Zbierka súdnych rozhodnutí

NÁVRHY GENERÁLNEHO ADVOKÁTA
PAOLO MENGOZZI
prednesené 21. marca 2012 [1]

Vec C-19/11

Markus Geltl
proti
Daimler AG

[návrh na začatie prejudiciálneho konania podaný Bundesgerichtshof (Nemecko)]

„Slobodné poskytovanie služieb — Finančné služby — Obchodovanie s využitím dôverných informácií a dôverné informácie — Odstúpenie predsedu predstavenstva — generálneho riaditeľa akciovej spoločnosti z funkcie — Prípadné zohľadnenie rôznych konzultácií a činností, ktoré predchádzali dotknutej udalosti na účely posúdenia presnosti takejto informácie — Smernica 2003/6/ES, tzv. zneužívanie trhu — Smernica 2003/124/ES, ktorou sa vykonáva smernica 2003/6/ES“

I – Úvod

1. V tomto prejudiciálnom konaní Bundesgerichtshof (Spolkový súdny dvor) Spolkovej republiky Nemecko kladie Súdnemu dvoru otázku týkajúcu sa výkladu smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES [2] z 28. januára 2003 o obchodovaní s využitím dôverných informácií a o manipulácii s trhom (zneužívanie trhu) a smernice Komisie 2003/124/ES [3] z 22. decembra 2003, ktorou sa vykonáva smernica Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokiaľ ide o vymedzenie a zverejňovanie dôverných informácií a vymedzenie manipulácie s trhom.

II – Právny rámec

A – *Právna úprava Spoločenstva*

2. Článok 1 ods. 1 bod 1 smernice 2003/6 uvádza:

„Na účely tejto smernice:

1. ‚Dôverná informácia‘ je presná informácia, ktorá nebola zverejnená, priamo alebo nepriamo súvisiaca s jedným alebo viacerými emitentmi finančných nástrojov alebo s jedným alebo viacerými finančnými nástrojmi a ktorá, ak by sa uverejnila, by pravdepodobne mala významný vplyv na ceny týchto finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich finančných nástrojov.

…“

1 — Jazyk prednesu: taliančina.

2 — Ú. v. EÚ L 96, s. 16; Mim. vyd. 06/004, s. 367.

3 — Ú. v. EÚ L 339, s. 70; Mim. vyd. 06/006, s. 348.

3. Článok 6 smernice 2003/6 stanovuje, že:

„1. Členské štáty zabezpečia, aby emitenti finančných nástrojov bezodkladne informovali verejnosť o dôverných informáciách, ktoré sa priamo týkajú týchto emitentov.

Bez toho, aby boli dotknuté opatrenia prijaté na dosiahnutie súladu s ustanoveniami prvého pododseku, členské štáty zabezpečia, aby emitenti počas primeraného obdobia uviedli na svojich internetových stránkach všetky dôverné informácie, pri ktorých sa vyžaduje, aby boli zverejnené.

2. Emitent môže na základe svojej vlastnej zodpovednosti odložiť uverejnenie dôverných informácií podľa odseku 1, aby neboli dotknuté jeho oprávnené záujmy[,] za podmienky, že tento odklad nebude spôsobilý zavádzať verejnosť a za podmienky, že emitent dokáže zabezpečiť dôvernosť týchto informácií. Členské štáty môžu vyžadovať, aby emitent bezodkladne informoval príslušný orgán o rozhodnutí odložiť zverejnenie dôverných informácií.

…“

4. Článok 1 smernice 2003/124 stanovuje:

„1. Na účely uplatňovania bodu 1 článku 1 smernice 2003/6/ES sa za presnú informáciu považuje informácia, ktorá naznačuje rad okolností, ktoré nastali alebo o ktorých sa môže odôvodnene predpokladať, že nastanú, alebo udalosť, ktorá nastala alebo je odôvodnené očakávať, že nastane, a ktorá je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodenie záveru o možnom vplyve tohto radu okolností alebo udalosti na ceny finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

2. Na účely uplatňovania bodu 1 článku 1 smernice 2003/6/ES ‚informácia, pri ktorej je pravdepodobné, že ak by sa zverejnila, pravdepodobne by mala významný vplyv na ceny týchto finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich odvodených finančných nástrojov‘ je informácia, ktorú by uvážlivý investor pravdepodobne použil ako súčasť základne svojich investičných rozhodnutí“.

5. V článku 2 ods. 3 smernice 2003/124 sa uvádza:

„…

3. Akékoľvek významné zmeny týkajúce sa už zverejnených dôverných informácií sú zverejnené bezodkladne po tom, ako tieto zmeny nastali, a to rovnakým spôsobom, aký bol použitý na zverejnenie pôvodných informácií.“

6. Článok 3 smernice 2003/124 stanovuje:

