Zbiór Orzeczeń

OPINIA RZECZNIKA GENERALNEGO
PAOLA MENGOZZIEGO
przedstawiona w dniu 21 marca 2012 r.[1]

**Sprawa C-19/11**

**Markus Geltl**
**przeciwko**
**Daimler AG**

[wniosek o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym złożony przez Bundesgerichtshof (Niemcy)]

Swoboda świadczenia usług — Usługi finansowe — Operacje wykorzystywania informacji poufnych i informacje wewnętrzne — Odwołanie prezesa-dyrektora generalnego spółki akcyjnej — Ewentualne uwzględnienie, w celu oceny dokładnego charakteru takiej informacji, różnych konsultacji i działań, które poprzedziły zaistnienie zdarzenia — Dyrektywa 2003/6/WE, zwana dyrektywą w sprawie nadużyć na rynku — Dyrektywa 2003/124/WE wykonująca dyrektywę 2003/6/WE

## I – Wprowadzenie

1. W niniejszym postępowaniu Bundesgerichtshof (federalny sąd najwyższy) Republiki Federalnej Niemiec wystąpił do Trybunału z wnioskiem o wydanie orzeczenia w trybie prejudycjalnym odnośnie interpretacji dyrektywy 2003/6/WE[2] Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE[3] z dnia 22 grudnia 2003 r. określającej sposób wykonania dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku.

## II – Ramy prawne

A – *Przepisy wspólnotowe*

2. Artykuł 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 stanowi, co następuje:

„Do celów niniejszej dyrektywy:

1. »Informacja wewnętrzna« oznacza informację o ściśle określonym charakterze, niepodaną do wiadomości publicznej, dotyczącą bezpośrednio lub pośrednio jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych lub jednego lub kilku instrumentów finansowych, i któr[a], gdyby

1 — Język oryginału: włoski.
2 — Dz.U. L 96, s. 16.
3 — Dz.U. L 339, s. 70.

został[a] podan[a] do wiadomości publicznej, miał[a]by prawdopodobnie znaczny wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych.

[…]”.

3. Artykuł 6 dyrektywy 2003/6 stanowi, że:

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

Bez uszczerbku dla środków podjętych w celu zapewnienia zgodności z przepisami akapitu pierwszego państwa członkowskie zapewniają, że emitenci umieszczają we właściwym czasie na swoich stronach internetowych wszelkie informacje wewnętrzne, które są zobowiązane podać do wiadomości publicznej.

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

[…]”.

4. Artykuł 1 dyrektywy 2003/124 stanowi:

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

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

5. Artykuł 2 ust. 3 dyrektywy 2003/124 stanowi:

„[…]

3. Wszelkie istotne zmiany dotyczące publicznie ujawnionych już informacji wewnętrznych ujawniane są niezwłocznie po zaistnieniu, w taki sam sposób jak publicznie ujawnione zostały informacje pierwotne”.

6. Artykuł 3 dyrektywy 2003/124 stanowi:

„1. Do celów stosowania art. 6 ust 2 dyrektywy 2003/6/WE sytuacje uprawniające mogą w szczególności odnosić się do następujących niewyczerpujących okoliczności:

a) toczące się negocjacje lub kwestie z nimi związane, jeżeli publiczne ujawnienie mogłoby mieć wpływ na ich wynik lub przebieg. W szczególności, w sytuacji gdy finansowa żywotność emitenta jest w poważnym i prawdopodobnym niebezpieczeństwie, nawet nie w świetle stosowanych przepisów dotyczących niewypłacalności, publiczne ujawnienie informacji może

zostać opóźnione o ograniczony okres czasu, jeżeli takie publiczne ujawnienie mogłoby poważnie zagrozić interesom istniejących i potencjalnych akcjonariuszy poprzez utrudnienie negocjacji mających na celu zapewnienie długoterminowej poprawy sytuacji finansowej emitenta;

b) decyzje podejmowane lub umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają akceptacji innego organu emitenta w celu nabrania skuteczności, gdzie organizacja emitenta wymaga rozdzielenia tych dwóch organów, jeżeli publiczne ujawnienie informacji przed taką akceptacją wraz z jednoczesnym ogłoszeniem, że udzielenie akceptacji jest w toku, mogłoby zagrozić właściwej ocenie informacji.

[…]".

B – *Przepisy krajowe*

7. Paragraf 13 ust. 1 Wertpapierhandelsgesetz (ustawy o obrocie papierami wartościowymi, zwanej dalej „WpHG"), który wykonuje art. 1 pkt 1 akapit pierwszy 1 dyrektywy 2003/6 oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, stanowi, że informacją wewnętrzną jest „dokładna informacja dotycząca okoliczności nieujawnionych publicznie, która odnosi się do jednego lub kilku emitentów Insiderpapiere[4] lub bezpośrednio do takich Insiderpapiere i która w przypadku publicznego ujawnienia prawdopodobnie miałaby znaczny wpływ na obrót Insiderpapiere lub ich cenę rynkową. Informacja prawdopodobnie miałaby taki wpływ, jeżeli rozsądny inwestor uwzględniłby ją, podejmując swoje decyzje inwestycyjne. W rozumieniu omawianego uregulowania znaczące są również te okoliczności, wobec których można z wystarczającym prawdopodobieństwem uznać, że wystąpią one w przyszłości [...]".

8. Paragraf 15 ust. 1 WpHG stanowi, że „wszyscy niemieccy emitenci instrumentów finansowych zobowiązani są niezwłocznie ujawnić informacje wewnętrzne, które ich bezpośrednio dotyczą […]".

## III – Okoliczności faktyczne sprawy i pytania prejudycjalne

9. Po walnym zgromadzeniu spółki Daimler AG, które odbyło się w dniu 6 kwietnia 2005 r., pan Schrempp, prezes zarządu, rozważał możliwość zakończenia swojej kadencji przed jej upływem wyznaczonym na rok 2008 i powiadomił o tym w pierwszej kolejności swoją żonę, która w charakterze kierownika prowadziła jego biuro.

10. W dniu 17 maja 2005 r. pan Schrempp podzielił się tą informacją z przewodniczącym rady nadzorczej spółki Daimler AG.

11. Zamiar pana Schremppa został ujawniony w dniu 1 czerwca 2005 r. dwóm innym członkom rady nadzorczej, a nie później niż w dniu 15 czerwca 2005 r. panu Zetschemu, który miał zastąpić pana Schremppa.

12. W dniu 6 lipca 2005 r. powiadomiony został również kierownik sekretariatu.

13. Od dnia 10 lipca 2005 r. rzecznik prasowy, pani Schrempp oraz kierownik sekretariatu zaczęli przygotowywać komunikat prasowy, oświadczenie zewnętrzne i pismo do współpracowników spółki.

14. W dniu 18 lipca 2005 r. pan Schrempp oraz przewodniczący rady nadzorczej uzgodnili, że podczas posiedzenia rady nadzorczej, które zostało wcześniej wyznaczone na dzień 28 lipca 2005 r. i przy którego zwoływaniu nie podano informacji o omawianej kwestii, zaproponują wcześniejsze ustąpienie pana Schremppa ze stanowiska i powołanie pana Zetschego na jego następcę.

4 — Papiery wartościowe, których osoby posiadające informacje wewnętrzne nie mają prawa sprzedać ani kupić.

15. Na dzień 27 lipca 2005 r. na godzinę 17.00 wyznaczono także posiedzenie komitetu zarządzającego rady nadzorczej; wezwanie na to posiedzenie również nie zawierało informacji na temat ustąpienia pana Schremppa ze stanowiska.

