KONKLUŻJONIJIET TAL-AVUKAT ĠENERALI
MENGOZZI
ippreżentati fil-21 ta' Marzu 2012 [1]

Kawża C-19/11

Markus Geltl
vs
Daimler AG

[talba għal deċiżjoni preliminari mressqa mill-Bundesgerichtshof (il-Ġermanja)]

"Libertà li jiġu pprovduti servizzi — Servizzi finanzjarji — Operazzjonijiet ta' insider dealing u informazzjoni minn ġewwa — Riżenja tal-kap eżekuttiv ta' kumpannija pubbika b'responsabbiltà limitata — Teħid inkunsiderazzjoni eventwali, bil-għan li tiġi evalwata n-natura preċiża ta' tali informazzjoni, ta' diversi konsultazzjonijiet u attivitajiet li ppreċedew l-avveniment inkwistjoni — Direttiva 2003/06/KE — Direttiva dwar l-abbuż tas-suq — Direttiva 2003/124/KE li timplementa d-Direttiva 2003/06/KE"

I – Introduzzjoni

1. Fil-proċeduri preżenti, il-Bundesgerichtshof tar-Repubblika Federali tal-Ġermanja ppreżentat quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja domanda preliminari rigward l-interpretazzjoni tad-Direttiva 2003/6/KE [2] tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tat-28 ta' Jannar 2003, dwar insider dealing u manipulazzjoni tas-suq (abbuż tas-suq) u tad-Direttiva 2003/124/KE [3] tal-Kummissjoni, tat-22 ta' Diċembru 2003, li timplementa d-Direttiva 2003/6/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill rigward id-definizzjoni u l-iżvelar pubbliku tat-tagħrif minn ġewwa u d-definizzjoni tal-manipulazzjoni tas-swieq.

II – Il-kuntest legali

A — *Il-leġiżlazzjoni Komunitarja*

2. L-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/06 jipprovdi:

"Għall-finijiet ta' din id-direttiva:

1. 'Informazzjoni minn ġewwa' għandha tfisser informazzjoni ta' natura preċiża li ma saritx pubblika, li tirrelata, direttament jew indirettament, għal wieħed jew iktar li joħorġu strumenti finanzjarji jew għal strument finanzjarju wieħed jew iktar u li, li kieku saret pubblika, x'aktarx kien ikollha effett sinifikanti fuq il-prezzijiet ta' dawk l-istrumenti finanzjarji jew fuq il-prezz ta' strumenti finanzjarji derivattivi relatati.

[…]".

1 — Lingwa oriġinali: it-Taljan.

2 — ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol. 4, p. 367.

3 — ĠU Edizzjoni Speċjali bil-Malti, Kapitolu 6, Vol. 6, p. 348.

3. L-Artikolu 6 tad-Direttiva 2003/06 jgħid li:

“1. L-Istati Membri għandhom jassiguraw li dawk li joħorġu strumenti finanzjarji jinfurmaw lill-pubbliku malli possibbli b’informazzjoni minn ġewwa li tikkonċerna direttament lil dawk li joħorġuhom, imsemmija.

Mingħajr preġudizzju għal kull miżura meħuda sabiex tikkonforma mad-dispożizzjonijiet tal-ewwel subparagrafu, Stati Membri għandhom jassiguraw li dawk li joħorġuhom, għal perijodu approprjat, iqiegħdu fuq is-siti tagħhom tal-Internet l-informazzjoni ta’ ġewwa kollha li huma meħtieġa jiżvelaw b’mod pubbliku.

2. Min joħroġ l-informazzjoni jista’ taħt ir-responsabbiltà proprja jittardja l-iżvelar pubbliku ta’ informazzjoni minn ġewwa, kif imsemmi fil-paragrafu 1, sabiex ma jippreġudikax l-interessi leġittimi sakemm din l-ommissjoni ma tiżvijax x’aktarx lill-pubbliku u sakemm dak li joħroġ l-informazzjoni jkun jista’ jassigura l-konfidenzjalità ta’ dik l-informazzjoni. L-Istati Membri jistgħu jeħtieġu li min joħroġ l-informazzjoni għandu mingħajr dewmien jinforma lill-awtorità kompetenti bid-deċiżjoni li jiġi ttardjat l-iżvelar pubbliku ta’ informazzjoni minn ġewwa.

[…]”.

4. L-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/124/KE jipprovdi:

“1. Għall-għanijiet sabiex jiġi applikat il-punt 1 ta’ l-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/6/KE, it-tagħrif għandu jitqies li jkun ta’ natura preċiża jekk jindika sett ta’ ċirkostanzi li jeżisti jew li jista’ b’mod raġjonevoli jiġi mistenni li jiġi fl-eżistenza jew okkażjoni [avveniment] li tkun ġrat jew tiġi mistennija b’mod raġjonevoli li tiġri u jekk ikunu speċifiċi biżżejjed sabiex jgħinu li tinħareġ konklużjoni dwar l-effett possibbli ta’ dan is-sett ta’ ċirkostanzi jew ta l-okkażjoni fuq il-prezzijiet ta’ l-istrumenti finanzjarji jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi rrelatati.

2. Għall-għanijiet sabiex jiġi applikat il-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/6/KE, il-frażi “it-tagħrif li, li kieku jintgħamel pubbliku, x’aktarx li jkollu effett sinifikattiv fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi rrelatati” għandha tfisser it-tagħrif li investitur raġjonevoli x’aktarx li juża bħala parti mill-bażi tad-deċiżjonijiet tiegħu tal-investiment.”

5. L-Artikolu 2(3) tad-Direttiva 2003/124 jipprovdi:

“[…]

3. Kull bdil sinifikanti li jirrigwarda t-tagħrif minn ġewwa diġà żvelat pubblikament għandu jkun żvelat minnufih wara li jiġru dawn il-bidliet, permezz tal-istess kanal bħal dak użat għall-iżvelar pubbliku tat-tagħrif oriġinali”.

6. L-Artikolu 3 tad-Direttiva 2003/124/KE jipprovdi:

“1. Għall-għanijiet sabiex jiġi applikat l-Artikolu 6(2) tad-Direttiva 2003/6/KE, l-interessi leġittimi għandhom x’jaqsmu b’mod partikolari maċ-ċirkostanzi mhux eżawrjenti li ġejjin:

a) in-negozjati li jkunu għaddejjin, jew l-elementi relatati, meta r-riżultat jew ix-xejra normali ta’ dawn in-negozjati x’aktarx li jiġu affettwati mill-iżvelar pubbliku. B’mod partikolari, fl-eventwalità illi l-vijabbiltà finanzjarja ta’ min joħroġ it-titoli tkun gravi u f’periklu iminenti, għalkemm mhux fl-iskop tal-liġi applikabbli tal-falliment, it-tagħrif dwar l-iżvelar pubbliku jista’ jiddewwem għal perijodu limitat taż-żmien meta żvelar pubbliku jipperikola serjament l-interess tal-azzjonarji eżistenti u potenzjali billi tiġi ttorpedinata l-konklużjoni tan-negozjati speċifiċi ddisinjati għalbiex jiżguraw l-irkupru finanzjarju fuq skont fit-tul ta’ min joħroġ it-titoli;

b) id-deċiżjonijiet meħuda jew il-kuntratti magħmula mill-korp tal-ġestjoni ta' min joħroġ it-titoli li jeħtieġu l-approvazzjoni ta' korp ieħor ta' min joħroġ it-titoli għalbiex isiru effettivi, meta l-organizzazzjoni ta' dak li joħroġ it-titoli teħtieġ is-separazzjoni bejn dawn il-korpi, sakemm żvelar pubbliku tat-tagħrif qabel din l-approvazzjoni flimkien mat-taħbira simultanja ta' din l-approvazzjoni jkunu għadhom pendenti jipperikolaw l-istima korretta tat-tagħrif mill-pubbliku.

[…]"

B — *Il-leġiżlazzjoni nazzjonali*

7. L-Artikolu 13(1) tal-Liġi dwar il-kummerċ ta' titoli trasferibbli (Wertpapierhandelsgesetz — WpHG), li jittrasponi l-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/124, jipprovdi li l-informazzjoni minn ġewwa hija "informazzjoni preċiża li tikkonċerna ċirkustanzi li ma humiex pubbliċi, relatati ma' istituzzjoni jew istituzzjonijiet li joħorġu titoli ta' insider dealing[4] jew direttament mat-titoli ta' insider dealing infushom u li, jekk ikunu magħrufa mill-pubbliku, ikollhom effett sinjifikattiv fuq il-prezz tas-suq ta' tali titoli ta' insider dealing. Informazzjoni jista' jkollha effett simili meta investitur raġonevoli jeħodha inkunsiderazzjoni fil-mument li jieħu deċiżjoni dwar l-investiment tiegħu. Iċ-ċirkustanzi li jistgħu raġonevolment iseħħu fil-futur huma wkoll rilevanti għall-finijiet tar-regoli inkwistjoni […]".

8. L-Artikolu 15(1) tal-WpHG jipprovdi li "l-istituzzjonijiet nazzjonali li joħorġu strumenti finanzjarji għandhom jippubblikaw minnufih l-informazzjoni minn ġewwa li tikkonċernahom direttament […]".

III – Il-fatti u d-domandi preliminari

9. Wara l-assemblea ġenerali ta' Daimler AG, li nżammet fis-6 ta' April 2005 J. E. Schrempp, President tal-Bord tad-Diretturi, ikkunsidra l-possibbiltà li jirriżenja qabel ma jintemm il-mandat tiegħu, li kellu normalment jintemm fl-2008, billi kkomunika, qabel xejn, dan il-fatt lil martu li, fil-kwalità tagħha ta' amministratur, kienet tieħu ħsieb l-uffiċċju tiegħu.

10. Fis-17 ta' Mejju 2005, J. E. Schrempp informa lill-President tal-Bord tas-Sorveljanza ta' Daimler AG bl-intenzjonijiet tiegħu.