„1. Na účely uplatňovania článku 6 ods. 2 smernice 2003/6/ES sa oprávnené záujmy môžu konkrétne týkať okolností uvedených v nasledujúcom, nie vyčerpávajúcom zozname:

a) prebiehajúce rokovania alebo s nimi súvisiace prvky, keď je pravdepodobné, že výsledok alebo normálny priebeh týchto rokovaní by bol ovplyvnený zverejnením. Najmä v prípade, ak je finančná životaschopnosť emitenta vážne a bezprostredne ohrozená, avšak nie v rozsahu pôsobnosti príslušných zákonov o úpadku, môže sa zverejnenie informácie odložiť na obmedzené časové obdobie, ke[ď] by takéto zverejnenie vážne ohrozilo záujem existujúcich a potenciálnych akcionárov narušením záveru konkrétnych rokovaní, ktoré majú zabezpečiť dlhodobé finančné oživenie emitenta;

b) prijaté rozhodnutia alebo zmluvy uzatvorené riadiacim orgánom emitenta, ktoré musí schváliť iný orgán emitenta, aby boli platné, keď organizácia takéhoto emitenta vyžaduje oddelenie týchto orgánov, za predpokladu, že zverejnenie informácií pred takýmto schválením spoločne so súčasným oznámením, že schvaľovanie stále prebieha, by ohrozilo správne posúdenie informácie verejnosťou.

…“

B – *Vnútroštátna právna úprava*

7. § 13 ods. 1 WpHG (*Wertpapierhandelsgesetz*, zákon o obchodovaní s cennými papiermi), ktorým sa vykonáva článok 1 ods. 1 bod 1 smernice 2003/6 a článok 1 ods. 1 smernice 2003/124, stanovuje, že dôverná informácia je „presná informácia o okolnostiach, ktoré nie sú verejne známe a vzťahujú sa k jednému alebo viacerým emitentom *Insiderpapiere* [4], alebo priamo k týmto *Insiderpapiere*, a v prípade ich zverejnenia sú spôsobilé výrazne ovplyvniť cenu týchto *Insiderpapiere* na burze alebo na trhu. Spôsobilosť informácie mať takýto vplyv je daná, ak by ju uvážlivý investor zohľadnil pri svojom investičnom rozhodnutí. Na účely tohto právneho predpisu sa za relevantné okolnosti považujú aj tie okolnosti, pri ktorých je možné s dostatočnou pravdepodobnosťou predpokladať, že nastanú v budúcnosti…“.

8. § 15 ods. 1 WpHG stanovuje, že „každý tuzemský emitent finančných nástrojov musí bezodkladne uverejniť dôverné informácie, ktoré sa ho bezprostredne týkajú…“.

III – Skutkový stav a prejudiciálne otázky

9. Po konaní valného zhromaždenia spoločnosti Daimler AG 6. apríla 2005 sa pán Schrempp, predseda predstavenstva, zaoberal myšlienkou odstúpiť z tejto funkcie pred uplynutím svojho funkčného obdobia trvajúceho do roku 2008 a túto okolnosť oznámil najprv svojej manželke, ktorá vo funkcii riaditeľky viedla jeho kanceláriu.

10. Dňa 17. mája 2005 pán Schrempp prediskutoval svoj úmysel s predsedom dozornej rady spoločnosti Daimler AG.

11. O plánoch pána Schremppa boli 1. júna 2005 informovaní ďalší dvaja členovia dozornej rady a najneskôr, 15. júna 2005, pán Zetsche, ktorý sa mal stať nástupcom pána Schremppa.

12. Dňa 6. júla 2005 bola informovaná aj vedúca sekretariátu.

13. Od 10. júla 2005 pracovali riaditeľ pre styk s verejnosťou, pani Schrempp a vedúca sekretariátu na tlačovej správe, verejnom vyhlásení a liste pre spolupracovníkov spoločnosti.

14. Pán Schrempp a predseda dozornej rady sa 18. júla 2005 dohodli na tom, že na zasadnutí dozornej rady, ktoré bolo už predtým zvolané na 28. júla 2005, navrhnú predčasné odstúpenie pána Schremppa z funkcie a vymenovanie pána Zetscheho za jeho nástupcu, pričom v pozvánke na zasadnutie sa o dotknutom probléme nič neuvádzalo.

15. Okrem toho na 27. júla 2005 na 17.00 už bolo zvolané zasadnutie predsedníckeho výboru dozornej rady a ani pozvánka na toto zasadnutie neobsahovala žiadny náznak o odstúpení pána Schremppa z jeho funkcie.

4 — Cenné papiere, na ktorých predaj a nákup nemajú osoby disponujúce dôvernými informáciami právo.

16. Dňa 25. júla 2005 prediskutoval pán Schrempp túto otázku s členom dozornej rady, ktorý bol zároveň predsedom koncernovej a celopodnikovej rady.

17. Po prediskutovaní tejto otázky s ostatnými zástupcami zamestnancov a s pánom Zetschem uvedený člen dozornej rady 27. júla 2005 oznámil pánovi Schremppovi, že zástupcovia zamestnancov budú s touto výmenou osôb vo funkcii predsedu predstavenstva súhlasiť.

18. V ten istý deň, 27. júla 2005, boli ešte pred začatím zasadnutia predsedníckeho výboru informovaní o tomto dianí ďalší jeho dvaja členovia.

19. Predsednícky výbor sa 27. júla 2005 uzniesol, že dozornej rade na druhý deň navrhne odsúhlasenie predčasného odstúpenia pána Schremppa ku koncu roka 2005 a vymenovanie pána Zetscheho za jeho nástupcu.