16. W dniu 25 lipca 2005 r. pan Schrempp rozmawiał o tej kwestii z członkiem rady nadzorczej i z prezesem rady zakładowej oraz rady koncernu.

17. W dniu 27 lipca 2005 r. wyżej wymieniony członek rady nadzorczej omówił tę kwestię z innymi przedstawicielami pracowników oraz z panem Zetschem i oświadczył panu Schremppowi, że przedstawiciele pracowników będą głosować za zmianą osoby prezesa zarządu.

18. Również w dniu 27 lipca 2005 r., przed rozpoczęciem posiedzenia, dwóch innych członków komitetu zarządzającego zostało poinformowanych o tych wydarzeniach.

19. W dniu 27 lipca 2005 r. komitet zarządzający postanowił zaproponować w następnym dniu radzie nadzorczej przyjęcie wcześniejszego ustąpienia pana Schremppa ze stanowiska na koniec 2005 r. i zastąpienie go panem Zetschem.

20. W dniu 27 lipca 2005 r. o godzinie 18.30 pan Schrempp poinformował o proponowanej zmianie jednego z trzech członków zarządu, natomiast o godzinie 19.00 powiadomił o tym pozostałych dwóch członków.

21. W dniu 27 lipca 2005 r. o godzinie 19.30 odbyła się kolacja członków rady nadzorczej reprezentujących akcjonariuszy, podczas której omówiono propozycję komitetu zarządzającego.

22. W dniu 28 lipca 2005 r. około godziny 9.50 rada nadzorcza postanowiła, że pan Schrempp ustąpi ze swojego stanowiska pod koniec roku, a pan Zetsche zajmie jego miejsce.

23. W dniu 28 lipca 2005 r. o godzinie 10.02 spółka Daimler AG przesłała dotyczący wspomnianych wydarzeń komunikat ad hoc do dyrekcji giełd i do Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (federalnego urzędu ds. kontroli usług finansowych, zwanego również „BaFin").

24. Komunikat ten został następnie opublikowany o godzinie 10.32 w bazie danych Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (niemieckiej spółki publikacji ad hoc).

25. Wartość akcji spółki Daimler AG, w momencie otwarcia giełdy w dniu 28 lipca 2005 r. wynosząca 36,50 EUR, wzrosła najpierw do 40,40 EUR, a następnie do 42,95 EUR.

26. Wielu inwestorów, którzy sprzedali swoje akcje przed wzrostem ceny akcji spowodowanej ujawnieniem wiadomości o ustąpieniu pana Schremppa ze stanowiska na koniec 2005 r., próbowało uzyskać odszkodowanie na drodze sądowej, twierdząc, że informacja ta została ujawniona zbyt późno.

27. W orzeczeniu z dnia 15 lutego 2007 r. Oberlandesgericht Stuttgart (sąd apelacyjny w Stuttgarcie) stwierdził, że w danym przypadku informacja wewnętrzna zaistniała dopiero w momencie podjęcia decyzji przez radę nadzorczą w dniu 28 lipca 2005 r., około godziny 9.50, oraz że informacja ta została ujawniona bezzwłocznie.

28. Postanowieniem z dnia 25 lutego 2008 r. Bundesgerichtshof uchylił to orzeczenie i przekazał sprawę do rozpatrzenia przez Oberlandesgericht Stuttgart.

29. Orzeczeniem z dnia 22 kwietnia 2009 r. Oberlandesgericht oddalił ponownie pozew o odszkodowanie i stwierdził, że między dniem 17 maja 2005 r. a decyzją rady nadzorczej z dnia 28 lipca 2005 r. nie istniała żadna informacja wewnętrzna, zgodnie z którą pan Schrempp oświadczyłby przewodniczącemu rady nadzorczej, iż jego zamiarem było jednostronne odejście ze stanowiska.

30. W szczególności, co jest istotne dla niniejszej sprawy, wydając orzeczenie, Oberlandesgericht Stuttgart nie uznał za informacje wewnętrzne różnych wydarzeń pośrednich, które w końcu doprowadziły do uzgodnionego odejścia pana Schremppa ze stanowiska i do zastąpienia go panem Zetschem, ponieważ mimo że realizacja wyrażonego przez pana Schremppa zamiaru odejścia ze stanowiska mogła wpłynąć na kurs akcji, to jednak w oczach rozsądnego inwestora nie mogła ona zostać uznana za wystarczająco prawdopodobną.

31. Bundesgerichtshof, prowadząc ponownie postępowanie odwoławcze od ostatniego orzeczenia Oberlandesgericht, stwierdziwszy, że występuje problem interpretacji dyrektyw 2003/6 i 2003/124, skierował do Trybunału następujące dwa pytania prejudycjalne:

„1) Czy w przypadku rozciągniętego w czasie procesu, którego wiele etapów pośrednich ma doprowadzić do zaistnienia określonej okoliczności lub wystąpienia określonego wydarzenia, należy dla zastosowania art. 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 oprzeć się wyłącznie na tym, czy tę przyszłą okoliczność lub przyszłe wydarzenie należy uważać za informacje dokładne (o ściśle określonym charakterze) w rozumieniu tych przepisów dyrektyw, oraz w związku z tym zbadać, czy można w sposób uzasadniony przewidywać, że ta przyszła okoliczność zaistnieje lub że przyszłe wydarzenie będzie miało miejsce, albo czy w przypadku takiego rozciągniętego w czasie procesu także etapy pośrednie, które już zaistniały [istnieją] lub miały miejsce, a są związane z urzeczywistnieniem przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia, mogą również stanowić informacje dokładne (o ściśle określonym charakterze) w rozumieniu wymienionych przepisów dyrektyw?

2) Czy możliwość przewidywania w sposób uzasadniony w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 wymaga oceny prawdopodobieństwa na poziomie przeważającym albo wysokim, albo czy okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenia, których wystąpienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, należy rozumieć w ten sposób, że poziom ich prawdopodobieństwa zależy od intensywności wpływu na emitenta, a w przypadku dużej zdolności wpływania na wysokość kursu [akcji] wystarczy, jeśli zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia jest nieznane [niepewne], ale nie jest mało prawdopodobne [nieprawdopodobne]?”.

## IV – Postępowanie przed Trybunałem

32. Uwagi na piśmie zostały złożone przez wnoszących odwołanie w sprawie przed sądem krajowym, przez spółkę Daimler AG, przez trzeciego interwenienta, przez rządy portugalski, czeski, estoński, belgijski, Zjednoczonego Królestwa i włoski oraz przez Komisję.

33. W rozprawie w dniu 2 lutego 2012 r. uczestniczyli wnoszący odwołanie w sprawie przed sądem krajowym, spółka Daimler AG, trzeci interwenient, rządy portugalski, estoński i Zjednoczonego Królestwa oraz Komisja.

## V – W przedmiocie pierwszego pytania prejudycjalnego

34. W pierwszym pytaniu prejudycjalnym Bundesgerichtshof zasadniczo zwrócił się do Trybunału o wyjaśnienie, czy do informacji, które muszą być publicznie ujawnione przez emitentów produktów finansowych z uwagi na to, że są objęte pojęciem informacji wewnętrznej, o którym mowa w art. 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 oraz w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, można zaliczyć informacje dotyczące szczególnych wydarzeń prowadzących do powstania tzw. stopniowo tworzących się okoliczności faktycznych, które poprzedzają zatem zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia, określonych przez wspomniane dyrektywy, jeżeli mogą one mieć znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny pochodnych instrumentów finansowych.