11. Fl-1 ta' Ġunju 2005, kienu ġew infurmati bil-pjan ta' J. E. Schrempp żewġ membri oħra tal-Bord tas-Sorveljanza u, iktar tard fil-15 ta' Ġunju 2005, kien ġie infurmat b'dan D. Zetsche, li kellu jieħu post J. E. Schrempp.

12. Fis-6 ta' Lulju 2005, ġie infurmat ukoll il-Kap tas-Segretarjat.

13. B'effett mill-10 ta' Lulju 2005, id-Direttur tal-Komunikazzjoni, flimkien ma' martu L. Schrempp u mal-Kap tas-Segretarjat ippreparaw stqarrija għall-istampa, stqarrija esterna u ittra għall-kollaboraturi tal-kumpannija.

14. Fit-18 ta' Lulju 2005, J. E. Schrempp u l-President tal-Bord tas-Sorveljanza qablu li jipproponu, matul il-laqgħa tal-Bord tas-Sorveljanza li kienet diġà prevista minn qabel għat-28 ta' Lulju 2005, mingħajr ma jsemmu l-problema inkwistjoni fl-aġenda, it-tmiem tal-inkarigu ta' J. E. Schrempp u n-nomina ta' D. Zetsche bħala s-suċċessur tiegħu.

15. Barra minn hekk, għas-27 ta' Lulju 2005, fil-17:00, kienet diġà ġiet prevista laqgħa tal-Kumitat tal-Presidenza tal-Bord tas-Sorveljanza, u lanqas fl-aġenda ta' din il-laqgħa ma kien hemm riferiment għal tmiem l-inkarigu ta' J. E. Schrempp.

4 — Titoli li d-detenturi ta' informazzjoni minn ġewwa ma għandhomx dritt li jbigħu jew li jixtru.

16. Fil-25 ta' Lulju 2005, J. E. Schrempp iddiskuta l-kwistjoni ma' membru tal-Bord tas-Sorveljanza, kif ukoll mal-President tal-Kunsill Ġenerali tax-Xogħlijiet u tal-Kunsill tax-Xogħlijiet tal-Grupp.

17. Fis-27 ta' Lulju 2005, il-membru tal-Bord tas-Sorveljanza msemmi iktar 'il fuq, wara li ddiskuta l-kwistjoni mar-rappreżentanti l-oħra tal-persunal u ma' D. Zetsche, informa lil J. E. Schrempp li r-rappreżentanti tal-persunal kienu ser jivvutaw favur is-sostituzzjoni tal-President tal-Bord tad-Diretturi.

18. Fis-27 ta' Lulju 2005 ukoll, iż-żewġ membri l-oħra tal-Kumitat tal-Presidenza ġew infurmati, qabel il-bidu tal-laqgħa, b'dak li kien qiegħed jiġri.

19. Il-Kumitat tal-Presidenza ddeċieda, fis-27 ta' Lulju 2005, li l-għada jipproponi lill-Bord tas-Sorveljanza li japprova t-tmiem tal-funzjonijiet ta' J. E. Schrempp qabel tmiem l-2005 u s-sostituzzjoni tiegħu permezz ta' D. Zetsche.

20. Fis-27 ta' Lulju 2005, fis-18:30, J. E. Schrempp informa lil wieħed mit-tliet membri tal-Bord tad-Diretturi bit-tibdil propost, u fis-19:00 informa liż-żewġ membri l-oħra.

21. Fis-27 ta' Lulju 2005 fis-19:30 ġiet organizzata ċena għall-membri tal-Bord tas-Sorveljanza li jirrappreżentaw lill-azzjonisti, li matulha ġiet diskussa l-proposta tal-Kumitat tal-Presidenza.

22. Fit-28 ta' Lulju 2005, il-Bord tas-Sorveljanza ddeċieda, għall-ħabta tal-9:50, li J. E. Schrempp kien ser iħalli l-kariga tiegħu fl-aħħar tas-sena u li D. Zetsche kien ser jeħodlu postu.

23. Fit-28 ta' Lulju 2005, fl-10:02, Daimler AG bagħtet komunikat *ad hoc* dwar dak li kien seħħ lill-awtoritajiet tal-Borża u lill-Uffiċċju Federali tas-Sorveljanza tas-Servizzi Finanzjarji (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, magħruf ukoll bħala il-"BaFin").

24. Il-komunikat inkwistjoni mbagħad kien ġie ppubblikat, fl-10:32, fid-data tal-kumpannija *ad hoc* Ġermaniża tal-Pubblikazzjoni (Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität).

25. Il-valur tal-ishma ta' Daimler AG, li kien laħaq l-ammont ta' EUR 36.50 fil-mument tal-ftuħ tal-Borża fit-28 ta' Lulju 2005, għalhekk l-ewwel żdied għal EUR 40.40 u sussegwentement għal EUR 42.95.

26. Numru ta' investituri li kienu biegħu l-ishma tagħhom qabel ma għola l-prezz wara n-notifika tal-aħbar tar-riżenja ta' J. E. Schrempp fi tmiem l-2005, ressqu kawża għall-ħlas tad-danni li sofrew, billi sostnew li n-notifika inkwistjoni kienet saret tard.

27. Permezz ta' deċiżjoni pilota tal-15 ta' Frar 2007, l-Oberlandesgericht ta' Stuttgart ikkunsidrat li f'dan il-każ bdiet teżisti informazzjoni minn ġewwa fil-mument biss meta l-Bord tas-Sorveljanza ħa deċiżjoni fit-28 ta' Lulju 2005, bejn wieħed u ieħor fl-9:50, u minnufih din l-informazzjoni saret pubblika.

28. Permezz ta' digriet tal-25 ta' Frar 2008, il-Bundesgerichtshof annullat din l-aħħar deċiżjoni u rrinvijat il-każ quddiem l-Oberlandesgericht Stuttgart.

29. B'deċiżjoni tat-22 ta' April 2009, l-Oberlandesgericht ċaħdet għal darba oħra t-talba għad-danni billi sostniet li bejn is-17 ta' Mejju 2005 u d-deċiżjoni tal-Bord tas-Sorveljanza tat-28 ta' Lulju 2005 ma kinitx teżisti informazzjoni minn ġewwa li J. E. Schrempp kien iddikjara lill-President tal-Bord tas-Sorveljanza l-intenzjoni tiegħu li jirtira b'mod unilaterali mill-funzjonijiet tiegħu.

30. B'mod partikolari, sa fejn huwa rilevanti hawnhekk, meta tat id-deċiżjoni tagħha, l-Oberlandersgericht Stuttgart ma kkunsidratx bħala informazzjoni minn ġewwa d-diversi stadji intermedji li kienu eventwalment wasslu għal ftehim dwar ir-riżenja ta' J. E. Schrempp u s-sostituzzjoni tiegħu permezz D. Zetsche, peress li t-twettiq tal-intenzjoni li wera J. E. Schrempp li jirriżenja, minkejja li setgħet tħalli effett fuq il-prezz tal-ishma, ma setgħetx titqies li kienet biżżejjed probabbli f'għajnejn investitur raġonevoli.

31. Il-Bundesgerichtshof, meta tat deċiżjoni dwar appell li ġie ppreżentat quddiemha mill-ġdid kontra l-aħħar deċiżjoni tal-Oberlandersgericht, sostniet li kien hemm problema ta' interpretazzjoni tad-Direttivi 20003/06 u 2003/124, u ddeċidiet li tissospendi l-proċeduri u li tagħmel iż-żewġ domandi segwenti lill-Qorti tal-Ġustizzja sabiex tingħata deċiżjoni preliminari:

1) "Fir-rigward ta' proċess mifrux fuq perijodu ta' żmien intiż sabiex tiġi realizzata ċirkustanza partikolari jew sabiex jiġi pprovokat avveniment partikulari f'diversi fażijiet, l-applikazzjoni tal-ewwel paragrafu tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/6 u tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, għandha tkun ibbażata biss fuq il-kwistjoni ta' jekk din iċ-ċirkustanza futura jew dan l-avveniment futur għandhomx jiġu kkunsidrati bħala tagħrif ta' natura preċiża fis-sens ta' dawn id-dispożizzjonijiet tad-direttivi u jekk, konsegwentement, għandux jiġi eżaminat jekk jistax jitqies b'mod raġonevoli li din iċ-ċirkustanza futura jew avveniment futur humiex ser jipproduċu ruħhom, jew inkella li, fir-rigward ta' tali proċess mifrux fuq perijodu ta' żmien, xi fażijiet intermedjarji, li jeżistu diġà jew li diġà ġew prodotti u li huma marbuta mar-realizzazzjoni taċ-ċirkustanza futura jew tal-avveniment futur jistgħu wkoll jiġu kkunsidrati bħala tagħrif ta' natura preċiża fis-sens tal-imsemmija dispożizzjonijiet tad-direttivi?

2. "L-espressjoni 'jista' b'mod raġjonevoli jiġi mistenni', fis-sens tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 tirrekjedi li l-probabbiltà titqies bħala predominanti jew għolja, jew inkella li l-kunċetti ta' ċirkustanzi fejn jista' b'mod raġonevoli jiġi mistenni li ser jeżistu jew ta' avveniment li jista' b'mod raġonevoli jiġi mistenni li ser jipproduċi ruħu għandhom jinftiehmu bħala li jimplikaw li l-grad ta' probabbiltà jiddependi fuq il-portata tal-konsegwenzi għal min jipprovdi t-tagħrif u li, fejn il-probabbiltà li tiġi influwenzata l-kwotazzjoni fil-borża tkun għolja, huwa suffiċjenti li r-realizzazzjoni taċ-ċirkustanza futura jew tal-avveniment futur ma tkunx ċerta iżda lanqas ma tkun impossibbli?"

IV – Il-proċeduri quddiem il-Qorti tal-Ġustizzja

32. Osservazzjonijiet bil-miktub ġew ippreżentati mir-rikorrent fil-kawża prinċipali, minn Daimler AV, minn terz intervenjent, mill-Gvernijiet tal-Portugall, tar-Repubblika Ċeka, tal-Belġju, tar-Renju Unit, tal-Italja, u mill-Kummissjoni.