20. Dňa 27. júla 2005 o 18.30 pán Schrempp informoval o zamýšľanej zmene jedného z troch členov predstavenstva a o 19. hodine ďalších dvoch.

21. Dňa 27. júla 2005 o 19.30 sa konala večera zástupcov majiteľov podielov z radov členov dozornej rady, na ktorej sa hovorilo najmä o návrhu predsedníckeho výboru.

22. Dňa 28. júla 2005 okolo 9.50 sa dozorná rada uzniesla, že pán Schrempp odstúpi z funkcie ku koncu roka a že pán Zetsche sa stane jeho nástupcom.

23. Spoločnosť Daimler AG odoslala 28. júla 2005 o 10.02 *ad hoc* oznámenie o uvedených skutočnostiach vedeniam búrz a Spolkovému úradu pre dohľad nad finančným trhom (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, nazývaný aj BaFin).

24. Dotknuté oznámenie bolo potom o 10.32 zverejnené v databáze oznámení Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (nemecká spoločnosť pre zverejňovanie *ad hoc*).

25. Hodnota kurzu akcií spoločnosti Daimler AG, ktorá 28. júla 2005 v čase otvorenia burzy dosiahla 36,50 eura, sa zvýšila najskôr na 40,40 eura a potom až na 42,95 eura.

26. Viacerí investori, ktorí predali svoje akcie predtým, ako po oznámení informácie o odstúpení pána Schremppa na konci roka 2005 z jeho funkcie stúpla ich hodnota, podali žalobu, ktorou sa domáhali náhrady vzniknutej škody z dôvodu, že predmetné oznámenie bolo podľa ich názoru oneskorené.

27. Oberlandesgericht Stuttgart (Najvyšší krajinský súd v Stuttgarte, Nemecko) v rozhodnutí vydanom 15. februára 2007 vo vzorovom konaní konštatoval, že v prejednávanej veci vznikla dôverná informácia až v okamihu prijatia uznesenia dozornej rady 28. júla 2005 okolo 9.50 a že táto informácia bola bezodkladne zverejnená.

28. Bundesgerichtshof uznesením z 25. februára 2008 toto rozhodnutie zrušil a vrátil vec Oberlandesgericht Stuttgart.

29. Rozhodnutím z 22. apríla 2009 Oberlandesgericht opätovne zamietol návrh na náhradu škody a určil, že v období od 17. mája 2005 do prijatia uznesenia dozornej rady 28. júla 2005 nevznikla žiadna dôverná informácia týkajúca sa jednostranného vyhlásenia o odstúpení z funkcie, ktoré pán Schrempp spravil pred predsedom dozornej rady.

30. V rozsahu relevantnom pre prejednávanú vec Oberlandesgericht Stuttgart vo svojom rozhodnutí najmä dospel k záveru, že jednotlivé etapy, ktoré nakoniec viedli k dohodnutému odstúpeniu pána Schremppa z funkcie a k jeho nahradeniu pánom Zetschem, sa nepovažujú za dôverné informácie, pretože uskutočnenie zámeru odstúpiť z funkcie vyjadreného pánom Schremppom mohlo mať síce vplyv na kurz akcií, ale z pohľadu uvážlivého investora nemohlo byť považované za dostatočne pravdepodobné.

31. Bundesgerichtshof, ktorému bola opätovne predložená vec na rozhodnutie o opravnom prostriedku proti poslednému rozhodnutiu Oberlandesgericht, mal pochybnosti týkajúce sa výkladu smernice 2003/6 a smernice 2003/124, a preto položil Súdnemu dvoru tieto dve prejudiciálne otázky:

„1. Je na uplatnenie článku 1 bodu 1 smernice 2003/6 a článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 pri časovo natiahnutom priebehu, pri ktorom sa prostredníctvom viacerých etáp uskutočňuje určitá okolnosť alebo má byť spôsobená určitá udalosť, potrebné prihliadať iba na to, či sa má táto budúca okolnosť alebo budúca udalosť považovať za presnú informáciu podľa týchto ustanovení smerníc, a v dôsledku toho preskúmať, či je možné odôvodnene predpokladať, že táto budúca okolnosť alebo budúca udalosť nastane, alebo pri takomto časovo natiahnutom priebehu môžu byť presnými informáciami v zmysle uvedených ustanovení smerníc aj etapy, ktoré už existujú alebo nastali a ktoré sú spojené s uskutočnením budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti?

2. Vyžaduje pojem ‚odôvodnené očakávanie' v zmysle článku 1 ods. 1 smernice 2003/124/ES posúdenie pravdepodobnosti na úrovni prevažujúcej alebo vyššej pravdepodobnosti, alebo treba okolnosti, pri ktorých je možné odôvodnene predpokladať, že v budúcnosti nastanú, alebo udalosti, pri ktorých je možné odôvodnene očakávať ich vznik, chápať v tom zmysle, že miera pravdepodobnosti závisí od rozsahu dôsledkov pre emitenta a že k vyššej spôsobilosti ovplyvniť kurz postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti je neistý, ale nie nepravdepodobný?“

IV – Konanie pred Súdnym dvorom

32. Písomné pripomienky predložili žalobca vo veci samej, spoločnosť Daimler AG, tretí vedľajší účastník konania, portugalská, česká, estónska, belgická a talianska vláda, vláda Spojeného kráľovstva a Komisia.