35. Z analizy powyższych przepisów wynika, że jeżeli zostaną spełnione również inne warunki określone w dyrektywach 2003/6 i 2003/124, za informacje wewnętrzne mogą być uznane także informacje dotyczące pośrednich etapów procesu prowadzącego do zaistnienia przyszłych okoliczności i wystąpienia przyszłych wydarzeń, które mogą mieć znaczący wpływ na ceny instrumentów finansowych lub na ceny pochodnych instrumentów finansowych będących przedmiotem wymienionych dyrektyw, a nie tylko przyszłe okoliczności i wydarzenia, które mogą wystąpić hipotetycznie.

36. Po pierwsze, zgodnie z motywem 16 dyrektywy 2003/6 art. 1 pkt 1 akapit pierwszy tej dyrektywy definiuje pojęcie informacji wewnętrznej, podkreślając przede wszystkim, że informacja taka musi być uznawana za dokładną [5], że nie została podana do publicznej wiadomości i że – w przypadku jej rozpowszechnienia – musi ona mieć znaczny wpływ na ceny instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych.

37. Wynika z tego, że nie jest wymagane, aby fakt podawany do publicznej wiadomości był faktem rozstrzygającym lub, w każdym razie, nie jest z góry wykluczone znaczenie okoliczności zaistniałych w trakcie procesu odbywającego się w kilku etapach czasowych, lecz wymagane jest po prostu podanie do publicznej wiadomości wszelkich informacji, które – najwyraźniej również odnośnie do stopniowo powstających okoliczności faktycznych – mają charakter dokładny i mogą mieć znaczny wpływ na ceny instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych w przypadku ich rozpowszechnienia.

38. Nie ma znaczenia moment zaistnienia informacji w ramach procesu powstawania wydarzenia w odniesieniu do jej rozpowszechnienia, lecz jej dokładność, fakt niepodania do publicznej wiadomości oraz zdolność do wywierania znacznego wpływu na notowania rynkowe.

39. W rzeczywistości należy wziąć pod uwagę, że na wartość instrumentów finansowych emitowanych przez dany podmiot nie musi wpływać tylko jeden czynnik. Może ona zależeć od szeregu faktów często powstających w kolejności chronologicznej.

40. Natomiast art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, uwzględniając informację dokładną, odnosi się nie tylko do pojedynczych wydarzeń, które miały miejsce, lecz również do zestawu okoliczności, „które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać", a także do informacji, „które są na tyle szczególne, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności".

41. W ten sposób, w odniesieniu do powstania obowiązku publicznego ujawnienia, przepis ten podkreślił również znaczenie poszczególnych etapów prowadzących do powstania stopniowo tworzących się okoliczności faktycznych, ponieważ jednakowo potraktował pojedyncze wydarzenia i zestaw okoliczności, które mogą je poprzedzić, oraz istniejące już i przyszłe okoliczności i przyznał im taką samą wartość.

42. Takie samo brzmienie przyjął art. 2 ust. 3 dyrektywy 2003/124, zgodnie z którym wszelkie istotne zmiany dotyczące publicznie ujawnionych już informacji wewnętrznych ujawniane są niezwłocznie po zaistnieniu, w taki sam sposób jak publicznie ujawnione informacje pierwotne.

43. Powyższe wnioski potwierdza również art. 3 dyrektywy 2003/124, który zgodnie z motywem 5 tej dyrektywy i w wykonaniu art. 6 ust. 2 dyrektywy 2003/6 wymienia – wśród sytuacji uprawniających do zaniechania publicznego ujawniania informacji wewnętrznych – szereg okoliczności wyraźnie odnoszących się w większości przypadków do poszczególnych etapów stopniowego procesu powstawania, takich jak toczące się negocjacje lub decyzje podejmowane i umowy zawierane przez organ zarządzający emitenta, które wymagają akceptacji innego organu emitenta w celu nabrania skuteczności, jeżeli organizacja emitenta wymaga rozdzielenia tych dwóch organów.

5 — Definicja tego pojęcia będzie szczegółowo rozpatrywana w ramach analizy drugiego pytania prejudycjalnego.

44. Fakt, że dyrektywa 2003/124 uprawnia emitentów do nieujawniania publicznego okoliczności stanowiących pośrednie momenty procesu, który teoretycznie może zakończyć się dopiero w przyszłości (w powyższych przypadkach tylko wtedy, gdy negocjacje zostaną pomyślnie zakończone lub po akceptacji – przez inny właściwy organ – decyzji podjętych i umów zawartych przez organ zarządzający emitenta), dowodzi, iż zazwyczaj tego rodzaju informacje powinny zostać ujawnione, jeżeli występują dodatkowe przesłanki określone w rozpatrywanych dyrektywach.

45. Interpretacja pojęcia informacji wewnętrznej, która nie pozwala na uznanie za tego rodzaju informację – w przypadku wystąpienia także innych warunków określonych w dyrektywach 2003/6 i 2003/124 – informacji dotyczącej okoliczności stanowiących pośrednie momenty procesu, który teoretycznie może zakończyć się dopiero w przyszłości, nie znajduje zatem żadnego uzasadnienia formalnego w tekście wyżej wymienionych dyrektyw.

46. Uwzględniając cel dyrektyw 2003/6 i 2003/124 oraz określone w nich instrumenty osiągnięcia tego celu, nie sposób wysnuć innej opinii.

47. Po pierwsze, cel ten wynika z motywów 2 i 12 dyrektywy 2003/6, które wyjaśniają, że przepisy skierowane przeciwko nadużyciom na rynku, tzn. przeciwko wykorzystywaniu wewnętrznych informacji i przeciwko manipulacjom na rynku, zmierzają do zapewnienia integralności rynków finansowych Wspólnoty i do zwiększenia zaufania inwestorów do tych rynków, ponieważ są to warunki wstępne wzrostu gospodarczego i dobrobytu.

48. Jak wyraźnie wskazano w motywie 24 dyrektywy 2003/6, szybkie i rzetelne publiczne ujawnienie informacji jest sposobem na wzmocnienie integralności rynku, natomiast selektywne ujawnianie informacji przez emitentów stanowi możliwą przyczynę utraty zaufania inwestorów do integralności rynków finansowych.

49. Spostrzeżenia zawarte w pkt 47 i 48 Trybunał potwierdził w szczególności w wyroku w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck[6], w którym stwierdził, że celem dyrektywy 2003/6 jest ochrona integralności rynków finansowych oraz zwiększenie zaufania inwestorów, i dodał, iż zaufanie to opiera się zwłaszcza na zapewnieniu, że inwestorzy są traktowani w równy sposób i chronieni przed niewłaściwym stosowaniem informacji wewnętrznych.

50. W tym kontekście Trybunał wyjaśnił również, że celem zakazu nadużywania informacji wewnętrznych jest zapobieżenie, aby osoba posiadająca takie informacje uzyskała z nich korzyści kosztem tych, którzy nie posiadają takich informacji[7], nie będąc narażona na takie samo ryzyko dzięki sprzyjającej jej asymetrii informacji.

51. Nie byłoby zatem zgodne z celem dyrektywy 2003/6 ani spójne z wprowadzonymi przez tę dyrektywę instrumentami zmierzającymi do realizacji jej celu – jak podkreślono w pkt 47 i 48 niniejszej opinii oraz w wyroku w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck – przyjęcie, w odniesieniu do niniejszej sprawy, takiej interpretacji pojęcia informacji wewnętrznej, która osobom posiadającym takie informacje związane z zaistnieniem przyszłych okoliczności umożliwia nieujawnienie informacji poufnych mogących wpłynąć na wartość akcji.