33. Waqt is-seduta tat-2 ta' Frar 2012, saru t-trattazzjonijiet tar-rikorrent fil-kawża prinċipali ta' Daimler AG, tat-terz intervenjent, kif ukoll tal-Gvernijiet tal-Portugall, tal-Estonja, tar-Renju Unit u tal-Kummissjoni.

V – Fuq l-ewwel domanda preliminari

34. Permezz tal-ewwel domanda preliminari, il-Bundesgerichtshof essenzjalment talbet lill-Qorti tal-Ġustizzja tiċċara jekk, fost l-informazzjoni li għandha tiġi kkomunikata lill-pubbliku min-naħa tal-awtoritajiet li joħorġu prodotti finanzjarji, peress li jaqgħu taħt il-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa fis-sens tal-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/06 u tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, hijiex inkluża l-informazzjoni dwar l-avvenimenti speċifiċi li wasslu għat-twettiq ta' fatti partikulari permezz ta' proċess gradwali u li, għalhekk, jippreċedu każwalment it-twettiq ta' fatt jew ta' avveniment fil-futur indikat mill-imsemmija direttivi, fil-każ li dawn jistgħu jkollhom effett sostanzjali fuq il-prezzijiet ta' dawn l-istrumenti finanzjarji jew fuq il-prezzijiet ta' strumenti finanzjarji derivattivi.

35. Mill-evalwazzjoni tal-leġiżlazzjoni inkwistjoni jirriżulta li jistgħu jikkwalifikaw bħala informazzjoni minn ġewwa, jekk ikunu sodisfatti l-kundizzjonijiet l-oħra msemmija fid-Direttivi 2003/06 u 2003/124, anki l-informazzjoni dwar l-istadji intermedji tal-proċess li jwassal għat-twettiq ta' ċirkustanzi u ta' avvenimenti futuri li jistgħu jinfluwenzaw b'mod sostanzjali l-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji derivattivi koperti mid-direttivi msemmija u mhux biss iċ-ċirkustanzi u l-avvenimenti futuri li jistgħu jseħħu ipotetikament.

36. Fl-ewwel lok, il-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/06 jiddefinixxi, skont il-premessa 16 tal-istess direttiva, il-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa, billi jenfasizza qabel xejn il-fatt li, sabiex tkun iddefinita bħala tali, trid tkun tista' tiġi kkunsidrata li hija preċiża[5] u, apparti li ma tkunx saret pubblika, trid tkun kapaċi jkollha, fil-każ li tiġi żvelata, effett sostanzjali fuq il-prezzijiet ta' strumenti finanzjarji jew fuq il-prezzijiet ta' strumenti finanzjarji derivattivi.

37. Minn dan isegwi li ma huwiex meħtieġ li l-fatt li jiġi żvelat ikun dak definittiv jew, fi kwalunkwe każ, li ma tkunx eskluża *a priori* r-rilevanza ta' ċirkustanzi li jseħħu matul proċess li jiżvolġi f'diversi stadji matul iż-żmien, iżda sempliċement jeżisti l-obbligu li tiġi kkomunikata lill-pubbliku kwalunkwe informazzjoni li, evidentement anki fl-ambitu ta' każijiet partikolari li jseħħu gradwalment, ikollha l-karatteristika li tkun preċiża u kapaċi, fil-każ li tiġi żvelata, li jkollha effett sostanzjali fuq il-prezzijiet ta' strumenti finanzjarji jew fuq il-prezzijiet ta' strumenti finanzjarji derivattivi.

38. Fir-rigward tal-kwistjoni dwar jekk fatt għandux jiġi żvelat, għandha tingħata importanza mhux lill-pożizzjoni kronoloġika fl-iżvolġiment tal-proċess li jagħti lok għall-avveniment, iżda lill-preċiżjoni tiegħu, u apparti mill-fatt li ma jkunx sar pubbliku, lill-kapaċità tiegħu li jaffettwa b'mod sostanzjali l-prezzijiet tas-suq.

39. Fil-fatt, għandu jiġi kkunsidrat li l-valur tal-istrumenti finanzjarji maħruġa minn operatur ma huwiex neċessarjament influwenzat minn fattur wieħed, iżda jista' jiddependi minn serje ta' fatti, li ħafna drabi jistgħu jkunu mifruxa fuq perijodu ta' żmien.

40. Min-naħa l-oħra, l-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, min-naħa tiegħu, fir-rigward ta' liema informazzjoni għandha titqies li hija ta' natura preċiża, jirreferi mhux biss għal avvenimenti partikolari li seħħew, iżda wkoll għal "sett ta' ċirkostanzi li jeżisti jew li jista' b'mod raġjonevoli jiġi mistenni li jiġi fl-eżistenza", u għal tagħrif li jkun "speċifiċu biżżejjed sabiex jgħinu li tinħareġ konklużjoni dwar l-effett possibbli ta' dan is-sett ta' ċirkostanzi".

41. Għalhekk, b'dan il-mod, din id-dispożizzjoni tenfasizza, bl-iskop li jiġi ddeterminat jekk hemmx obbligu ta' żvelar, anki l-istadji individwali li jwasslu għat-twettiq ta' fatti li jseħħu b'mod gradwali, peress li tqiegħed fuq l-istess livell kemm l-avvenimenti partikolari u s-sett ta' ċirkustanzi li jistgħu jippreċeduhom, kif ukoll iċ-ċirkustanzi diġà eżistenti u dawk futuri, u tagħtihom kollha l-istess valur.

42. L-istess ħaġa tirriżulta mill-Artikolu 2(3) tad-Direttiva 2003/124, li jipprovdi li kull tibdil sinjifikattiv dwar informazzjoni minn ġewwa li tkun diġà ġiet ikkomunikata lill-pubbliku għandha tiġi żvelata mingħajr dewmien wara li jkun seħħ, bl-istess mezz użat għall-iżvelar tal-informazzjoni oriġinali.

43. Dawn il-konklużjonijiet huma barra minn hekk sostnuti bl-Artikolu 3 tad-Direttiva 2003/124 li, skont il-premessa 5 tal-istess direttiva u fl-implementazzjoni tal-Artikolu 6(2) tad-Direttiva 2003/06, jindika, fost l-interessi leġittimi li jiġġustifikaw in-nuqqas ta' żvelar lill-pubbliku ta' informazzjoni minn ġewwa, serje ta' ċirkustanzi li jittrattaw, b'mod ċar, fil-parti l-kbira, l-istadji partikulari ta' proċedura li tiżvolġi b'mod gradwali, bħan-negozjati li jkunu qegħdin isiru jew inkella d-deċiżjonijiet adottati u l-kuntratti konklużi mill-korp ta' tmexxija ta' istituzzjoni li toħroġ titoli li jeħtieġu l-approvazzjoni ta' korp ieħor tal-istess istituzzjoni li toħroġ titoli, fil-każ fejn l-istruttura tiegħu teħtieġ separazzjoni bejn iż-żewġ korpi.

44. Il-fatt li d-Direttiva 2003/124 tawtorizza lil-istituzzjonijiet li joħorġu titoli ma jiżvelawx iċ-ċirkustanzi li jikkostitwixxu stadji intermedji ta' proċess li ipotetikament jista' jiġi konklużż biss fil-futur (fil-każijiet imsemmija iktar 'il fuq, esklużivament meta n-negozjati jkunu ġew konklużi pożittivament jew wara l-approvazzjoni, mill-korp l-ieħor kompetenti, tad-deċiżjonijiet adottati u tal-kuntratti konklużi mill-korp tat-tmexxija tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli) juri li normalment informazzjoni ta' dan it-tip jeħtieġ li tkun żvelata fil-każ li jiġu sodisfatti l-kundizzjonijiet l-oħra elenkati mid-direttivi inkwistjoni.

5 — It-tifsira ta' dan il-kunċett ser tkun is-suġġett li ser jiġi kkunsidrat b'mod speċifiku matul l-evalwazzjoni tat-tieni domanda preliminari.

45. Interpretazzjoni tal-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa li, meta jkunu sodisfatti l-kundizzjonijiet imsemmija mid-Direttivi 2003/06 u 2003/124, ma tippermettix li titqies bħala tali, informazzjoni dwar ċirkustanzi li jirrappreżentaw stadji intermedji ta' proċess li ipotetikament jista' jiġi konkluż biss fil-futur, għalhekk ma għandha l-ebda ġustifikazzjoni formali fit-test tad-direttivi msemmija iktar 'il fuq.

46. Il-kunsiderazzjoni tal-għanijiet tad-Direttivi 2003/06 u 2003/124 u tal-istrumenti li hija tipprevedi sabiex timplementahom ma tistax twassal għal opinjoni differenti.

47. Dan l-iskop jirriżulta, fl-ewwel lok, mill-premessi 2 u 12 tad-Direttiva 2003/06, li jippreċiżaw li l-leġiżlazzjoni kontra l-abbuż tas-suq, li jagħmlu parti minnha l-operazzjonijiet ta' insider dealing u l-manipulazzjonijiet tas-suq, għandha l-għan li tiżgura l-integrità tas-swieq finanzjarji Komunitarji u li żżid il-fiduċja tal-investituri f'dawn is-swieq, bħala elementi li jikkostitwixxu fatturi essenzjali għall-iżvilupp ekonomiku u għall-ġid.

48. Kif jidher b'mod ċar fil-premessa 24 tad-Direttiva 2003/06, l-iżvelar immedjat u ekwu ta' informazzjoni lill-pubbliku jsaħħaħ l-integrità tas-suq, filwaqt li l-iżvelar selettiv mill-istituzzjonijiet li joħorġu titoli huwa indikat bħala kawża possibbli ta' telf ta' fiduċja tal-investituri fl-integrità tas-swieq finanzjarji.