33. Na pojednávaní 2. februára 2012 vystúpili žalobca vo veci samej, spoločnosť Daimler AG, tretí vedľajší účastník konania, ako aj portugalská, estónska vláda, vláda Spojeného kráľovstva a Komisia.

V – O prvej prejudiciálnej otázke

34. Svojou prvou prejudiciálnou otázkou Bundesgerichtshof v podstate požiadal Súdny dvor, aby objasnil, či za informácie, ktoré musia emitenti finančných produktov z dôvodu, že spadajú pod pojem dôverná informácia podľa článku 1 ods. 1 bodu 1 smernice 2003/6 a článku 1 ods. 1 smernice 2003/124, zverejňovať, možno považovať informácie o konkrétnych udalostiach týkajúcich sa jednotlivých etáp časovo natiahnutého priebehu, prostredníctvom ktorých sa uskutočňuje určitá udalosť a ktoré teda na základe príčinnej súvislosti predchádzajú budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti uvedeným v citovaných smerniciach, ak môžu mať významný vplyv na ceny týchto finančných nástrojov alebo na ceny odvodených finančných nástrojov.

35. Zo skúmania dotknutej právnej úpravy vyplýva, že za dôverné informácie možno považovať, pokiaľ sú splnené aj ostatné podmienky stanovené v smerniciach 2003/6 a 2003/124, nielen informácie o budúcich okolnostiach a udalostiach, o ktorých sa dá predpokladať, že nastanú, ale aj tie, ktoré sa týkajú jednotlivých etáp časovo natiahnutého priebehu, ktoré sú spojené s uskutočnením budúcich okolností alebo udalostí, ktoré môžu mať významný vplyv na ceny finančných nástrojov alebo ceny odvodených finančných nástrojov upravených vyššie uvedenými smernicami.

36. Po prvé článok 1 ods. 1 bod 1 smernice 2003/6 v súlade s odôvodením č. 16 tejto smernice vymedzuje pojem dôverná informácia tak, že zdôrazňuje najmä skutočnosť, že na účely takejto definície musí byť možné považovať takú informáciu za presnú [5], ktorá okrem toho, že nebola zverejnená, musí byť, ak by sa uverejnila, spôsobilá významne ovplyvniť ceny finančných nástrojov alebo ceny súvisiacich finančných nástrojov.

37. Z toho vyplýva, že nie je nevyhnutné, aby informácia, ktorá musí byť oznámená, bola konečná, alebo v každom prípade to, že nie je *a priori* vylúčený význam okolností, ktoré sa uskutočňujú prostredníctvom viacerých etáp natiahnutého časového priebehu, ale ukladá sa iba povinnosť zverejniť každú informáciu, ktorá sa napriek tomu, že sa týka týchto etáp časovo natiahnutého priebehu, zjavne vyznačuje tým, že je presná a že môže mať, ak by sa rozšírila, významný vplyv na ceny finančných nástrojov alebo na ceny súvisiacich finančných nástrojov.

38. Na účely vzniku povinnosti zverejnenia informácie nie je relevantné, kedy v rámci časovo natiahnutého priebehu informácia vznikla, ale jej presnosť a okrem nezverejnenia informácie jej spôsobilosť významne ovplyvniť cenu akcií na trhu.

39. Treba totiž konštatovať, že hodnota finančných nástrojov emitovaných hospodárskym subjektom nie je nevyhnutne ovplyvnená len jedným faktorom, ale môže závisieť od viacerých, často na seba chronologicky nadväzujúcich skutočností.

40. Pokiaľ ide o článok 1 ods. 1 smernice 2003/124, ten pri vymedzení presnej informácie neodkazuje iba na jednotlivé udalosti, ktoré nastali, ale aj na „rad okolností, ktoré nastali alebo o ktorých sa môže odôvodnene predpokladať, že nastanú“, a na informáciu, ktorá „je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodenie záveru o možnom vplyve tohto radu okolností“.

41. Toto ustanovenie na účely vzniku povinností zverejniť informácie zdôraznilo aj význam jednotlivých etáp časovo natiahnutého priebehu, prostredníctvom ktorých sa uskutočňuje určitá udalosť, pretože postavilo na rovnakú úroveň jednak jednotlivé udalosti a všetky okolnosti, ktoré im môžu predchádzať, a jednak okolnosti, ktoré už existujú, a budúce okolnosti a obidvom prisúdilo rovnakú hodnotu.

42. Rovnako je to aj v prípade článku 2 ods. 3 smernice 2003/124, ktorý stanovuje, že akékoľvek významné zmeny týkajúce sa už zverejnených dôverných informácií sú zverejnené bezodkladne po tom, ako tieto zmeny nastali, a to rovnakým spôsobom, aký bol použitý na zverejnenie pôvodných informácií.