52. W rzeczywistości w ten sposób zostałoby utrudnione szybkie i rzetelne publiczne ujawnianie informacji mogących wpłynąć na rynki finansowe, a zatem ochronie nie podlegałyby ani integralność tych rynków, ani zaufanie inwestorów, ponieważ zwykle to właśnie wykorzystanie informacji związanych z wystąpieniem przyszłych wydarzeń, które mogą wpłynąć na notowania akcji, cechuje nadużycia informacji wewnętrznych zakazane przez rozpatrywane przepisy.

6 — Wyrok z dnia 23 grudnia 2009 r. w sprawie C-45/08, Zb.Orz. s. I-12073, pkt 37, 47, 61, 62, w którym Trybunał powtórzył spostrzeżenia zawarte już w wyrokach: z dnia 10 maja 2007 r. w sprawie C-391/04 Georgakis, Zb.Orz. s. I-3741, pkt 38; z dnia 22 listopada 2005 r. w sprawie C-384/02 Grøngaard oraz Bang, Zb.Orz. s. I-9939, pkt 22, 33.

7 — Wyżej wymieniony wyrok w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck, pkt 47, 48.

53. Ponieważ celem dyrektyw 2003/6 i 2003/124 jest ochrona integralności rynku i zaufania inwestorów, inwestorzy muszą mieć możliwość – po otrzymaniu wszelkich istotnych informacji, które mogą wpłynąć na notowania giełdowe, i po dokonaniu ich oceny – podejmowania własnych decyzji, za które ponoszą odpowiedzialność.

54. Wykluczona jest zatem taka interpretacja pojęcia informacji wewnętrznych, która w świetle ścisłego związku między tym pojęciem a zakazem dokonywania operacji wykorzystywania informacji wewnętrznych doprowadziłaby do zwiększenia zakresu informacji niejawnych i zmniejszenia liczby czynów stanowiących nadużycie, zakazanych przez dyrektywy 2003/6 i 2003/124.

55. Nawet Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (tzw. CESR[8]) w swoich wytycznych z lipca 2007 r.[9] w sprawie wykonania dyrektywy 2003/6 stwierdził w punkcie 1.6, że jeżeli informacja dotyczy procesu, który odbywa się w kilku etapach, to każdy z tych etapów oraz cały proces może być uznany za informację o charakterze dokładnym („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"), natomiast w punkcie 1.7 stwierdził on również, że nie jest konieczne, aby element informacji był kompletny, aby uznać go za dokładny („In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise").

56. Dlatego podsumowując odpowiedź na pierwsze pytanie prejudycjalne, proponuję Trybunałowi, aby stwierdził on, że art. 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 należy interpretować w taki sposób, że w przypadku okoliczności faktycznych realizujących się w kilku pośrednich etapach czasowych i zmierzających do zaistnienia określonej okoliczności lub do spowodowania wystąpienia pewnego wydarzenia (tzw. okoliczności faktyczne tworzące się stopniowo) za informacje dokładne, a zatem za informacje wewnętrzne – przy założeniu, że występują wszystkie dodatkowe przesłanki określone w wymienionych dyrektywach – mogą być uważane także informacje o faktach dotyczących etapów pośrednich, które już istnieją lub wystąpiły i które są związane z wystąpieniem przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia.

## VI – W przedmiocie drugiego pytania prejudycjalnego

57. W drugim pytaniu prejudycjalnym Bundesgerichtshof zasadniczo skierował do Trybunału dwa ściśle ze sobą powiązane zagadnienia, zwracając się o:

a) wyjaśnienie w szczególności, czy możliwość przewidywania „w uzasadniony sposób" w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 wymaga oceny prawdopodobieństwa na poziomie przeważającym czy wysokim;

b) ustalenie, po drugie, czy okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenia, których wystąpienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, należy rozumieć w ten sposób, że poziom prawdopodobieństwa zależy od intensywności wpływu na emitenta i że w przypadku dużej zdolności wywierania wpływu na notowania papierów wartościowych wystarczy, jeśli zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia jest niepewne, ale nie jest nieprawdopodobne.

58. Pierwsze z dwóch zagadnień wymienionych w pkt 57 ma znaczenie dla rozstrzygnięcia sprawy zawisłej przed sądem krajowym, ponieważ zmierza do ustalenia – w odniesieniu do stopniowo tworzących się okoliczności faktycznych takich jak okoliczności niniejszej sprawy – kiedy można uznać, w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, że wydarzenie, którego wystąpienie jest poprzedzone informacją poufną, może rzeczywiście wystąpić.

8 — Zastąpiony od dnia 1 stycznia 2011 r. przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

9 — Jest to drugi zestaw wytycznych i informacji dotyczących jednolitego zastosowania dyrektywy na rynku (second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market).

59. W rzeczywistości, jeżeli wymagane jest duże lub wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia wydarzenia (argument zasadniczo przyjęty przez Oberlandesgericht Stuttgart), planowana rezygnacja pana Schremppa ze stanowiska musiałaby zostać ujawniona dopiero po jej przyjęciu przez radę nadzorczą, która podjęła stosowną uchwałę w dniu 28 lipca 2005 r., lub po zatwierdzeniu odwołania przez komitet zarządzający w dniu 27 lipca 2005 r., który to komitet w dniu 28 lipca 2005 r. zaproponował radzie nadzorczej głosowanie za wnioskiem pana Schremppa.

60. Dopiero po tych uchwałach można by zasadnie uznać informację o zastąpieniu pana Schremppa za dokładną, a tym samym spółka Daimler AG nie byłaby zobowiązana do wcześniejszego ujawnienia toczącego się wewnętrznego postępowania.

61. Sytuacja byłaby odmienna, gdyby uznać, że dla powstania informacji wewnętrznej wystarczające jest wystąpienie faktów, które powodują, iż przyszłe wydarzenie nie jest nieprawdopodobne, aczkolwiek jest niepewne.

62. W takim przypadku, jak twierdzi sąd krajowy, informacja wewnętrzna mogłaby powstać – w szczególności w świetle znacznych zmian notowań akcji spowodowanych ujawnieniem informacji o zastąpieniu pana Schremppa – już w momencie, gdy pan Schrempp w dniu 17 maja 2005 r. poinformował przewodniczącego rady nadzorczej o swoim zamiarze rezygnacji ze stanowiska na koniec roku, w wyniku czego akcjonariusze tacy jak pan Geltl musieliby tego dnia zostać poinformowani o tym, co się dzieje, i rozsądnie sprzedaliby swoje akcje za cenę wyższą niż ta, za jaką rzeczywiście je sprzedali, lub być może zachowaliby te akcje.

63. Na wstępie należy podkreślić, że źródłem wątpliwości sądu krajowego może być dosłowne brzmienie niemieckiej wersji art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, który w odniesieniu do wystąpienia przyszłych okoliczności lub wydarzeń odnosi się do kryterium „wystarczającego prawdopodobieństwa” („[...] man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann [...]”), co odróżnia go od większości innych wersji językowych tego artykułu [10], w których zasadniczo stosowane jest kryterium „uzasadnionego przewidywania”.

64. Ponadto w przeciwieństwie do sądu krajowego i do wielu stron, które złożyły swoje uwagi w ramach niniejszego postępowania, uważam, że interpretacja art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 nie musi skupiać się wyłącznie na kryterium „prawdopodobieństwa”.