49. Il-Qorti tal-Ġustizzja kkonfermat l-argumenti esposti fil-punti 47 u 48 b'mod partikolari fis-sentenza Spector Photo Group-Van Raemdonck [6], fejn iddikjarat li l-iskop tad-Direttiva 2003/06 huwa l-protezzjoni tal-integrità tas-swieq finanzjarji u t-tisħiħ tal-fiduċja tal-investituri, filwaqt li ppreċiżat li dan huwa bbażat, b'mod partikolari, fuq il-garanzija li l-investituri nfushom jitqiegħdu fuq l-istess livell u jiġu protetti mill-użu illegali ta' informazzjoni minn ġewwa.

50. F'dan ir-rigward, il-Qorti tal-Ġustizzja kkjarifikat ukoll li l-projbizzjoni ta' operazzjonijiet ta' insider dealing hija maħsuba sabiex jiġi evitat li wieħed minnhom, li għandu fil-pussess tiegħu informazzjoni kunfidenzjali, jieħu vantaġġ minnha għad-detriment ta' dawk li ma għandhomx tali informazzjoni [7] mingħajr ma jassumi l-istess riskji minħabba l-fatt li hemm iktar informazzjoni disponibbli għalih.

51. Konsegwentement, ma jkunx konformi mal-iskop tad-Direttiva 2003/06 u lanqas koerenti mar-regoli li ġew introdotti minnha sabiex jimplementawha, kif indikat fil-punti 47 u 48 tal-konklużjonijiet preżenti u kif jirriżulta mis-sentenza Spector Photo Group u Van Raemdonck, li, b'riferiment għall-fatti preżenti, tingħata interpretazzjoni tal-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa, li tippermetti lid-detenturi ta' informazzjoni kunfidenzjali relatata mat-twettiq ta' ċirkustanzi fil-futur li jistgħu jinfluwenzaw il-valur tal-ishma, ma jiżvelawx din l-informazzjoni.

52. Fil-fatt, b'dan il-mod ikun hemm ostakolu għall-iżvelar minnufih u ekwu lill-pubbliku, ta' informazzjoni li kapaċi taffettwa l-prezzijiet fis-swieq finanzjarji b'mod li għalhekk, la tiġi protetta l-integrità ta' dawn tal-aħħar, u lanqas il-fiduċja tal-investituri, peress li, normalment, l-użu ta' infomazzjoni li tipprevedi li ser iseħħu avvenimenti fil-futur li kapaċi jaffettwaw il-valur tal-ishma huwa preċiżament tipiku tal-abbużi ta' informazzjoni kunfidenzjali li hija pprojbita mil-leġiżlazzjoni inkwistjoni.

53. Minħabba li d-Direttivi 2003/06 u 2003/124 għandhom bħala għan il-protezzjoni tal-integrità tas-suq u tal-fiduċja tal-investituri, dawn tal-aħħar għandhom ikunu awtorizzati jieħdu d-deċiżjonijiet tagħhom, u jassumu r-responsabbiltajiet relatati magħhom, wara li jirċievu u jevalwaw kull informazzjoni rilevanti li tista' tinfluwenza l-prezzijiet tas-suq.

6 — Sentenza tat-23 ta' Diċembru 2009, (C-45/08, Ġabra p. I-12073, punti 37, 47, 61 u 62), li fiha l-Qorti tal-Ġustizzja għamlet riferiment għall-kunsiderazzjonijiet esposti fis-sentenzi tal-10 ta' Mejju 2007, Georgakis (C-391/04, Ġabra p. I-3741, punt 38), u tat-22 ta' Novembru 2005, Grøngaard u Bang, (C-384/02, Ġabra p. I-9939, punti 22 u 33).

7 — Sentenza Spector Photo Group u Van Raemdonck, punti 47 u 48.

54. Għalhekk, għandha tiġi eskluża interpretazzjoni tal-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa li, fid-dawl tar-rabta mill-qrib li teżisti bejn dan il-kunċett u l-projbizzjoni ta' operazzjonijiet ta' insider dealing, ikollha bħala effett li testendi l-ambitu tal-informazzjoni li ma għandhiex tiġi żvelata u li tnaqqas il-każijiet ta' kondotta abbużiva pprojbita mid-Direttivi 2003/06 u 2003/124.

55. Il-Kumitat Ewropew tar-regolaturi tat-titoli (CESR [8]) fil-linji gwida tiegħu dwar l-implementazzjoni tad-Direttiva 2003/06 ta' Lulju 2007 [9], barra minn hekk, jiddikjara fil-punt 1.6 li, jekk l-informazzjoni tikkonċerna proċess li jiżvolġi f'diversi stadji, kull wieħed minn dawn l-istadji, kif ukoll il-proċess kollu kemm hu, jista' jitqies bħala informazzjoni ta' natura preċiża ("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") u fil-punt 1.7 li, kif ukoll, ma huwiex neċessarju li parti minn informazzjoni tkun kompluta sabiex titqies li hija preċiża ("In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise").

56. Għalhekk, nipproponi li r-risposta għall-ewwel domanda preliminari mill-Qorti tal-Ġustizzja tkun fis-sens li l-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/06, u l-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 għandhom jiġu interpretati fis-sens li, fil-każ ta' proċess li huwa intiż, matul diversi stadji intermedji fiż-żmien, jagħti lok għal ċirkustanza partikolari jew li jipprovoka t-twettiq ta' ċertu avveniment (proċess gradwali), jistgħu jitqiesu bħala informazzjoni preċiża u, għalhekk, kunfidenzjali, f'każ li jiġu osservati r-rekwiżiti l-oħrajn kollha indikati mid-direttivi msemmija, anki l-informazzjoni dwar fatti li jikkonċernaw l-istadji intermedji li diġà jeżistu jew li seħħew u li huma marbuta mat-twettiq ta' ċirkustanza jew ta' avveniment fil-futur.

VI – Fuq it-tieni domanda preliminari

57. Permezz tat-tieni domanda preliminari, il-Bundesgerichtshof essenzjalment tistaqsi lill-Qorti tal-Ġustizzja żewġ domandi relatati mill-qrib, billi titlob:

a) qabel xejn li jiġi ċċarat jekk it-terminu "b'mod raġjonevoli jiġi mistenni" fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 jirrikjedix li l-probabbiltà tiġix evalwata bħala preponderanti jew sostanzjali;

b) fit-tieni lok, jekk b'ċirkustanzi li jistgħu b'mod raġonevoli jiġu mistennija li jiġu fl-eżistenza jew b'avvenimenti li jkunu ġraw jew jiġu mistennija b'mod raġonevoli li jiġru għandux jinftiehem li l-grad ta' probabbiltà jiddependi mill-portata tal-konsegwenzi għall-istituzzjoni li toħroġ it-titoli u li, fil-każ li l-kapaċità tagħhom li jaffettwaw il-prezzijiet tat-titolu tkun qawwija, ikunx biżżejjed li t-twettiq taċ-ċirkustanza jew tal-avveniment fil-futur ma tkunx improbabbli, anki jekk tkun inċerta?

58. L-ewwel waħda miż-żewġ domandi esposti fil-punt 57 hija rilevanti sabiex tingħata deċiżjoni għall-kawża pendenti quddiem il-qorti nazzjonali, sa fejn hija intiża li tivverifika fejn, fil-każ ta' fatti partikolari li jseħħu gradwalment bħal dawk inkwistjoni, huwa possibbli, għall-finijiet tal-applikazzjoni tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, li l-avveniment li t-twettiq tiegħu huwa antiċipat mill-informazzjoni meqjusa bħala kunfidenzjali jistax iseħħ b'mod konkret.

59. Fil-fatt, jekk dak li huwa meħtieġ hija probabbiltà għolja li l-avveniment ser iseħħ (fehmiet li huma essezjalment esposti mill-Oberlandesgericht Stuttgart), ir-riżenja ta' J. E. Schrempp kellha ssir pubblika biss wara li ġiet aċċettata mill-Bord tas-Sorveljanza, li kien adotta deċiżjoni f'dan is-sens fit-28 ta' Lulju 2005, jew, fi kwalunkwe każ, meta ġiet approvata mill-Kumitat tal-Presidenza tas-27 ta' Lulju 2005 li kien ippropona lill-Bord tad-Diretturi fit-28 ta' Lulju li jivvota favur it-talba ta' J. E. Schrempp.

8 — Issostitwit, b'effett mill-1 ta' Jannar 2011, mill-Awtorità Ewropea tas-Swieq Finanzjarji.

9 — Din hija t-tieni serje ta' linji gwida u ta' informazzjoni dwar l-implementazzjoni komuni tad-Direttiva dwar l-abbuż tas-suq (*second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*).

60. Kien biss wara dawn id-deċiżjonijiet li kien ikun korrett li wieħed jikkunsidra bħala preċiża l-informazzjoni dwar is-sostituzzjoni ta' J. E. Schrempp u għalhekk, Daimler AG ma kinitx obbligata tiżvela minn qabel il-proċedura interna fis-seħħ.

61. Is-sitwazzjoni kienet tkun differenti kieku jitqies li, sabiex teżisti informazzjoni minn ġewwa, huwa biżżejjed li jkun hemm fatti li jrendu avveniment fil-futur mhux improbabbli anki jekk ikun inċert.

62. F'dan il-każ, skont kif sostniet il-qorti tar-rinviju, informazzjoni minn ġewwa setgħet tinħoloq, anki fid-dawl tal-varjazzjonijiet sinjifikanti fil-prezzijiet tat-titoli wara l-aħbar tas-sostituzzjoni ta' J. E. Schrempp, anki fil-mument li dan tal-aħħar kien ikkomunika fis-17 ta' Mejju 2005, lill-President tas-Sorveljanza l-ħsieb tiegħu li jħalli l-kariga lejn tmiem is-sena; bil-konsegwenza li azzjonisti bħal M. Geltl kellhom ikunu infurmati f'dik id-data b'dak li kien qiegħed iseħħ u raġonevolment kienu jbigħu l-ishma tagħhom bi prezz ogħla minn dak li bih inbiegħu jew forsi kienu jżommuhom.