43. Uvedené závery sú ďalej podporené ustanovením článku 3 smernice 2003/124, ktorý v súlade s odôvodnením 5 tejto smernice a na účely uplatňovania článku 6 ods. 2 smernice 2003/6 zahŕňa medzi oprávnené záujmy, ktoré odôvodňujú nezverejnenie dôverných informácií, viaceré okolnosti, ktoré sa vo väčšine prípadov zjavne týkajú jednotlivých etáp natiahnutého časového priebehu, ako sú prebiehajúce rokovania alebo prijaté rozhodnutia alebo zmluvy uzatvorené riadiacim orgánom emitenta, ktoré musí schváliť iný orgán emitenta, aby boli platné, keď organizácia takého emitenta vyžaduje oddelenie týchto orgánov.

5 — Definícii tohto pojmu sa venuje zvláštna pozornosť v rámci skúmania druhej prejudiciálnej otázky.

44. Skutočnosť, že smernica 2003/124 oprávňuje emitentov nezverejniť informácie o skutočnostiach týkajúcich sa jednotlivých etáp časovo natiahnutého priebehu, prostredníctvom ktorých sa uskutočňuje určitá udalosť, o ktorej sa dá predpokladať, že nastane až v budúcnosti (vo vyššie uvedených prípadoch výlučne vtedy, keď bude rokovanie úspešne zavŕšené, alebo po schválení prijatých rozhodnutí a zmlúv uzatvorených riadiacim orgánom emitenta iným príslušným orgánom), preukazuje, že za normálnych okolností sa informácie tohto druhu, pokiaľ sú splnené ostatné podmienky uvedené v dotknutých smerniciach, musia zverejňovať.

45. Výklad pojmu dôverná informácia, podľa ktorého nie je možné kvalifikovať ako dôvernú, hoci sú splnené aj ďalšie podmienky uvedené v smerniciach 2003/6 a 2003/124, aj informáciu o skutočnostiach týkajúcich sa jednotlivých etáp časovo natiahnutého priebehu, prostredníctvom ktorých sa uskutočňuje určitá udalosť, o ktorej sa dá predpokladať, že nastane až v budúcnosti, nenachádza teda v znení týchto smerníc z formálneho hľadiska nijakú oporu.

46. Vzhľadom na cieľ smerníc 2003/6 a 2003/124 a na nástroje, ktoré tieto smernice stanovujú na jeho dosiahnutie, nemožno dospieť k inému názoru.

47. Uvedený cieľ vyplýva po prvé z odôvodnení 2 a 12 smernice 2003/6, ktoré objasňujú, že právne predpisy proti zneužívaniu trhu, ktoré zahŕňa obchodovanie s využitím dôverných informácií a manipuláciu s trhom, sleduje cieľ zabezpečiť integritu finančných trhov Spoločenstva a zvýšiť dôveru investorov v tieto trhy, ktoré sú nevyhnutnou podmienkou hospodárskeho rastu a blahobytu.

48. Ako jasne zdôrazňuje odôvodnenie 24 smernice 2003/6, rýchle a čestné zverejnenie informácií zvyšuje integritu trhu, pričom naopak, selektívne zverejnenie emitentmi môže viesť k strate dôvery investorov v integritu finančných trhov.

49. Závery uvedené v bodoch 47 a 48 vyššie sú potvrdené najmä v rozsudku Spector Photo Group a Van Raemdonck [6], v ktorom Súdny dvor uviedol, že cieľ smernice 2003/6 spočíva v ochrane integrity finančných trhov a vo zvýšení dôvery investorov v tieto trhy, a spresnil, že táto dôvera sa zakladá najmä na zabezpečení, že sa investori budú nachádzať v rovnakom postavení a že budú chránení proti nezákonnému používaniu dôvernej informácie.

50. V tejto súvislosti Súdny dvor ďalej objasnil, že cieľom zákazu obchodovania s využitím dôverných informácií je predísť tomu, aby jedna z osôb, ktorá disponuje dôvernou informáciou, z nej ťažila na úkor osôb, ktorým táto informácia nie je známa, [7] bez toho, aby bola z dôvodu jej výhodnejšieho postavenia vyplývajúceho z tejto informačnej asymetrie vystavená rovnakým rizikám ako ostatné subjekty.

51. Preto by nebolo v súlade s cieľom smernice 2003/6 a s nástrojmi zavedenými touto smernicou na jeho uskutočnenie, ktoré sú uvedené v bodoch 47 a 48 týchto návrhov a na ktoré poukazuje rozsudok Spector Photo Group a Van Raemdonck, keby sa vzhľadom na prejednávanú vec prijal výklad pojmu dôverná informácia, ktorý by umožnil osobám disponujúcim dôvernými informáciami, ktoré sú spojené s uskutočnením budúcich okolností a ktoré môžu ovplyvniť hodnotu akcií, uvedené informácie nezverejniť.

6 — Rozsudok z 23. decembra 2009, C-45/08 (Zb. s. I-12073, body 37, 47, 61 a 62), v ktorom Súdny dvor prevzal úvahy už uvedené v rozsudkoch z 22. novembra 2005, Grøngaard a Bang (C-384/02, Zb. s. I-9939, body 22 a 33), a z 10. mája 2007, Georgakis (C-391/04, Zb. s. I-3741, bod 38).

7 — Rozsudok Spector Photo Group a Van Raemdonck, už citovaný, body 47 a 48.