65. W rzeczywistości, jak słusznie podkreślił podczas rozprawy rząd estoński, zgodnie z utrwalonym orzecznictwem sformułowanie użyte w jednej z wersji językowych przepisu prawa Unii nie może stanowić jedynej podstawy interpretacji tego przepisu i nie można w związku z tym przypisywać jej pierwszeństwa przed innymi wersjami językowymi, ponieważ takie podejście byłoby sprzeczne z potrzebą jednolitego stosowania prawa Unii [11].

66. Aby rozstrzygnąć pierwsze zagadnienie, należy mieć na względzie, że sformułowanie interpretowane w kontekście niniejszego sporu jest zawarte w dyrektywach dotyczących postępowania z informacjami wewnętrznymi oraz podawania ich do publicznej wiadomości.

67. Wynika z tego, że sformułowanie „w sposób uzasadniony” należy interpretować w powiązaniu ze wszystkimi innymi czynnikami, które umożliwiają ocenę informacji jako wewnętrznej.

10 — Zobacz w szczególności wersje: francuską („on peut raisonnablement penser”), angielską („may reasonably be expected”), włoską („si possa ragionevolmente ritenere”), hiszpańską („pueden darse razanablemente”), niderlandzką („waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen”), maltańską („b'mod raġjonevoli jiġi”), rumuńską („există motive raționale de a crede”), estońską („mõistliku eelduse kohaselt”), fińską („kohtuudella olettaa toteutuvan”), łotewską („ir pamats uzskatīt”), szwedzką („rimligtvis”), polską („[w sposób] uzasadniony przewidywać”), słowacką („odôvodnene predpokladať”) i portugalską („razoavelmente previsíveis”).

11 — Zobacz podobnie wyroki: z dnia 25 marca 2010 r. w sprawie C-451/08 Helmut Müller, Zb.Orz. s. I-2673, pkt 38; z dnia 3 marca 2011 r. w sprawie C-41/09 Komisja przeciwko Niderlandom, Zb.Orz. s. I-831, pkt 44.

68. Po pierwsze, należy mieć na uwadze, że na mocy art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 rozpatrywane sformułowanie zawarte jest w kontekście, w którym stwierdza się, że informacja jest dokładna, jeżeli jednocześnie spełnione są dwa następujące wymogi:

a) wskazuje ona na zestaw okoliczności, które zaistniały lub których zaistnienie można w sposób uzasadniony przewidywać, lub na wydarzenie, które miało miejsce lub które można w sposób uzasadniony przewidywać;

b) informacja ta jest na tyle szczególna, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

69. Zatem choć wyrażenie „w sposób uzasadniony przewidywać" zawarte jest w kontekście pierwszego wymogu, o którym mowa w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 [pkt 68 lit. a) niniejszej opinii], należy je oceniać, mimo iż jego logika jest odmienna, razem, a nie oddzielnie, z drugim wymogiem określonym w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124, tzn. razem z możliwością – w świetle wystarczająco szczególnego charakteru informacji – wyciągnięcia wniosków w zakresie możliwego wpływu zestawu okoliczności i wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych [pkt 68 lit. b) niniejszej opinii].

70. Każdy z tych dwóch wymogów w praktyce może uzyskać wartość wyższą od drugiego, nawet gdy ich wartość jest zrównoważona, pod warunkiem, iż żaden z nich nie będzie całkowicie niespełniony, tak aby – w odniesieniu do wyrażenia „w sposób uzasadniony przewidywać" – było co najmniej prawdopodobne, że wystąpi dana okoliczność lub dane wydarzenie i że informacja zachowa minimum szczególnego charakteru, pozwalające uznać ją za informację dokładną.

71. Ponadto pojęcie uzasadnionego charakteru stosowane w niniejszym przypadku [12] jest definiowane w odniesieniu do postaci tzw. rozsądnego inwestora (o którym wyraźnie jest mowa w art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124), czyli inwestora, który ocenia informacje dotyczące wystąpienia przyszłych okoliczności lub wydarzeń według obiektywnego kryterium uzasadnionego charakteru i nie dążąc do czysto spekulacyjnych celów.

72. W świetle powyższych uwag dotyczących ścisłego związku [13] między wymogami pierwszym i drugim, o których mowa w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 [14], oraz znaczenia, w jakim w dyrektywie tej użyte jest pojęcie rozsądnego inwestora, należy uznać, że informacja dokładna występuje – a zatem że spełniony jest rozpatrywany wymóg uzasadnionego charakteru – jeżeli dana informacja mogła mieć wpływ na proces decyzyjny inwestora w przypadku ujawnienia temu inwestorowi takiej informacji i jeżeli została ona przez niego oceniona jako wskazówka prawdopodobnego wystąpienia wydarzenia lub zestawu okoliczności [15], wystarczająco dokładna, aby wyciągnąć z niej wnioski w zakresie możliwego wpływu na ceny rozpatrywanych instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

12 — Z wynikającymi z tego pojęcia skutkami dla uznania informacji za dokładną z powodów określonych w pkt 68–70 niniejszej opinii.

13 — Związek ten odzwierciedla fakt, że wśród czynników uwzględnianych przez rozsądnego inwestora w celu podjęcia własnych decyzji inwestycyjnych z pewnością zwraca on szczególną uwagę właśnie na możliwość wyciągnięcia wniosków w zakresie wpływu takich okoliczności i wydarzeń na ceny instrumentów finansowych.

14 — Zobacz pkt 68 niniejszej opinii.

15 — W ten sposób przyjęto kryterium bardzo podobne do tzw. kryterium *total mix*, stworzonego w doktrynie i w orzecznictwie Stanów Zjednoczonych Ameryki, z tą zasadniczą różnicą, że dana informacja może również stanowić tylko jeden z czynników mogących mieć wpływ na inwestora.
Zgodnie z orzecznictwem Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych (który w 1976 r. rozpatrywał to zagadnienie w wyroku w sprawie TSC Industries, Inc. przeciwko Northway, Inc. 426 US 438, 1976) informację uznaje się za wewnętrzną, a zatem *material*, tzn. zawierającą korzyści, jeżeli jest znacznie prawdopodobne, że gdyby informacja ta była ujawniona, zostałaby uznana przez rozsądnego inwestora za czynnik, który znacząco zmienił cały zestaw (*total mix*) dostępnych informacji (*there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available*).

73. Dyrektywa 2003/124 wprowadza tylko minimalne wymogi, w braku których danej informacji nie można uznać za dokładną, i nie wymaga ona – w odniesieniu do interpretacji wyrażenia „w sposób uzasadniony przewidywać" – ani wysokiego poziomu prawdopodobieństwa wystąpienia danego wydarzenia, ani takiego stopnia dokładności informacji, aby można było z niej wyciągnąć pewne lub prawie pewne wnioski w zakresie możliwego wpływu na ceny rozpatrywanych instrumentów finansowych lub powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych [16].

74. Jak wynika z brzmienia motywu 1 dyrektywy 2003/124, dany inwestor opiera swoje decyzje inwestycyjne na informacjach będących już w jego posiadaniu (na informacjach dostępnych ex ante) i bierze pod uwagę zarówno przewidywany wpływ informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, jak i wiarygodność źródła informacji oraz, bardziej ogólnie, wszelkie inne zmienne rynkowe, które w danych okolicznościach mogą mieć wpływ na dany instrument finansowy lub na powiązany z nim pochodny instrument finansowy [17].

75. Motyw 2 dyrektywy 2003/124 wyjaśnia następnie, iż nawet informacje dostępne ex post mogą zostać wykorzystane, choćby tylko w celu potwierdzenia założenia, że informacje dostępne ex ante miały znaczny wpływ na ceny.