63. Fl-ewwel lok, irrid nenfasizza li d-dubji tal-qorti nazzjonali setgħu oriġinaw mill-formulazzjoni tal-verżjoni Ġermaniża tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 li, fir-rigward tat-twettiq ta' ċirkustanzi jew avvenimenti fil-futur, tagħmel riferiment għall-kriterju tal-"probabbiltà suffiċjenti" ("[...] man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann [...]"), u b'dan il-mod hija differenti mill-maġġoranza tal-verżjonijiet lingwistiċi tal-imsemmi artikolu [10] li, minflok, essenzjalment jużaw il-kriterju ta' "raġjonevolment mistenni".

64. Għalhekk insostni li, kuntrarjament għal dak li għamlet il-qorti nazzjonali u numru ta' partijiet li ppreżentaw l-osservazzjonijiet tagħhom fl-ambitu tal-proċeduri preżenti, l-interpretazzjoni tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 ma għandhiex tkun ibbażata b'mod esklużiv fuq il-kriterju tal-"probabbiltà".

65. Fil-fatt, kif ġie korrettament enfasizzat anki mill-Gvern tal-Estonja matul is-seduta, skont ġurisprudenza stabbilita, il-formulazzjoni użata f'waħda mill-verżjonijiet lingwistiċi ta' dispożizzjoni tad-dritt tal-Unjoni ma tistax tkun l-uniku element li jsostni l-interpretazzjoni ta' din id-dispożizzjoni u, f'dan ir-rigward, lanqas ma tista' tiġi attribwita fil-konfront tagħha natura prijoritarja fir-rigward tal-verżjonijiet lingwistiċi l-oħra, peress li dan il-mod kif wieħed jipproċedi jmur kontra l-obbligu li d-dritt tal-Unjoni jiġi applikat b'mod uniformi [11].

66. Sabiex tingħata risposta għall-ewwel waħda mid-domandi eżaminati hawnhekk, għandu jitqies li t-terminu li għandu jiġi interpretat fil-kuntest tal-kawża preżenti huwa inkluż f'direttivi li jirregolaw it-trattament ta' informazzjoni minn ġewwa u l-iżvelar tagħha lill-pubbliku.

67. Minn dan isegwi li t-terminu "raġjonevolment" għandu jinftiehem fil-kuntest tal-korrelazzjoni tiegħu mal-elementi l-oħra kollha li jippermettu li informazzjoni titqies li hija minn ġewwa.

68. Fl-ewwel lok, għandu jitqies li, abbażi tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, it-terminu inkwistjoni huwa inkluż f'kuntest li fih jiġi stabbilit li informazzjoni hija preċiża jekk jiġu sodisfatti, simultanjament, iż-żewġ rekwiżiti li ġejjin:

a) jekk l-informazzjoni tindika sett ta' ċirkustanzi eżistenti jew li jista' b'mod raġonevoli jiġi mistenni li ser iseħħu jew avveniment li jkun seħħ jew li jista' raġonevolment jiġi mistenni li ser iseħħ;

10 — Ara, b'mod partikolari, il-verżjoni Franċiża ("on peut raisonnablement penser"), il-verżjoni Ingliża ("may reasonably be expected"), il-verżjoni Taljana ("si possa ragionevolmente ritenere"), il-verżjoni Spanjola ("pueden darse razanablemente"), il-verżjoni Olandiża ("waarvan redelijkerwijze mag worden"), il-verżjoni Maltija ("b'mod raġjonevoli jiġi mistenni"), il-verżjoni Rumena ("există motive raționale de a crede"), il-verżjoni Estone ("mõistliku eelduse kohaselt"), il-verżjoni Finlandiża inlandese ("kohtuudella olettaa toteutuvan"), il-verżjoni Litwana ("ir pamats uzskatīt"), il-verżjoni Svediża ("rimligtvis"), il-verżjoni Pollakka ("uzasadniony przewidywać"), il-verżjoni Slovakka ("odôvodnene predpokladať") u l-verżjoni Portuġiża ("razoavelmente previsíveis").

11 — Ara, f'dan is-sens, is-sentenzi tal-25 ta' Marzu 2010, Helmut Müller (C-451/08, Ġabra I-2673, punt 38), u tat-3 ta' Marzu 2011, Il-Kummissjoni vs Il-Pajjiżi l-Baxxi (C-41/09, Ġabra p. I-831, punt 44).

b) jekk din l-informazzjoni tkun speċifika biżżejjed li tippermetti li tinħareġ konklużjoni dwar l-effett possibbli ta' dan is-sett ta' ċirkustanzi jew tal-avveniment fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati.

69. Għalhekk, it-terminu "b'mod raġjonevoli jiġi mistenni", minkejja li huwa previst fl-ambitu tal-ewwel rekwiżit imsemmi fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 [punt 68(a) tal-konklużjonijiet preżenti], għandu jiġi evalwat, anki jekk jibqa' loġikament distint, flimkien, u mhux indipendentement mir-rekwiżit l-ieħor indikat mill-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, jiġifieri l-possibbiltà, minħabba n-natura suffiċjentement speċifika tal-informazzjoni, li jinsiltu konsegwenzi dwar l-effett taċ-ċirkustanzi kollha u tal-avveniment fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati [punt 68(b) tal-konklużjonijiet preżenti].

70. Kull wieħed minn dawn iż-żewġ rekwiżiti jista' jassumi b'mod konkret importanza ikbar mill-ieħor, anki jekk fl-ambitu ta' bilanċ eventwali bejn it-tnejn, bil-kundizzjoni li l-ebda wieħed minnhom ma jkun ġie sodisfatt għal kollox, b'tali mod li, għal dak li jikkonċerna t-terminu "b'mod raġjonevoli jiġi mistenni", ikun tal-inqas probabbli li ċ-ċirkustanza jew l-avveniment inkwistjoni jseħħu, u l-informazzjoni żżomm minimu ta' natura speċifika li tippermetti li l-imsemmija informazzjoni titqies li hija preċiża.

71. Barra minn hekk, it-tifsira tal-kunċett ta' raġonevolezza li għandha tiġi applikata għal każ bħal dak preżenti [12], għandha ssir billi tittieħed bħala riferiment il-figura tal-hekk imsejjaħ investitur raġonevoli (li jissemma' espressament fl-Artikolu 1(2) tad-Direttiva 2003/124), jiġifieri l-investitur li jevalwa l-informazzjoni dwar it-twettiq ta' ċirkustanzi jew avvenimenti fil-futur skont kriterju oġġettiv ta' raġonevolezza u li ma jiġux segwiti għanijiet purament spekulattivi.

72. Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet esposti iktar 'il fuq, fir-rigward tar-rabta mill-qrib [13] eżistenti bejn l-ewwel u t-tieni rekwiżiti tal-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 [14] u bl-eċċezzjoni li din tal-aħħar tuża l-kunċett ta' investitur raġonevoli, għandu jiġi kkunsidrat li jkun hemm informazzjoni preċiża u, għalhekk, li jiġi sodisfatt ir-rekwiżit tar-raġonevolezza, fejn tali informazzjoni tkun tista' tinfluwenza l-proċess deċiżjonali tal-investitur jekk tkun żvelata lilu u jkun ġie evalwat minn dan tal-aħħar bħala li hija indikattiva tat-twettiq probabbli ta' avveniment jew ta' sett ta' ċirkustanzi [15] u konkreta biżżejjed sabiex jinsiltu konklużjonijiet dwar l-effett possibbli fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji inkwistjoni jew tal-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati.

73. Id-Direttiva 2003/124 toħloq biss żewġ rekwiżiti minimi li, fin-nuqqas tagħhom, informazzjoni ma tistax titqies bħala preċiża u għall-iskopijiet tal-interpretazzjoni tat-terminu "b'mod raġjonevoli jiġi mistenni" la teħtieġ livell għoli ta' probabbiltà li ċ-ċirkustanzi inkwistjoni jitwettqu, u lanqas li l-informazzjoni tkun preċiża sal-punt li jinsiltu konklużjonijiet ċerti jew kważi ċerti dwar l-effett possibbli fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew tal-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati [16].

12 — Għar-raġunijiet imsemmija fil-punti 68 sa 70 tal-konklużjonijiet preżenti, din id-definizzjoni kellha konsegwenzi fir-rigward tal-kategorizzazzjoni tal-informazzjoni bħala informazzjoni preċiża.

13 — Din ir-rabta tirrifletti l-fatt li, inevitabbilment, l-investitur raġonevoli jieħu kunsiderazzjoni sħiħa, fost l-elementi li għandhom jittieħdu inkunsiderazzjoni sabiex wieħed jieħu d-deċiżjonijiet tiegħu dwar investimenti, proprju l-possibbiltà li wieħed jislet konklużjonijiet dwar l-effett ta' tali ċirkustanzi u avvenimenti fuq il-prezz tal-istrumenti finanzjarji.

14 — Ara l-punt 68 ta' dawn il-konklużjonijiet.

15 — B'dan il-mod ġie adottat kriterju simili ħafna għal dak tal-hekk imsejjaħ *total mix* li ġie elaborat mid-duttrina u mill-ġurisprudenza tal-Istati Uniti tal-Amerika, bl-unika differenza sostanzjali li l-informazzjoni inkwistjoni tista' wkoll tirrappreżenta wieħed biss mill-elementi li kapaċi jinfluwenzaw lill-investitur.
Skont il-ġurisprudenza tal-Qorti Suprema tal-Istati Uniti (li fl-1976 ittrattat il-kwistjoni f'TSC Industries, Inc. vs Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976), informazzjoni għandha titqies li hija minn ġewwa u għalhekk, *material*, jiġifieri li tagħti vantaġġ meta huwa sostanzjalment probabbli li, jekk kien magħruf, kien jitqies minn investitur raġonevoli bħala element li kien ibiddel b'mod sinjifikattiv it-taħlita totali (*total mix*) tal-informazzjoni għad-dispożizzjoni (*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 — Informazzjoni ma tkunx daqshekk preċiża meta avveniment jitqies li huwa impossibbli jew improbabbli skont kriterju ta' razzjonalità, ikun nieqes mir-raġonevolezza, minħabba li jkun baqa', pereżempju, fil-livell ta' sempliċi għajdut, inkella jkun ftit li xejn speċifiku li jipprekludi li jinħarġu konklużjonijiet ċerti jew kważi ċerti dwar l-effett possibbli fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew tal-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati.

