkor állna elő, ha – a bennfentes információ fogalma túlságosan tág értelmezésének elfogadása következtében – olyan mennyiségű bizonytalan információ árasztaná el a tőkepiacot, amely a piaci szereplők megtévesztéséhez vezetne.

94. A 2003/6 és a 2003/124 irányelv által felállított rendszer ugyanis éppen azt kívánja lehetővé tenni minden befektető számára, hogy saját felelősségükre – esetlegesen hibákat is vétve – hozhassák meg döntéseiket azt követően, hogy minden releváns, a tőzsdei árak befolyásolására alkalmas információt megkaptak és értékeltek; következésképpen kétes esetekben a szóban forgó irányelvek olyan értelmezését kell előnyben részesíteni, amely a nyilvánosságra hozandó információk körét inkább tágítja, mint szűkíti.

95. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdés első részét illetően ezért azt javaslom, hogy azt a Bíróság a következőképpen válaszolja meg:

– a 2003/124 irányelv 1. cikkének 1. pontjában foglalt „alappal várható” kifejezés nem kívánja meg, hogy a szóban forgó esemény vagy körülmények bekövetkezésének valószínűsége túlnyomó vagy nagyfokú legyen;

– a 2003/6 és a 2003/124 irányelv által bevezetett rendszer – ha a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében említett két tényező egyike sem hiányzik teljes mértékben – csak egy pontos információ meglétét követeli meg, amelynek megállapítása *ex ante* értékelés alapján történik olyan szempontok szerint, amelyek figyelembe veszik az információ várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében, az információforrás komolyságát, valamint általában véve minden más olyan piaci változót, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között.

96. A kérdést előterjesztő bíróság az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdés második részével továbbá többek között azt szeretné megtudni, hogy az alappal várhatóan bekövetkező körülmények vagy események alatt azt kell-e érteni, hogy a valószínűség foka a kibocsátóra gyakorolt hatások mértékétől függ, és az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő-e, ha a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezése nem valószínűtlen, még ha bizonytalan is.

97. E kérdés megválaszolásához azt kell figyelembe venni, hogy a 2003/6 irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontja úgy rendelkezik, hogy az információ akkor bennfentes, ha – azon túl, hogy a pénzügyi eszközök egy vagy több kibocsátójával kapcsolatos – fennáll a következő három feltétel:

a) az információ pontos;

b) az információt nem hozták nyilvánosságra (bizalmas);

c) az információ alkalmas az érintett pénzügyi eszközök árának jelentős befolyásolására.

28 — Lásd a Daimler AG beadványának 168. pontját.

98. A bizalmas jellegtől eltekintve, amely a jelen eljárásnak nem tárgya, a pontosság és az érintett pénzügyi eszközök árának jelentős befolyásolására való alkalmasság az a két alapvető feltétel, amelyen a bennfentes információ fogalma alapul.[29] Az első feltétel (a jelen indítvány 97. pontjának a) alpontja), amelyet a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése[30] határoz meg, az információ lényegi mivoltát jelöli meg, azaz hogy pontosnak kell lennie; a második feltétel (a jelen indítvány 97. pontjának c) alpontja), amelyet a 2003/124 irányelv 1. cikkének (2) bekezdése vizsgál, az információ külső hatására, vagyis annak potenciális hatóerejére vonatkozik.

99. Az említett két feltétel fennállását és a közöttük fennálló kapcsolatot az információ bennfentes jellegének szempontjából kell vizsgálni.[31]

100. A jogvita eldöntésére hivatott bíróság ugyanis nem állhat meg minden alkalommal az egyik feltétel – az adott ügytől függően az információ pontossága vagy annak potenciális hatóereje – vizsgálatánál, teljes mértékben mellőzve a másik feltétel fennállásának megállapítását, hanem a rendelkezésére álló valamennyi tényezőre kiterjedő értékelés alapján kell eldöntenie, hogy az információ bennfentes-e.

101. Az említett tényezőket – noha azok meghatározásuk pillanatában logikailag elkülönülnek egymástól – átfogóan kell értékelni, ezért adott esetben a szóban forgó két feltétel bármelyikének lehet nagyobb súlya a másiknál[32], amennyiben ez utóbbi is teljesül, és az információ ezáltal eléri azt a szintet, hogy az a pontossága és a potenciális hatóereje között fennálló egyensúly következtében bennfentesnek tekinthető.