76. Ocena informacji ex ante pełni ważną funkcję zarówno w przypadku inwestorów, zapewniając im formalną równość, jak i w przypadku osób mających dostęp do informacji wewnętrznych, ponieważ w ten sposób są one w stanie kierować swoimi zachowaniami oraz działać jak najlepiej i zgodnie z prawem na rynku, mogą poznać z wyprzedzeniem treść zakazanych zachowań i uniknąć stosownych sankcji [18]; natomiast ocena ex post odgrywa inną rolę, gdyż służy jedynie do potwierdzenia lub zaprzeczenia oceny ex ante.

77. Powyższa ocena dokonywana jest przez podmioty w zależności od danego przypadku (na przykład rząd estoński podkreślił na rozprawie, że istotna może być również wielkość danego rynku) i z pewnością nie można określić postaci rozsądnego inwestora oraz pojęcia uzasadnionego charakteru w taki sposób, aby obowiązywały one we wszystkich możliwych sytuacjach.

78. W przypadku sporu sąd rozstrzyga o istnieniu obowiązków publicznego ujawnienia informacji, spoczywających na osobach posiadających informacje, stosując wyżej wymienione kryteria.

79. Sąd powinien rozstrzygnąć, czy na podstawie informacji dostępnych ex ante [19] rozsądny inwestor oceniłby informację jako wskazówkę co najmniej prawdopodobnego wystąpienia wydarzenia lub zestawu okoliczności, wystarczająco dokładną, aby wyciągnąć z niej wniosek w zakresie możliwego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych lub powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

80. Prawodawca wspólnotowy świadomie nawiązał do pojęcia uzasadnionego charakteru, a nie do pojęć prawdopodobieństwa lub możliwości, właśnie w celu potwierdzenia, że przy ustalaniu informacji wewnętrznych i odróżnianiu ich od innych informacji należy zwrócić szczególną uwagę na wszystkie okoliczności każdego przypadku.

16 — Zatem informacja nie będzie dokładna, jeżeli wydarzenie można uznać za niemożliwe lub nieprawdopodobne według kryterium racjonalności i jeżeli brakuje rozpatrywanej racjonalności, ponieważ informacja pozostała na przykład na poziomie zwykłych pogłosek, czyli jest tak mało szczególna, że niemożliwe jest wyciągnięcie z niej wniosków w zakresie możliwego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych lub powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

17 — Na przykład rząd estoński wymienił na rozprawie kontekst prawny, praktyki handlowe oraz zachowanie lokalnych inwestorów (w danym przypadku odnosząc się do rynku niemieckiego).

18 — W odniesieniu do przedstawionych przez Daimler AG w trakcie rozprawy uwag dotyczących zagrożeń w zakresie prawa karnego, wynikających z przyjęcia zbyt szerokiego pojęcia informacji wewnętrznej, należy podkreślić – w zakresie mającym znaczenie dla niniejszej sprawy – że to właśnie system oceny informacji ex ante stanowi gwarancję właściwego określenia instytucji będących przedmiotem niniejszych dyrektyw oraz krajowych przepisów karnych, w których instytucje te powinny być przywołane. Należy również podkreślić, że zgodnie z art. 14 dyrektywy 2003/6 państwa członkowskie mają nie tyle obowiązek, ile prawo do nakładania sankcji karnych i są zobowiązane tylko do zapewnienia możliwości podjęcia, zgodnie ze swoim prawem krajowym, właściwych środków administracyjnych lub nałożenia sankcji administracyjnych na osoby odpowiedzialne za niestosowanie przepisów przyjętych w ramach wprowadzania w życie dyrektywy. Przedmiotem dyrektywy są jednak zasadniczo przepisy prawa cywilnego, więc sprawy dotyczące sposobów opracowania ewentualnych przepisów prawnych w tym względzie odnoszą się do państw członkowskich i muszą być rozwiązywane zgodnie z ich prawem wewnętrznym.

19 — Jak opisano szczegółowo w pkt 74 niniejszej opinii.

81. W szczególności, w przeciwieństwie do poglądu wyrażonego przez niektóre strony (na przykład przez Komisję), zupełnie bezużyteczne jest – dla rozstrzygnięcia przypadków takich jak niniejsza sprawa – teoretyczne ustalanie szczególnego progu procentowego, poniżej którego nie można już w uzasadniony sposób uznać, że dane wydarzenie wystąpi [20].

82. W rzeczywistości dyrektywy wymagają tylko, aby informacja wewnętrzna była dokładna, i odnoszą się do celowo ogólnego kryterium uzasadnionego charakteru, które powinno być stosowane nie tylko poprzez proste obliczenie wartości procentowej statystycznego występowania wydarzenia, lecz również poprzez wykorzystanie o wiele bardziej dokładnej i złożonej oceny [21].

83. Ocena ta powinna opierać się na wcześniejszych podobnych doświadczeniach i zmierzać do ustalenia, czy można było w ogóle w uzasadniony sposób oczekiwać wystąpienia takiego wydarzenia, a zatem czy możliwość jego wystąpienia została uwzględniona przez rozsądnego inwestora w świetle przewidywanego wpływu informacji, rozpatrywanego na podstawie całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, na podstawie wiarygodności źródła informacji i wszelkich innych zmiennych rynkowych, które w określonych okolicznościach mogą mieć wpływ na powiązany pochodny instrument finansowy.

84. Wniosków tych nie podważyły argumenty spółki Daimler AG zawarte w jej uwagach.

85. W szczególności spółka ta kwestionuje [22] przyjętą przez sąd krajowy interpretację wyroku w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck [23], zgodnie z którą „osoba mająca dostęp do informacji wewnętrznych prawdopodobnie naraża się na mniejsze ryzyko rynkowe w porównaniu z inwestorem, który nie zna jeszcze zamiaru spowodowania określonych okoliczności lub określonych wydarzeń, jak również rozpoczęcia procesu decyzyjnego” [24].

86. Daimler AG podnosi, że sąd krajowy, uznając, iż wysokie prawdopodobieństwo wystąpienia danego wydarzenia nie jest konieczne, nie zastosował prawidłowo zasad wynikających ze wspomnianego wyroku, ponieważ swoje rozumowanie oparł nie na teoretycznym zachowaniu rozsądnego inwestora, lecz na zachowaniu inwestora, który działał w celach spekulacyjnych, mimo iż w opinii Daimler AG dyrektywa 2003/6 chroni rozsądnego inwestora, nie zmierzając do zapobieżenia zachowaniom spekulacyjnym [25].

87. W związku z tym Daimler AG uważa, że posiadacze informacji wewnętrznych często zachowują się inaczej niż zwykły rozsądny inwestor, zwłaszcza dlatego, że są motywowani do działania innymi powodami i w inny sposób, przy czym posiadacze informacji wewnętrznych łatwiej od zwykłego rozsądnego inwestora biorą w szczególności pod uwagę nawet mało prawdopodobne zdarzenia w celach czysto spekulacyjnych.

88. Do powyższych argumentów nie można się przychylić, ponieważ opierają się one na sprzecznej z celem dyrektyw będących przedmiotem analizy wykładni orzecznictwa Trybunału i rozpatrywanych przepisów.

89. Jak stwierdzono w pkt 49 niniejszej opinii, w wyroku w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck [26] zostało wyjaśnione, że celem dyrektywy 2003/6 jest ochrona integralności rynków finansowych oraz zwiększenie zaufania inwestorów, opierającego się na zapewnieniu, iż są oni równo traktowani i chronieni przed niewłaściwym wykorzystaniem informacji wewnętrznych przez osoby, które mają do nich dostęp, ze szkodą dla osób, które tego dostępu nie mają.