74. L-investitur inkwistjoni, kif jirriżulta mill-kliem tal-premessa 1 tad-Direttiva 2003/124, jibbaża d-deċiżjonijiet dwar l-investiment tiegħu fuq informazzjoni fil-pussess tiegħu, jiġifieri fuq informazzjoni disponibbli *ex ante*, u jieħu inkunsiderazzjoni l-effett previst tal-informazzjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli, tal-affidabbiltà tas-sors tal-informazzjoni, u, b'mod iktar ġenerali, ta' kull element varjabbli tas-suq, li, fiċ-ċirkustanzi inkwistjoni, jista' jaffettwa l-istrument finanzjarju inkwistjoni jew l-istrument finanzjarju derivattiv relatat [17].

75. Il-premessa 2 tad-Direttiva 2003/124 tippreċiża, sussegwentement, li l-informazzjoni disponibbli *ex post* tista' biss tintuża sabiex tivverifika l-ipoteżi tal-adegwatezza tal-informazzjoni *ex ante* li taffettwa b'mod sostanzjali l-prezzijiet.

76. L-evalwazzjoni *ex ante* tal-informazzjoni għandha rwol importanti kemm favur l-investituri, billi tqiegħdhom f'pożizzjoni formalment ugwali, kif ukoll l-istess insider traders, peress li b'dan il-mod dawn ikunu jistgħu jorjentaw l-imġiba tagħhom u joperaw b'mod aħjar u b'mod leġittimu fis-suq, fid-dawl tal-fatt li jistgħu jkunu jafu minn qabel il-kontenut tal-aġir ipprojbit u jevitaw is-sanzjonijiet relatati [18], filwaqt li evalwazzjoni *ex post* għandha rwol differenti, peress li sservi biss biex tikkonferma jew le evalwazzjoni *ex ante*.

77. Il-konstatazzjoni inkwistjoni mill-operaturi għandha ssir każ b'każ (pereżempju, il-Gvern tal-Estonja enfasizza, waqt is-seduta, li anki d-daqs tas-suq ta' riferiment jista' jkun rilevanti) u inevitabbilment huwa impossibbli li tiġi identifikata l-figura ta' investitur raġonevoli u ta' kunċett ta' raġonevolezza li jkunu validi għas-sitwazzjonijiet kollha possibbli.

78. Fil-każ ta' tilwima, il-qorti trid tiddeċiedi dwar l-eżistenza ta' obbligi ta' pubbliċità fuq detenturi ta' tagħrif billi tapplika l-kriterji hawn fuq imsemmija.

79. Għalhekk din għandha tistaqsi jekk investitur raġonevoli, abbażi tat-tagħrif disponibbli *ex ante* [19], kienx jevalwa l-informazzjoni bħala indikattiva ta' almenu l-probabbiltà li jseħħ avveniment jew sett ta' ċirkustanzi, u huwa biżżejjed konkret li jinħarġu konklużjonijiet dwar l-effett possibbli fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji inkwistjoni jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati.

80. Il-leġiżlatur tal-Unjoni, b'mod konxju, għamel riferiment għall-kunċett tar-raġonevolezza, pjuttost milli għal dak tal-probabbiltà jew possibbiltà, proprju sabiex jikkonferma li fl-identifikazzjoni ta' informazzjoni minn ġewwa u sabiex wieħed jiddistingwiha minn dik li ma hijiex, jeħtieġ li tingħata attenzjoni partikolari għaċ-ċirkustanzi kollha ta' kull każ konkret.

81. B'mod partikolari, kuntrarjament għal dak li ġie sostnut minn uħud mill-partijiet (bħall-Kummissjoni), ma jkunx utli, għall-iskopijiet tad-deċiżjoni f'każijiet bħal dawk inkwistjoni, li jiġi stabbilit b'mod astratt limitu perċentwali li jekk ma jintlaħaqx, avveniment ma jkunx jista' jitqies iktar li huwa raġonevolment verifikabbli [20].

17 — Pereżempju, il-Gvern tal-Estonja semma' waqt is-smigħ il-kuntest ġuridiku, il-prattiċi kummerċjali u l-imġiba tal-investituri lokali (fil-każ inkwistjoni għandu s-suq Ġermaniż bħala riferiment).

18 — Fir-rigward tal-kunsiderazzjonijiet li saru minn Daimler AG waqt is-seduta rigward ir-riskji li jirriżultaw fl-ambitu tad-dritt penali jekk jiġi aċċettat kunċett wiesa' wisq ta' informazzjoni minn ġewwa, jiġi enfasizzat għal dak li huwa rilevanti hawnhekk, li hija proprju s-sistema tal-evalwazzjoni *ex ante* tal-informazzjoni li tipprovdi garanzija ta' preċiżjoni xierqa tal-istituzzjonijiet li huma s-suġġett tad-direttivi preżenti u, konsegwentement, tar-regoli nazzjonali penali li għandhom jinfurzawhom. Jeħtieġ ukoll li jiġi enfasizzat li, madankollu, skont l-Artikolu 14 tad-Direttiva 2003/06, l-Istati Membri għandhom il-fakultà u mhux l-obbligu li jipprovdu għal sanzjonijiet penali, peress li huma obbligati biss jiggarantixxu l-possibbiltà li jiġu adottati, skont il-liġi nazzjonali tagħhom, il-miżuri u s-sanzjonijiet amministrattivi xierqa kontra l-persuni responsabbli għan-nuqqas ta' osservanza tad-dispożizzjonijiet li jimplementawha. Dan fil-fatt għandu għan essenzjalment ċivili, u għalhekk il-kwistjonijiet dwar il-metodu ta' tfassil ta' regoli penali eventwali f'din il-materja jikkonċernaw lill-Istati Membri u għandhom jiġu riżolti skont il-liġi nazzjonali tagħhom.

19 — Kif ġie indikat aħjar fil-punt 74 tal-konklużjonijiet preżenti.

20 — Kif ġie enfasizzat mill-Gvern tal-Estonja waqt is-seduta, b'dan il-mod ma jitħalliex il-marġni ta' apprezzament meħtieġ sabiex jittieħdu inkunsiderazzjoni ċ-ċirkustanzi tal-każ konkret.

82. Fil-fatt, id-direttivi jeżiġu biss li l-informazzjoni minn ġewwa tkun preċiża u jirreferu għall-kriterju, deliberatament ġeneriku, tar-raġonevolezza, li jeħtieġ li jiġi applikat mhux billi jiġu sempliċement ikkalkolati perċentwali statistiċi ta' okkorrenza ta' avveniment, iżda bl-użu ta' evalwazzjoni ferm iktar artikolata u kumplessa [21].

83. Din l-evalwazzjoni għandha tkun ibbażata fuq l-esperjenzi simili preċedenti u jkollha l-għan li tivverifika jekk it-twettiq ta' tali avveniment ikunx b'mod iktar ġenerali raġonevolment mistenni u, għalhekk, jekk it-twettiq tal-avveniment tagħha jkunx ittieħed inkunsiderazzjoni minn investitur raġonevoli, fid-dawl tal-impatt previst tal-informazzjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni, tal-affidabbiltà tas-sors tal-informazzjoni u ta' kull element varjabbli tas-suq ieħor li, fiċ-ċirkustanzi inkwistjoni, jista' jħalli effett fuq il-prezz tal-istrument finanzjarju derivattiv relatat.

84. Dawn il-konklużjonijiet ma ġewx miċħuda mill-kunsiderazzjonijiet li saru minn Daimler AG fl-osservazzjonijiet tagħha.

85. B'mod partikolari, din tikkontesta [22] l-interpretazzjoni tas-sentenza Spector Photo Group u Van Raemdonck [23] li saret mill-qorti tar-rinviju, li tipprovdi li "insider probabbilment jesponi ruħu għal riskji iżgħar tas-suq minn investitur li għalih ikun għadu mhux magħruf l-għan li jiġu kkawżati ċerti ċirkustanzi jew ċerti avvenimenti, kif ukoll il-bidu ta' teħid ta' deċiżjonijiet" [24].

86. Daimler AG ssostni li l-qorti tar-rinviju, meta qieset li ma kinitx neċessarja probabbiltà għolja tat-twettiq tal-avveniment inkwistjoni, ma applikatx b'mod korrett il-prinċipji li jirriżultaw mis-sentenza msemmija iktar 'il fuq, peress li din ibbażat ir-raġunament tagħha mhux fuq l-imġiba ipotetika ta' investitur raġonevoli, iżda fuq dik ta' investitur li aġixxa għal skopijiet spekulattivi, għalkemm, fil-fehma ta' Daimler AG stess, id-Direttiva 2003/06 tipproteġi l-investitur raġonevoli, mingħajr ma tidħol fil-kwistjoni ta' mġiba spekulattiva [25].

87. F'dan ir-rigward, Daimler AV ssostni li d-detenturi ta' informazzjoni minn ġewwa għandhom it-tendenza li jadottaw imġiba differenti minn dik ta' investitur raġonevoli komuni, b'mod partikolari għax ikunu mħeġġa jaġixxu b'motivazzjonijiet u modalitajiet differenti, tal-ewwel, b'mod partikolari, jieħdu inkunsiderazzjoni iktar faċilment l-avvenimenti improbabbli, għal skopijiet purament spekulattivi.

88. Ma nistax naqbel ma' dawn il-kunsiderazzjonijiet peress li huma bbażati fuq interpretazzjoni tal-ġurisprudenza tal-Qorti tal-Ġustizzja u tal-leġiżlazzjoni inkwistjoni li ma tirriflettix l-għan imħaddem mid-direttivi inkwistjoni.