52. To by bolo v rozpore s požiadavkou rýchleho a čestného zverejnenia informácií, ktoré môžu ovplyvniť finančné trhy, a nebola by teda chránená ani integrita týchto trhov, ani dôvera investorov, pretože pre obchodovanie s využitím dôverných informácií, ktoré je dotknutými smernicami zakázané, býva typické práve využívanie informácií naznačujúcich vznik budúcich udalostí, ktoré môžu ovplyvniť kurz akcií.

53. Smernice 2003/6 a 2003/124 majú za cieľ chrániť integritu trhu a dôveru investorov, preto musí byť investorom umožnené, aby prijímali svoje rozhodnutia a niesli za ne zodpovednosť po získaní a posúdení každej relevantnej informácie, ktorá môže ovplyvniť hodnotu akcií.

54. Preto treba vylúčiť výklad pojmu dôverná informácia, ktorý by so zreteľom na úzky vzťah existujúci medzi týmto pojmom a zákazom obchodovania s využitím dôverných informácií mal za následok rozšírenie rámca informácií, ktoré nemusia byť zverejnené, a zníženie počtu zneužívajúcich správaní, ktoré sú smernicami 2003/6 a 2003/124 zakázané.

55. Výbor európskych regulačných orgánov cenných papierov (CESR)[8] vo svojich usmerneniach o uplatňovaní smernice 2003/06 z júla 2007[9] okrem iného v bode 1.6 uviedol, že ak sa informácia týka okolnosti, ktorá sa uskutočňuje prostredníctvom viacerých etáp časovo natiahnutého priebehu, každá z týchto etáp, rovnako ako celý priebeh, môže byť považovaná za presnú informáciu („if the information concerns a process which occurs in stages, each stage of the process as well as the overall process could be information of a precise nature“), a v bode 1.7 ďalej uviedol, že na to, aby bola informácia považovaná za presnú, nie je nevyhnutné, aby bola úplná („In addition, it is not necessary for a piece of information to be comprehensive to be considered precise“).

56. Na záver skúmania prvej prejudiciálnej otázky teda navrhujem, aby Súdny dvor odpovedal na ňu tak, že článok 1 ods. 1 bod 1 smernice 2003/6 a článok 1 ods. 1 smernice 2003/124 sa musia vykladať v tom zmysle, že pri časovo natiahnutom priebehu, pri ktorom sa prostredníctvom viacerých etáp uskutočňuje určitá okolnosť alebo má byť spôsobená určitá udalosť (tzv. časovo natiahnutý priebeh), sa za presné, a teda dôverné informácie môžu považovať, pokiaľ sú splnené všetky ďalšie podmienky stanovené v uvedených smerniciach, aj informácie o skutočnostiach týkajúcich sa jednotlivých etáp, ktoré už existujú alebo nastali a ktoré sú spojené s uskutočnením budúcej okolnosti alebo udalosti.

VI – O druhej prejudiciálnej otázke

57. Druhou prejudiciálnou otázkou Bundesgerichtshof položil Súdnemu dvoru v podstate dve navzájom úzko spojené otázky, ktorými ho žiada o objasnenie:

a) po prvé, či výraz „odôvodnene predpokladať“ podľa článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 vyžaduje posúdenie pravdepodobnosti na úrovni prevažujúcej alebo vyššej pravdepodobnosti;

b) po druhé, či okolnosti, pri ktorých je možné odôvodnene predpokladať, že nastanú, alebo udalosti, pri ktorých možno odôvodnene predpokladať ich vznik, treba chápať v tom zmysle, že miera pravdepodobnosti závisí od rozsahu dôsledkov pre emitenta a že k vyššej spôsobilosti ovplyvniť kurz akcií postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo udalosti je neistý, ale nie nepravdepodobný.

8 — Od 1. januára 2011 nahradený Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy.

9 — Ide o druhý súbor usmernení a informácií o spoločnom uplatňovaní smernice (second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market).

58. Prvá z dvoch otázok uvedených v bode 57 je relevantná na vyriešenie sporu prejednávaného pred vnútroštátnym súdom, pretože smeruje k určeniu toho, kedy sa pri časovo natiahnutom priebehu, ako je to v prejednávanej veci, dá na účely článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 predpokladať, že udalosť, ktorá bola oznámená pred jej uskutočnením prostredníctvom informácie, s ktorou sa nakladá ako s dôvernou, bude môcť konkrétne nastať.

59. Ak sa totiž vyžaduje značná alebo vysoká miera pravdepodobnosti, že udalosť nastane (názor, ktorý v zásade zastáva Oberlandesgericht Stuttgart), informácia o zamýšľanom odstúpení pána Schremppa mala byť oznámená až vtedy, keď jeho návrh na odstúpenie prijala dozorná rada, ktorá sa 28. júla 2005 uzniesla v tomto zmysle, alebo v každom prípade až vtedy, keď bolo 27. júla 2005 jeho odstúpenie schválené predsedníckym výborom, ktorý navrhol dozornej rade, aby na svojom zasadnutí 28. júla 2005 podporila návrh pána Schremppa.