20 — Jak wskazał na rozprawie rząd estoński, w ten sposób nie pozostawiono by marginesu oceny koniecznego do uwzględnienia okoliczności danego przypadku.

21 — W trakcie rozprawy rząd estoński podkreślił, że podczas redagowania rozpatrywanych dyrektyw świadomie zdecydowano się na elastyczne brzmienie i zasadniczo zrezygnowano z wartości procentowych oraz ze sztywnych kryteriów oceny.

22 — Punkt 153 pisma procesowego Daimler AG.

23 — Wyżej wymieniony w przypisie 6.

24 — Zobacz pkt 20 postanowienia odsyłającego.

25 — Punkt 154 pisma procesowego Daimler AG.

26 — Wyżej wymieniony w przypisie 6, pkt 47.

90. Dyrektywa ta zmierza zatem bezwzględnie do zapobieżenia, aby osoba mająca dostęp do informacji wewnętrznej, która ma przewagę nad innymi uczestnikami rynku nieposiadającymi takiej informacji, uzyskała korzyści z transakcji gospodarczych prowadzonych przy wykorzystaniu danej informacji, nie będąc narażona na takie samo ryzyko jak inni potencjalni inwestorzy [27].

91. Wbrew argumentom podniesionym przez Daimler AG wynika z tego, że nie mają znaczenia hipotetyczne różnice psychologiczne i różnice w zachowaniu między osobami posiadającymi informacje wewnętrzne, które mogłyby zdecydować się na czysto spekulacyjne inwestycje, a rozsądnymi inwestorami, ponieważ w każdym przypadku i niezależnie od wszelkich istniejących między nimi różnic wszyscy oni muszą znajdować się w stanie absolutnej równości, w celu zapewnienia integralności rynków finansowych i zwiększenia zaufania inwestorów.

92. Rozpatrywane dyrektywy zakazują zatem nadużywania informacji wewnętrznych w celu ochrony integralności rynków finansowych i zwiększenia zaufania inwestorów. Aby osiągnąć ten cel, nie można zatem przyjąć interpretacji pojęcia uzasadnionego charakteru w kategoriach wysokiego prawdopodobieństwa, która to interpretacja w praktyce umożliwiłaby nieujawnianie informacji często związanych z prognozą przyszłych zdarzeń i mogących mieć wpływ na notowania akcji, ułatwiając w ten sposób dokonanie wysoce spekulacyjnych operacji wykorzystywania informacji wewnętrznych.

93. Nie można również brać pod uwagę prognozowanego ryzyka *information overload* [przeciążenia informacyjnego] [28], które wystąpiłoby, gdyby wskutek przyjęcia zbyt szerokiej interpretacji pojęcia informacji wewnętrznej rynek kapitałowy został zalany tak dużą ilością niepewnych informacji, że wprowadziłoby to w błąd uczestników rynku.

94. W rzeczywistości system stworzony przez dyrektywy 2003/6 i 2003/124 zmierza właśnie do umożliwienia wszystkim inwestorom podejmowania własnych decyzji, ponoszenia za nie odpowiedzialności i ewentualnie nawet popełniania błędów, po otrzymaniu i ocenie wszelkich istotnych informacji, które mogą wpłynąć na notowania giełdowe, w związku z czym w razie wątpliwości należy wybrać taką interpretację rozpatrywanych dyrektyw, która raczej zwiększa ilość publicznie ujawnianych informacji niż ją zmniejsza.

95. Dlatego w odniesieniu do pierwszego zagadnienia zawartego w drugim pytaniu prejudycjalnym proponuję Trybunałowi, aby rozstrzygnął je, stwierdzając, że:

— możliwość przewidywania „w uzasadniony sposób" w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 nie wymaga, aby prawdopodobieństwo wystąpienia danego wydarzenia lub okoliczności było przeważające albo wysokie;

— system wprowadzony przez dyrektywy 2003/6 i 2003/124 wymaga tylko, aby – bez uszczerbku dla dwóch wymogów określonych w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 – dokładna informacja zaistniała na podstawie oceny ex ante dokonanej przy użyciu kryteriów przewidywanego wpływu informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, wiarygodności źródła informacji oraz wszelkich innych zmiennych rynkowych, które w danych okolicznościach mogą wpłynąć na dany instrument finansowy lub na powiązany z nim pochodny instrument finansowy.

96. W ramach drugiego zagadnienia, którego dotyczy drugie pytanie prejudycjalne, sąd krajowy zwrócił się również o wyjaśnienie, czy okoliczności, których zaistnienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, lub wydarzenia, których wystąpienie w przyszłości można w sposób uzasadniony przewidywać, należy rozumieć w ten sposób, że poziom prawdopodobieństwa zależy od intensywności wpływu na emitenta i że w przypadku dużej zdolności wywierania wpływu na notowania papierów wartościowych wystarczy, jeśli zaistnienie przyszłej okoliczności lub wystąpienie przyszłego wydarzenia jest niepewne, ale nie jest nieprawdopodobne.

27 — Punkt 50 niniejszej opinii.

28 — Zobacz pkt 168 pisma procesowego Daimler AG.

97. Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy wziąć pod uwagę fakt, że art. 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6 stanowi, iż informacją wewnętrzną jest informacja, która dotyczy jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jeżeli spełnione są trzy wymogi:

a) ma ona charakter dokładny;

b) nie jest podana do publicznej wiadomości;

c) prawdopodobnie miałaby znaczny wpływ na ceny danych instrumentów finansowych.

98. Pomijając okoliczność niepodania do publicznej wiadomości – która nie jest przedmiotem niniejszego postępowania – dokładność i możliwość znacznego wpływu na ceny danych instrumentów finansowych są dwoma zasadniczymi elementami, na których opiera się pojęcie informacji wewnętrznej [29]. Pierwszy z tych elementów [pkt 97 lit. a) niniejszej opinii] wskazuje na wewnętrzny charakter informacji, która musi być właśnie dokładna, i jest określony w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 [30], natomiast drugi [pkt 97 lit. b) niniejszej opinii] wskazuje na zewnętrzne skutki informacji, tzn. na jej potencjalną siłę, i jest określony w art. 1 ust. 2 dyrektywy 2003/124.

99. Istnienie tych dwóch elementów i ich wzajemną relację należy rozpatrywać na podstawie wewnętrznego charakteru informacji [31].

100. Sąd rozpatrujący spór nie powinien bowiem skupiać się osobno na poszczególnych wymogach, tzn., w zależności od przypadku, na dokładnym charakterze informacji lub na jej potencjalnej sile, pomijając zupełnie ustalenie drugiego wymogu, lecz na podstawie wszechstronnej oceny wszystkich dostępnych elementów musi stwierdzić, czy informacja ma charakter wewnętrzny.

101. Mimo że elementy te są logicznie odmienne w momencie ich ustalenia, to jednak należy je rozpatrywać łącznie, wskutek czego w praktyce jeden z nich może mieć większe znaczenie od drugiego [32], pod warunkiem że drugi wymóg nie jest zupełnie niespełniony i że informacja osiągnie zatem poziom pozwalający uznać ją za informację wewnętrzną w wyniku właściwego zrównoważenia dokładnego charakteru informacji i jej potencjalnej siły.

102. W odniesieniu do niniejszej sprawy dyrektywy 2003/6 i 2003/124 nie wymagają bowiem, jak wspomniano, ani wysokiego prawdopodobieństwa wystąpienia danej okoliczności, ani wywierania rzeczywistego wpływu na notowania papierów wartościowych.