89. Kif diġà ġie enfasizzat fil-punt 49 tal-konklużjonijiet preżenti, is-sentenza Spector Photo Group-Van Raemdonck [26] speċifikat li l-għan tad-Direttiva 2003/06 huwa li tiġi protetta l-integrità tas-swieq finanzjarji u li tissaħħaħ il-fiduċja tal-investituri, li hija bbażata fuq l-assigurazzjoni li dawn tal-aħħar jitqiegħdu fuq l-istess livell ta' ugwaljanza u huma protetti kontra l-użu ħażin ta' informazzjoni minn ġewwa min-naħa tad-detenturi ta' dik l-informazzjoni b'dannu għal dawk li ma jafux biha.

90. Dak li huwa mixtieq li jiġi evitat b'mod assolut huwa għalhekk li d-detentur ta' informazzjoni minn ġewwa, li jinsab f'sitwazzjoni ta' vantaġġ fir-rigward tal-operaturi l-oħra tas-suq li ma jafux biha, jikseb qligħ minn operazzjonijiet ekonomiċi li jitwettqu billi tiġi sfruttata informazzjoni mingħajr ma tgħaddi mill-istess riskji tal-investituri potenzjali l-oħra [27].

21 — Waqt is-smigħ ġie enfasizzat mill-Gvern tal-Estonja li, meta tfasslu d-direttivi inkwistjoni, ġie deċiż deliberatament li ssir għażla ta' test flessibbli, mingħajr ma jiġu essenzjalment imposti perċentwali u kriterji ta' evalwazzjoni riġidi.

22 — Punt 153 tan-nota tal-osservazzjonijiet ta' Daimler AG.

23 — Iċċitata iktar 'il fuq fin-nota ta' qiegħ il-paġna 6.

24 — Ara l-punt 20 tad-digriet tar-rinviju.

25 — Punt 154 tan-nota tal-osservazzjonijiet ta' Daimler AG.

26 — Iċċitata fin-nota ta' qiegħ il-paġna 6, punt 47.

27 — Ara n-nota ta' qiegħ il-paġna 50 tal-konklużjonijiet preżenti.

91. Minn dan isegwi li, kuntrarjament għad-dikjarazzjonijiet ta' Daimler AG, id-differenzi ipotetiċi psikoloġiċi u ta' mġiba eżistenti bejn, minn naħa, id-detenturi ta' informazzjoni minn ġewwa, li jistgħu jippreferu investimenti sempliċement spekulattivi, u min-naħa l-oħra, l-investituri raġonevoli, huma irrilevanti, peress li, indipendentement minn kull distinzjoni eżistenti bejniethom, it-tnejn li huma għandhom ikunu f'pożizzjoni ugwali għall-finijiet tal-protezzjoni tal-integrità tas-swieq finanzjarji u tat-tisħiħ tal-fiduċja tal-investituri.

92. Għaldaqstant, id-direttivi inkwistjoni jipprojbixxu l-abbuż ta' informazzjoni minn ġewwa sabiex tiġi protetta l-integrità tas-swieq finanzjarji u tissaħħaħ il-fiduċja tal-investituri. Sabiex jintlaħaq dan il-għan, il-kunċett ta' raġonevolezza ma jistax jiġi interpretat f'sens ta' probabbiltà għolja peress li, fil-prattika, dan ma jagħtix il-possibbiltà li tiġi żvelata informazzjoni li ħafna drabi tipprevedi l-ħolqien ta' avvenimenti futuri li kapaċi jħallu effett fuq il-prezz tal-ishma, u b'hekk jiffavorixxu operazzjonijiet ta' insider dealing li jkunu spekulattivi ħafna.

93. Lanqas jista' jittieħed inkunsiderazzjoni r-riskju propost ta' *information overload* [28] li jinħoloq jekk is-suq tal-kapitali jiġi inondat, b'riżultat tal-adozzjoni ta' interpretazzjoni wiesgħa ħafna tal-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa, bi kwantità ta' informazzjoni mhux affidabbli li tqarraq bl-operaturi tas-suq.

94. Fil-fatt, is-sistema maħluqa bid-Direttivi 2003/06 u 2003/124 hija tabilħaqq intiża li tippermetti lill-investituri kollha jieħdu d-deċiżjonijiet tagħhom u jassumu r-responsabbiltajiet konsegwenti u, eventwalment, anki jagħmlu l-iżbalji, wara li jkunu rċevew u evalwaw kull informazzjoni rilevanti u li tkun kapaċi taffettwa l-prezzijiet tas-suq, bir-riżultat li, fil-każijiet dubjużi, trid tingħata preferenza lil interpretazzjoni tad-direttivi inkwistjoni li żżid pjuttost milli tnaqqas, il-kwantità ta' informazzjoni li għandha tiġi żvelata lill-pubbliku.

95. Għalhekk, għal dak li jikkonċerna l-ewwel kwistjoni inkluża fit-tieni domanda preliminari, nipproponi li l-Qorti tal-Ġustizzja twieġeb kif ġej:

— it-terminu "jista' b'mod raġonevoli jiġi mistenni" fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, ma jirrikjedix li l-probabbiltà ta' twettiq ta' avveniment jew taċ-ċirkustanzi inkwistjoni titqies li hija preponderanti jew għolja;

— is-sistema introdotta bid-Direttivi 2003/06 u 2003/124 teżiġi biss li, fil-każ li ma jkunx hemm assenza totali ta' ebda wieħed miż-żewġ elementi msemmija fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, għandu jkun hemm informazzjoni preċiża, abbażi ta' evalwazzjoni *ex ante* li ssir billi jintużaw il-kriterji tal-effett previst tal-informazzjoni inkwistjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni, tal-affidabbiltà tas-sors tal-informazzjoni, kif ukoll tal-elementi varjabbli l-oħra tas-suq li, fiċ-ċirkustanzi inkwistjoni, jistgħu jħallu effett fuq il-prezz tal-istrument finanzjarju jew tal-istrument finanzjarju derivattiv relatat.

96. Il-qorti tar-rinviju tistaqsi ukoll, b'mod iktar speċifiku, bit-tieni kwistjoni fit-tieni domanda preliminari, jekk, b'ċirkustanzi li wieħed jista' raġonevolment jistenna li jkunu jeżistu jew b'avvenimenti li wieħed jista' raġonevolment isostni li ser iseħħu, għandu jinftiehem li l-grad ta' probabbiltà jiddependi minn kemm huma vasti l-konsegwenzi għall-istituzzjoni li toħroġ it-titoli u li, fl-eventwalità fejn t-tendenza tagħhom li jinfluwenzaw fuq il-valur tal-ishma tkun għolja, ikunx biżżejjed li t-twettiq ta' ċirkustanza futura jew ta' avveniment futur ma jkunx improbabbli, minkejja li dan ikun inċert.

97. Biex tingħata risposta għal din id-domanda, jeħtieġ li jittieħed inkunsiderazzjoni l-fatt li l-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/06 jipprovdi li informazzjoni ssir ta' ġewwa jekk, apparti li tkun tikkonċerna lill-istituzzjonijiet li joħorġu strumenti finanzjarji, hija tissodisfa tliet rekwiżiti:

a) li l-informazzjoni tkun preċiża;

b) li ma tkunx ġiet żvelata lill-pubbliku;

28 — Ara l-punt 168 tan-nota ta' Daimler AG.

ċ) li l-informazzjoni tkun tista' taffettwa b'mod sostanzjali l-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji inkwistjoni.

98. Indipendentement min-nuqqas ta' żvelar, li ma huwiex is-suġġett tal-kawża preżenti, il-preċiżjoni u l-possibbiltà li jiġu affettwati b'mod sostanzjali l-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji huma ż-żewġ elementi fundamentali li fuqhom huwa bbażat il-kunċett ta' informazzjoni minn ġewwa [29], bl-ewwel wieħed minnhom [il-punt 97(a) tal-konklużjonijiet preżenti] jindika n-natura intrinsika tal-informazzjoni li għandha tkun preċiża, kif iddefinit fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124 [30], u t-tieni wieħed [il-punt 97(c) tal-konklużjonijiet preżenti] dwar l-effetti esterni tal-informazzjoni, jiġifieri tal-impatt potenzjali tiegħu, kif iddefinit fl-Artikolu 1(2) tad-Direttiva 2003/124.

99. L-eżistenza ta' dawn iż-żewġ elementi u r-relazzjoni li hemm bejniethom għandhom jiġu evalwati fil-kuntest tan-natura ta' informazzjoni minn ġewwa [31].

100. Il-qorti tar-rinviju fil-fatt ma għandiex tillimita ruħha għalwieħed biss minn dawn ir-rekwiżiti, jiġifieri, skont il-każ, il-preċiżjoni tal-informazzjoni jew l-impatt potenzjali tagħha, billi teskludi kompletament l-eżistenza tar-rekwiżit l-ieħor, iżda għandha tistabbilixxi jekk l-informazzjoni hijiex ta' ġewwa abbażi ta' evalwazzjoni eżawrjenti tal-elementi kollha għad-dispożizzjoni tagħha.

101. Dawn l-elementi, minkejja li bejniethom jibqgħu loġikament distinti fil-mument tal-identifikazzjoni tagħhom, għandhom jiġu kkunsidrati globalment, b'mod li wieħed miż-żewġ rekwiżiti inkwistjoni jista' jassumi b'mod konkret piż speċifiku ikbar fir-rigward tal-ieħor [32], minkejja li t-tieni jirriżulta li ma ġiex għal kollox sodisfatt u, għalhekk l-informazzjoni tilħaq livell tali li tista' titqies li hija minn ġewwa wara li jintlaħaq bilanċ xieraq bejn il-preċiżjoni tal-informazzjoni u l-impatt potenzjali tagħha.

102. Fil-fatt, id-Direttivi 2003/06 u 2003/124 ma jirrikjedux, għal dak li jikkonċerna l-proċedura preżenti, la, kif intqal, probabbiltà għolja ta' verifika taċ-ċirkustanza inkwistjoni, u lanqas impatt effettiv fuq il-prezzijiet tal-ishma.