102. Ami a jelen eljárást illeti, a 2003/6 és a 2003/124 irányelv ugyanis – ahogy már említésre került – nem követeli meg sem az adott körülmény bekövetkezésének nagyfokú valószínűségét, sem pedig a részvények árfolyamára gyakorolt tényleges hatást.

103. Közelebbről, a Spector Photo Group és Van Raemdonck ügyben hozott ítélet[33] alapján – figyelemmel a 2003/6 irányelv céljaira – az árak jelentős befolyásolására való alkalmasságot a szóban forgó információ tartalmára és annak összefüggéseire tekintettel *a priori* kell megítélni, ezért annak meghatározásához, hogy az információ bennfentes-e, nem kell vizsgálni, hogy a nyilvánosságra hozatala ténylegesen jelentős hatással volt-e a pénzügyi eszközök árára.

104. A szóban forgó szabályozás tehát azon minimális feltételek megállapítására korlátozódik, amelyek hiányában az információ nem minősíthető bennfentes információnak.

29 — A 2003/124 irányelv (3) preambulumbekezdése alapján a piaci résztvevők jogbiztonságát fokozni kell azzal, hogy a bennfentes információ meghatározásának két lényegi elemét, nevezetesen az ilyen információ pontos jellegét és annak a pénzügyi eszközök vagy kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatásának jelentőségét pontosabban kell meghatározni.

30 — A 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdése értelmében az információ akkor pontos:
a) ha létező körülményekre (vagy egy megtörtént eseményre) vagy olyan körülményekre (vagy olyan eseményre) vonatkozik, amelyekről (amelyről) alappal várható, hogy létre fognak jönni (meg fog történni);
b) ha elég konkrét ahhoz, hogy lehetővé tegye következtetések levonását a szóban forgó pénzügyi eszközök vagy a kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközök árfolyamára gyakorolt lehetséges hatás vonatkozásában.

31 — Ahogy az a jelen indítvány 98. pontjában kifejtésre került.

32 — Kiemelendő, hogy a tárgyalás során szóba került annak az egyesült államokbeli ítélkezési gyakorlatnak (lásd különösen az amerikai egyesült államokbeli Supreme Court Basic Inc. kontra Levinson ítéletét, 485 US, 224, 1988) a közösségi szabályozásra gyakorolt befolyása, amely az ésszerűen eljáró befektető magatartását az úgynevezett *probability/magnitude* (vagyis valószínűség/hatókör) kritérium szerint értékeli. E kritérium alapján az információ jelentőségét annak mérlegelésével ítélik meg, hogy egy bizonyos esemény milyen valószínűséggel (*probability*) következik be, és hogy ugyanezen eseménynek mekkora a várható hatóköre (*magnitude*) a társasági tevékenység teljességének fényében (*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*).
Ezen ítélkezési gyakorlat hatással lehetett az ésszerűen eljáró befektető fogalmának elfogadására és a 2003/124 irányelv (1) preambulumbekezdésének megfogalmazására, amelynek értelmében az ésszerűen eljáró befektetők befektetési döntéseiket a már rendelkezésükre álló információra, azaz előzetesen rendelkezésre álló információra alapozzák, többek között „a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében”. Ez utóbbi hivatkozás nem más, mint az egyesült államokbeli bíróságok által követett, fent említett érvelés szó szerinti idézése (*in light of the totality of the company activity*).

33 — A 6. lábjegyzetben hivatkozott ítélet 69. pontja.

105. Az alapeljárás tárgyát képező tényállásra tekintettel ez akkor fordulhat elő, ha az nyer megállapítást, hogy egy bizonyos esemény megvalósulását az ésszerűség kritériumának szempontjából lehetetlennek vagy valószínűtlennek kell tekinteni, és így az információ nem volna kellően pontos (ezáltal nem állna fenn az első feltétel), vagy ha kizárt lenne az árfolyam-befolyásolásra való potenciális alkalmasság (ily módon nem teljesülne a második feltétel).