60. Informáciu o nahradení pána Schremppa by bolo možné právom považovať za presnú až po prijatí týchto rozhodnutí a spoločnosť Daimler AG by teda nebola už predtým povinná zverejniť informácie týkajúce sa prebiehajúceho interného konania.

61. Inak by to bolo v prípade, keby sa na vznik dôvernej informácie považovalo za postačujúce, že nastanú okolnosti, v dôsledku ktorých je nástup budúcej udalosti neistý, ale nie nepravdepodobný.

62. V takom prípade mohla dôverná informácia podľa vnútroštátneho súdu vzniknúť, najmä vzhľadom na skutočne významné pohyby kurzu cenných papierov po oznámení o nahradení pána Schremppa, už v okamihu, keď pán Schrempp 17. mája 2005 oznámil predsedovi dozornej rady svoj zámer odstúpiť ku koncu roka z funkcie; takže akcionári ako pán Geltl mali byť v ten deň informovaní o tejto skutočnosti a svoje akcie by uvážene predali za vyššiu cenu, za akú ich skutočne predali, alebo by si ich možno ponechali.

63. Na úvod treba zdôrazniť, že pochybnosti vnútroštátneho súdu môžu vychádzať z doslovného znenia nemeckej verzie článku 1 ods. 1 smernice 2003/124, ktorý v súvislosti s uskutočnením budúcich okolností alebo udalostí odkazuje na kritérium „dostatočnej pravdepodobnosti“ („… man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann“), čím sa odlišuje od väčšiny iných jazykových znení uvedeného článku,[10] ktoré v zásade používajú kritérium „odôvodnene predpokladať“.

64. Okrem toho sa na rozdiel od názoru vnútroštátneho súdu a mnohých účastníkov konania, ktorí v rámci tohto konania predložili svoje pripomienky, domnievam, že výklad článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 nesmie byť zameraný výlučne na kritérium „pravdepodobnosti“.

65. Ako totiž na pojednávaní správne zdôraznila aj estónska vláda, podľa ustálenej judikatúry nemôže byť formulácia použitá v jednej z jazykových verzií ustanovenia práva Únie chápaná ako jediný základ výkladu tohto ustanovenia alebo sa v tejto súvislosti považovať za ustanovenie, ktoré má prednosť pred inými jazykovými verziami, pretože takýto prístup by nebol v súlade s požiadavkou jednotnosti pri uplatňovaní práva Únie.[11]

66. Na účely odpovede na prvú z týchto otázok treba prihliadať na to, že výraz, ktorého výklad sa má podať v rámci tohto sporu, je obsiahnutý v smerniciach upravujúcich zaobchádzanie s dôvernými informáciami a ich zverejňovanie.

10 — Pozri najmä znenie francúzske („on peut raisonnablement penser“), anglické („may reasonably be expected“), talianske („si possa ragionevolmente ritenere“), španielske („pueden darse razanablemente“), holandské („waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen“), maltské („b'mod raġjonevoli jiġi“), rumunské („există motive raționale de a crede“), estónske („mõistliku eelduse kohaselt“), fínske („kohtuudella olettaa toteutuvan“), lotyšské („ir pamats uzskatīt“), švédske („rimligtvis“), poľské („uzasadniony przewidywać“), slovenské („odôvodnene predpokladať“) a portugalské („razoavelmente previsíveis“).

11 — Pozri v tomto zmysle rozsudky z 25. marca 2010, Helmut Müller, C-451/08, Zb. s. I-2673, bod 38, a z 3. marca 2011, Komisia/Holandsko, C-41/09, Zb. s. I-831, bod 44.

67. Z toho vyplýva, že výraz odôvodnene predpokladať treba vykladať v spojení so všetkými ďalšími skutočnosťami, na základe ktorých možno považovať informáciu za dôvernú.

68. Najskôr treba zobrať do úvahy, že dotknutý výraz je v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 zahrnutý do kontextu, v ktorom sa informácia vymedzuje ako presná, ak sú kumulatívne splnené dve podmienky, a to:

a) že naznačuje rad okolností, ktoré nastali alebo o ktorých sa môže odôvodnene predpokladať, že nastanú, alebo udalosť, ktorá nastala alebo je odôvodnené očakávať, že nastane;

b) že táto informácia je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodiť záver o možnom vplyve tohto radu okolností alebo tejto udalosti na ceny finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

69. Aj keď je teda výraz „odôvodnene predpokladať“ použitý v rámci prvej podmienky stanovenej v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 [bod 68 písm. a) týchto návrhov], nemožno ho posudzovať oddelene, ale spolu s ďalšou podmienkou uvedenou v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124, hoci sa od nej logicky odlišuje, ktorá sa týka možnosti vyvodenia záveru, z dôvodu dostatočnej konkrétnosti informácie, o vplyve radu okolností alebo udalosti na pohyb cien finančných nástrojov alebo cien súvisiacich odvodených finančných nástrojov [bod 68 písm. b) týchto návrhov].

70. Každá z týchto dvoch podmienok, a to aj vtedy, keď sú vyvážené, môže mať v konkrétnom prípade väčšiu váhu ako tá druhá, za predpokladu, že ani jedna z nich nie je celkom nesplnená tak, aby pokiaľ ide o výraz „odôvodnene predpokladať“, bolo aspoň pravdepodobné, že predmetná okolnosť alebo udalosť nastanú, a aby si informácia zachovala prinajmenšom takú konkrétnosť, aby umožnila považovať uvedenú informáciu za presnú.