103. B'mod partikolari, skont is-sentenza Spector Photo Group u Van Raemdonck [33], fid-dawl tal-għanijiet tad-Direttiva 2003/06, din il-kapaċità li jiġu affettwati b'mod sostanzjali l-prezzijiet, għandha tiġi evalwata, *a priori*, fid-dawl tal-kontenut tal-informazzjoni inkwistjoni u tal-kuntest li tinsab fih, b'mod li ma hemmx bżonn, sabiex jiġi ddeterminat jekk informazzjoni hijiex minn ġewwa, jiġi eżaminat jekk l-iżvelar effettivament affettwax b'mod sostanzjali l-prezz tal-istrumenti finanzjarji.

104. Ir-regolamenti inkwistjoni għalhekk jillimitaw irwieħhom li jimponu rekwiżiti minimi li fl-assenza tagħhom informazzjoni ma tistax tiġi kklassifikata bħala minn ġewwa.

29 — Kif turi l-premessa 3 tad-Direttiva 2003/124, li abbażi tagħha jeħtieġ li tiżdied iċ-ċertezza legali għall-parteċipanti tas-suq u għandha titjieb permezz ta' definizzjoni iktar mill-qrib ta' tnejn mill-elementi essenzjali għad-definizzjoni ta' informazzjoni minn ġewwa, jiġifieri n-natura preċiża ta' din l-informazzjoni u s-sinjifikat tal-effett potenzjali tagħha fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew l-istrumenti finanzjarji derivattivi relatati.

30 — Skont l-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, l-informazzjoni hija preċiża:a)jekk tindika sett ta' ċirkustanzi li jeżistu (jew avveniment li jkun seħħ) jew b'mod raġonevoli jiġi mistenni li ser jeżisti (jew ser iseħħ);b)jekk hija speċifika biżżejjed sabiex jinsiltu konklużjonijiet fir-rigward tal-effett possibbli ta' dan is-sett ta' ċirkustanzi u tal-avveniment inkwistjoni fuq il-prezzijiet tal-istrumenti finanzjarji jew tal-istrumenti derivattivi relatati.

31 — Kif ġie enfasizzat fil-punt 98 ta' dawn il-konklużjonijiet.

32 — Jeħtieġ li jiġi enfasizzat li matul is-seduta ġie diskuss l-impatt li kellha fuq id-dritt Komunitarju il-ġurisprudenza tal-Istati Uniti (b'mod partikolari l-Qorti Suprema tal-Istati Uniti tal-Amerika fis-sentenza Basic Inc. vs Levinson, 485 US, 224, 1988) li tevalwa l-imġiba tal-investitur raġonevoli skont il-kriterju tal-hekk imsejħa *probability/magnitude* (jew probabbiltà/portata), li abbażi tagħha l-importanza tal-informazzjoni tiġi kkalkolata billi tiġi bbilanċjata l-probabbiltà (*probability*) li avveniment iseħħ bil-portata (*magnitude*) anticipata tal-avveniment innifsu fid-dawl tat-totalità tal-attività tal-kumpannija (*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*).
Din il-ġurisprudenza setgħet kellha effett fuq l-ammissjoni tal-kunċett ta' investitur raġonevoli u fuq it-tfassil tal-ewwel premessa tad-Direttiva 2003/124, li skontha l-investituri raġonevoli jibbażaw id-deċiżjonijiet tagħhom dwar investimenti fuq informazzjoni li diġà tkun fil-pussess tiegħu, jiġifieri fuq informazzjoni disponibbli *ex ante*, b'mod partikolari "fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni", riferiment li speċifikament jirreferi għar-raġunament hawn fuq imsemmi segwit mill-qrati tal-Istati Uniti (*in light of the totality of the company activity*).

33 — Iċċitata fin-nota ta' qiegħ il-paġna 6, punt 69.

105. Fir-rigward tal-kawża quddiem il-qorti tar-rinviju, dan jista' jkun il-każ jekk jiġi kkonstatat li l-okkorrenza ta' avveniment għandha titqies li hija impossibbli jew improbabbli skont kriterju ta' razzjonalità, li jkun jimplika li l-informazzjoni hija nieqsa mill-preċiżjoni neċessarja (u għaldaqstant l-ewwel kundizzjoni ma tiġix osservata), jew li hemm lok li tiġi eskluża l-adegwatezza potenzjali tagħha li tħalli impatt fuq il-prezzijiet tal-ishma (u għalhekk ma tkunx sodisfatta t-tieni kundizzjoni).

106. Minn dan isegwi li, f'każ li l-informazzjoni ma tkunx kapaċi tinfluwenza l-prezzijiet tal-ishma, huwa biżżejjed li l-okkorrenza taċ-ċirkustanza jew tal-avveniment fil-futur ma tkunx impossibbli jew improbabbli, anki jekk tkun inċerta.

107. Fl-evalwazzjoni inkwistjoni, l-estent tal-konsegwenzi għall-isituzzjoni li toħroġ it-titoli tkun rilevanti [34] sa fejn dan ikun jagħmel parti mill-informazzjoni disponibbli *ex ante*, peress li l-investitur raġonevoli jibbaża d-deċiżjonijiet tiegħu fuq l-impatt previst tal-informazzjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni, tal-affidabbiltà tas-sors tal-informazzjoni u ta' kull element varjabbli ieħor tas-suq li jistgħu jaffettwaw l-istrument finanzjarju inkwistjoni jew kwalunkwe strument finanzjarju derivattiv relatat.

108. Fi kwalunkwe każ, informazzjoni *ex post* tista' tintuża wkoll sabiex tiġi kkonfermata l-preżuzjoni li l-informazzjoni *ex ante* kienet sensittiva għall-prezzijiet [35].

109. Għalhekk, fir-rigward tat-tieni kwistjoni inkluża fit-tieni domanda preliminari, nipproponi li l-Qorti tal-Ġustizzja twieġeb kif ġej:

— f'każ li l-informazzjoni jkollha potenzjal sostanzjali li tinfluwenza l-prezzijiet tal-ishma, huwa biżżejjed li t-twettiq taċ-ċirkustanza jew tal-avveniment fil-futur ma jkunx impossibbli jew improbabbli, anki jekk huwa inċert;

— il-konsegwenzi għall-istituzzjoni li toħroġ it-titoli jsiru rilevanti sa fejn jagħmlu parti mill-informazzjoni disponibbli *ex ante*, filwaqt li informazzjoni disponibbli *ex post* tista' tintuża sabiex tikkonferma l-ipoteżi li l-informazzjoni *ex ante* kienet sensittiva għall-prezzijiet.

VII – Konklużjonijiet

110. Fid-dawl tal-kunsiderazzjonijiet preċedenti, jiena nipproponi li r-risposti tal-Qorti tal-Ġustizzja għad-domandi magħmula mill-Bundesgerichtshof ikunu kif ġej:

1) Il-punt 1 tal-Artikolu 1 tad-Direttiva 2003/6KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill, tat-28 ta' Jannar 2003, dwar insider dealing u manipulazzjoni tas-suq (abbuż tas-suq) u l-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124/KE tal-Kummissjoni, tat-22 ta' Diċembru 2003, li timplementa d-Direttiva 2003/6/KE tal-Parlament Ewropew u tal-Kunsill rigward id-definizzjoni u l-iżvelar pubbliku tat-tagħrif minn ġewwa u d-definizzjoni tal-manipulazzjoni tas-swieq, għandhom jiġu interpretati fis-sens li, fil-każ ta' proċess li huwa intiż, matul diversi stadji intermedji fiż-żmien, li jagħti lok għal ċirkustanza partikolari jew li jipprovoka t-twettiq ta' ċertu avveniment (proċess gradwali), jistgħu jitqiesu bħala informazzjoni preċiża u, għalhekk, kunfidenzjali, f'każ li jiġu osservati r-rekwiżiti l-oħrajn kollha indikati mid-direttivi msemmija, anki l-informazzjoni dwar fatti li jikkonċernaw l-istadji intermedji li diġà jeżistu jew li seħħew u li huma marbuta mat-twettiq ta' ċirkustanza jew ta' avveniment fil-futur.

2) (a) It-terminu "jista' b'mod raġonevoli jiġi mistenni" fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, ma jirrikjedix li l-probabbiltà ta' twettiq ta' avveniment jew taċ-ċirkustanzi inkwistjoni titqies li hija preponderanti jew għolja;

34 — L-ewwel premessa tad-Direttiva 2003/124 tirreferi espressament għall-impatt previst tal-informazzjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni.

35 — Kif jirriżulta mit-tieni premessa tad-Direttiva 2003/124.

(b) Is-sistema introdotta bid-Direttivi 2003/06 u 2003/124 teżiġi biss li, fil-każ li ma jkunx hemm assenza totali ta' ebda wieħed miż-żewġ elementi msemmija fl-Artikolu 1(1) tad-Direttiva 2003/124, għandu jkun hemm informazzjoni preċiża, abbażi ta' evalwazzjoni *ex ante* li ssir billi jintużaw il-kriterji tal-effett previst tal-informazzjoni inkwistjoni fid-dawl tal-attività ġenerali tal-istituzzjoni li toħroġ it-titoli inkwistjoni, tal-affidabbiltà tas-sors tal-informazzjoni, kif ukoll tal-elementi varjabbli l-oħra tas-suq li, fiċ-ċirkustanzi inkwistjoni jistgħu jħallu effett fuq il-prezz tal-istrument finanzjarju jew tal-istrument finanzjarju derivattiv relatat.

(ċ) F'każ li l-informazzjoni jkollha potenzjal sostanzjali li tinfluwenza l-prezzijiet tal-ishma, huwa biżżejjed li t-twettiq taċ-ċirkustanza jew tal-avveniment fil-futur ma jkunx impossibbli jew improbabbli, anki jekk huwa inċert;

(d) Il-konsegwenzi għall-istituzzjoni li toħroġ it-titoli jsiru rilevanti sa fejn jagħmlu parti mill-informazzjoni disponibbli *ex ante*, filwaqt li informazzjoni disponibbli *ex post* tista' tintuża sabiex tikkonferma l-ipoteżi li l-informazzjoni *ex ante* kienet sensittiva għall-prezzijiet.