29 — Jak wynika z motywu 3 dyrektywy 2003/124, na podstawie którego pewność prawna uczestników rynku powinna zostać wzmocniona przez dokładniejsze zdefiniowanie dwóch elementów niezbędnych do zdefiniowania informacji wewnętrznej, to znaczy dokładnej natury informacji oraz znaczenia jej potencjalnego wpływu na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

30 — Zgodnie z art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 informacja jest dokładna:
a) jeżeli wskazuje ona na zestaw okoliczności, które zaistniały lub można ich zaistnienie w sposób uzasadniony przewidywać, lub na wydarzenie, które miało miejsce lub można je w sposób uzasadniony przewidywać;
b) jeżeli jest na tyle szczególna, aby umożliwić wyciągnięcie wniosków w zakresie możliwego wpływu tego zestawu okoliczności lub wydarzenia na ceny instrumentów finansowych lub związanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych.

31 — Jak wskazano w pkt 98 niniejszej opinii.

32 — Należy podkreślić, że w trakcie rozprawy omawiany był wpływ, jaki na prawo wspólnotowe wywiera orzecznictwo amerykańskie (w szczególności wyrok Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych w sprawie Basic Inc. przeciwko Levinson, w: 485 US, 224, 1988), które ocenia zachowanie rozsądnego inwestora na podstawie tzw. kryterium *probability/magnitude* (prawdopodobieństwa/wielkości), zgodnie z którym znaczenie informacji oceniane jest poprzez zrównoważenie prawdopodobieństwa (*probability*), że dane wydarzenie wystąpi, z przewidywaną wielkością (*magnitude*) tego wydarzenia w świetle całokształtu działalności spółki (*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*).
Orzecznictwo to mogło mieć wpływ na przyjęcie pojęcia rozsądnego inwestora i na brzmienie motywu 1 dyrektywy 2003/124, na podstawie którego rozsądny inwestor opiera swoje decyzje inwestycyjne na informacjach dla niego dostępnych w danej chwili, czyli na informacjach dostępnych ex ante, w szczególności „w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności". To odniesienie wyraźnie nawiązuje do powyższego rozumowania przyjętego przez sądy amerykańskie (*in light of the totality of the company activity*).

103. W szczególności zgodnie z wyrokiem w sprawie Spector Photo Group i Van Raemdonck [33], z uwagi na cel dyrektywy 2003/6, tę zdolność wywierania znacznego wpływu na ceny należy z założenia oceniać w świetle treści danej informacji oraz kontekstu, w jaki ona się wpisuje; a zatem w celu ustalenia, czy informacja ma charakter wewnętrzny, nie trzeba badać, czy jej ujawnienie miało w praktyce znaczny wpływ na cenę instrumentów finansowych.

104. Rozpatrywane przepisy ograniczają się zatem do ustanowienia minimalnych wymogów, w braku których nie można uznać danej informacji za wewnętrzną.

105. W odniesieniu do sprawy rozpatrywanej przed sądem krajowym może to nastąpić w przypadku stwierdzenia, że według kryterium uzasadnionego przewidywania wystąpienie zdarzenia jest niemożliwe lub nieprawdopodobne, co powoduje, że informacja jest pozbawiona odpowiednio dokładnego charakteru (a więc nie jest spełniona pierwsza przesłanka) albo że można wykluczyć jej potencjalną możliwość wpływu na notowania cen (a więc nie jest spełniona druga przesłanka).

106. Wynika z tego, że w przypadku gdy wpływ informacji na notowania papierów wartościowych może być wysoki, wystarczy, że przyszła okoliczność lub przyszłe wydarzenie będą niepewne, ale nie niemożliwe lub nieprawdopodobne.

107. W ramach rozpatrywanej oceny intensywność wpływu na emitenta [34] ma znaczenie w zakresie, w jakim mieści się ona w informacjach dostępnych ex ante, zważywszy, że rozsądny inwestor opiera swoje decyzje na przewidywanym wpływie informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, na wiarygodności źródła informacji oraz na wszelkich innych zmiennych rynkowych, które w danych okolicznościach mogą mieć wpływ na określony instrument finansowy lub na powiązany z nim pochodny instrument finansowy.

108. W każdym razie informacje dostępne ex post mogą być również wykorzystywane w celu potwierdzenia założenia, że informacje dostępne ex ante mogły mieć znaczny wpływ na ceny [35].

109. Dlatego w odniesieniu do drugiego zagadnienia zawartego w drugim pytaniu prejudycjalnym proponuję Trybunałowi, aby rozstrzygnął je, stwierdzając, że:

— w przypadku gdy wpływ informacji na notowania papierów wartościowych może być wysoki, wystarczy, że wystąpienie przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia będzie niepewne, ale nie niemożliwe lub nieprawdopodobne;

— intensywność wpływu na emitenta jest istotna w zakresie, w jakim mieści się w informacjach dostępnych ex ante, natomiast ewentualne informacje dostępne ex post mogą być wykorzystywane w celu potwierdzenia założenia, że informacje dostępne ex ante mogły mieć znaczny wpływ na ceny.

33 — Wyżej wymieniony w przypisie 6, pkt 69.

34 — Motyw 1 dyrektywy 2003/124 wyraźnie odnosi się do przewidywanego wpływu informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności.

35 — Wynika to z motywu 2 dyrektywy 2003/124.

## VII – Wnioski

110. W świetle powyższych uwag proponuję Trybunałowi, aby na pytania zadane przez Bundesgerichtshof udzielił następujących odpowiedzi:

1) Artykuł 1 pkt 1 akapit pierwszy dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) oraz art. 1 ust. 1 dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku należy interpretować w taki sposób, że w przypadku okoliczności faktycznych realizujących się w kilku pośrednich etapach czasowych i zmierzających do zaistnienia określonej okoliczności lub do spowodowania wystąpienia pewnego wydarzenia (tzw. okoliczności faktyczne tworzące się stopniowo) za informacje dokładne, a zatem za informacje wewnętrzne – przy założeniu, że występują wszystkie dodatkowe przesłanki określone w wymienionych dyrektywach – mogą być uważane również informacje o faktach dotyczących etapów pośrednich, które już istnieją lub wystąpiły i które są związane z wystąpieniem przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia.

2) a) Możliwość przewidywania w uzasadniony sposób w rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 nie wymaga, aby prawdopodobieństwo wystąpienia danego wydarzenia lub danej okoliczności było przeważające albo wysokie.

   b) System wprowadzony przez dyrektywy 2003/6 i 2003/124 wymaga tylko, aby – bez uszczerbku dla dwóch elementów określonych w art. 1 ust. 1 dyrektywy 2003/124 – zaistniała dokładna informacja na podstawie oceny ex ante dokonanej przy użyciu kryteriów zarówno przewidywanego wpływu informacji w świetle całej prowadzonej przez danego emitenta działalności, jak i wiarygodności źródła informacji oraz wszelkich innych zmiennych rynkowych, które w danych okolicznościach mogą wpłynąć na określony instrument finansowy lub na powiązany z nim pochodny instrument finansowy.

   c) W przypadku gdy wpływ informacji na notowania papierów wartościowych może być wysoki, wystarczy, że wystąpienie przyszłej okoliczności lub przyszłego wydarzenia będzie niepewne, ale nie niemożliwe lub nieprawdopodobne.

   d) Intensywność wpływu na emitenta jest istotna w zakresie, w jakim mieści się w informacjach dostępnych ex ante, natomiast ewentualne informacje dostępne ex post mogą być wykorzystywane w celu potwierdzenia założenia, że informacje dostępne ex ante mogły mieć znaczny wpływ na ceny.