106. Következésképpen az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő, ha a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezése nem lehetetlen vagy valószínűtlen, még ha bizonytalan is.

107. A kibocsátóra gyakorolt hatások mértékének annyiban van hatása a szóban forgó értékelésre [34], amennyiben az az előzetesen rendelkezésre álló információk közé tartozik, mivel az ésszerűen eljáró befektető a döntéseit az információnak a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében várható hatására, az információforrás megbízhatóságára, valamint minden más olyan piaci változóra alapozza, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között.

108. Mindenesetre az utólag rendelkezésre álló információ is felhasználható, annak a feltételezésnek az ellenőrzésére, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ árfolyamérzékeny volt-e. [35]

109. Az előzetes döntéshozatalra előterjesztett második kérdés második részét illetően ezért azt javaslom, hogy a Bíróság azt a következőképpen válaszolja meg:

– az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő, ha a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezése nem lehetetlen vagy valószínűtlen, még ha bizonytalan is;

– a kibocsátóra gyakorolt hatásoknak annyiban van jelentőségük, amennyiben azok az előzetesen rendelkezésre álló információk közé tartoznak, míg az esetlegesen utólag rendelkezésre álló információk annak a feltételezésnek az ellenőrzésére használhatók fel, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ árfolyamérzékeny volt-e.

VII – Végkövetkeztetések

110. A fenti megfontolások alapján ezért azt javaslom, hogy a Bíróság a Bundesgerichtshof által előterjesztett kérdésekre a következő válaszokat adja:

1) A bennfentes kereskedelemről és a piaci manipulációról (piaci visszaélés) szóló, 2003. január 28-i 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv 1. cikke első bekezdésének 1. pontját és a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a bennfentes információ meghatározása és közzététele, valamint a piaci manipuláció meghatározása tekintetében történő végrehajtásáról szóló, 2003. december 22-i 2003/124/EK bizottsági irányelv 1. cikkének (1) bekezdését úgy kell értelmezni, hogy olyan időben elhúzódó folyamat esetében, amelynek során több köztes lépésben következik be egy bizonyos körülmény vagy esemény (úgynevezett fokozatosan kialakuló helyzet), ha teljesül az említett irányelvek által előírt valamennyi további feltétel, pontos és így bennfentes információnak minősíthetők azok az információk is, amelyek a jövőbeli körülmény vagy esemény megvalósulásához kapcsolódó, már létező vagy megtörtént köztes lépésekre vonatkoznak.

34 — A 2003/124 irányelv (1) preambulumbekezdése kifejezetten hivatkozik az információnak a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében várható hatására.

35 — Ahogyan az a 2003/124 irányelv (2) preambulumbekezdéséből kitűnik.

2) a) A 2003/124 irányelv 1. cikkének 1. pontjában foglalt „alappal várható” kifejezés nem kívánja meg, hogy a szóban forgó esemény vagy körülmények bekövetkezésének valószínűsége túlnyomó vagy nagyfokú legyen;

b) A 2003/6 és a 2003/124 irányelv által bevezetett rendszer – ha a 2003/124 irányelv 1. cikkének (1) bekezdésében említett két tényező egyike sem hiányzik teljes mértékben – csak egy pontos információ meglétét követeli meg, amelynek megállapítása *ex ante* értékelés alapján történik olyan szempontok szerint, amelyek figyelembe veszik az információ várható hatását a kapcsolódó kibocsátói tevékenység teljességének fényében, az információforrás komolyságát, valamint általában véve minden más olyan piaci változót, amely várhatóan érinti a kapcsolódó pénzügyi eszközt vagy az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi eszközt, az adott körülmények között;

c) Az árfolyam-befolyásolásra való nagyfokú alkalmasság esetén elegendő, ha a jövőbeli körülmény vagy esemény bekövetkezése nem lehetetlen vagy valószínűtlen, még ha bizonytalan is;

d) A kibocsátóra gyakorolt hatásoknak annyiban van jelentőségük, amennyiben azok az előzetesen rendelkezésre álló információk közé tartoznak, míg az esetlegesen utólag rendelkezésre álló információk annak a feltételezésnek az ellenőrzésére használhatók fel, hogy az előzetesen rendelkezésre álló információ árfolyamérzékeny volt-e.