71. Navyše výraz „odôvodnene predpokladať“, ktorý sa má použiť v prípade ako v prejednávanej veci,[12] sa musí vymedziť vzhľadom na osobu tzv. uvážlivého investora (výslovne uvedený v článku 1 ods. 2 smernice 2003/124), to znamená investora, ktorý posudzuje informácie týkajúce sa budúcich okolností alebo udalostí podľa objektívneho kritéria odôvodneného očakávania, a nie sledovaním čisto špekulatívnych cieľov.

72. So zreteľom na vyššie uvedené úvahy o úzkom vzťahu[13] medzi prvou a druhou podmienkou, ktoré stanovuje článok 1 ods. 1 smernice 2003/124[14], a na význam, v akom táto smernica používa pojem uvážlivý investor, sa treba domnievať, že informácia je presná a že dotknutá podmienka odôvodneného očakávania je teda splnená vtedy, ak táto informácia môže mať vplyv na rozhodovanie investora za predpokladu, že je s ňou oboznámený a považuje ju za informáciu, ktorá naznačuje, že udalosť alebo rad okolností[15] pravdepodobne nastane, a ktorá je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodiť záver o možnom vplyve na ceny dotknutých finančných nástrojov alebo súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

12 — S dôsledkami, ktoré z dôvodov uvedených v bodoch 68 až 70 týchto návrhov vyplývajú z tohto pojmu na účely kvalifikácie informácie ako presnej.

13 — Tento vzťah odráža skutočnosť, že zo všetkých okolností, ktoré musí uvážlivý investor zohľadniť pri prijímaní svojich investičných rozhodnutí, nevyhnutne najviac prihliada práve na to, či je možné vyvodiť záver o vplyve týchto okolností a udalostí na pohyb cien finančných nástrojov.

14 — Pozri bod 68 týchto návrhov.

15 — Tým sa prijalo veľmi podobné kritérium, ako je kritérium nazývané total mix, vypracované právnou vedou a judikatúrou Spojených štátov amerických, s jediným zásadným rozdielom, že dotknutá informácia môže predstavovať aj jedinú z viacerých možných skutočností spôsobilých ovplyvniť investora.
Podľa judikatúry Najvyššieho súdu USA (ktorý sa touto otázkou zaoberal v roku 1976 vo veci TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 1976) sa informácia musí považovať za dôvernú, a teda *material*, t. j. poskytujúcu výhodu, ak je vysoko pravdepodobné, že keby bola známa, uvážlivý investor by ju považoval za skutočnosť, ktorá významne zmenila celý súbor (total mix) dostupných informácií (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. Smernica 2003/124 stanovuje len minimálne podmienky, ktorých splnenie sa vyžaduje na to, aby bolo možné považovať informáciu za presnú a na účely výkladu výrazu „odôvodnene predpokladať“ nevyžaduje ani vysokú mieru pravdepodobnosti, že predmetná okolnosť nastane, ani to, aby bola informácia taká presná, aby sa z nej dal vyvodiť istý alebo takmer istý záver o možnom vplyve na pohyb cien dotknutých finančných nástrojov alebo cien súvisiacich odvodených finančných nástrojov. [16]

74. Dotknutý investor, ako vyplýva z odôvodnenia 1 smernice 2003/124, vychádza pri svojich investičných rozhodnutiach z informácií, ktoré už má k dispozícii, totiž z informácií dostupných *ex ante*, a berie do úvahy očakávaný dopad informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti, spoľahlivosti zdroja informácií a akýchkoľvek iných trhových premenných, ktoré za daných okolností pravdepodobne ovplyvnia príslušný finančný nástroj alebo súvisiaci odvodený finančný nástroj. [17]

75. Odôvodnenie 2 smernice 2003/124 ďalej objasňuje, že sa môžu použiť aj informácie *ex post*, hoci len na overenie predpokladu, že informácia *ex ante* bola cenovo citlivá.

76. Posúdenie informácie *ex ante* má významnú funkciu tak v prospech investorov, ktorých stavia do formálne rovnakého postavenia, ako aj v prospech samotných osôb obchodujúcich s využitím dôverných informácií, ktoré tak môžu usmerniť svoje správanie a podnikať na trhu podľa svojich najlepších možností a v súlade s právom, pretože sa môžu vopred oboznámiť s tým, aké správanie je zakázané, a vyhnúť sa príslušným sankciám, [18] kým posúdenie *ex post* plní inú úlohu, lebo slúži iba na potvrdenie alebo vyvrátenie posúdenia *ex ante*.

77. Hospodárske subjekty musia posúdiť každý prípad individuálne (napríklad estónska vláda na pojednávaní zdôraznila, že dôležitý môže byť aj rozsah dotknutého trhu) a je zjavne nemožné, aby boli pojem uvážlivý investor a výraz odôvodnene predpopkladať vymedzené pre všetky možné prípady univerzálne.

78. V prípade sporu sa rozhodnutie vnútroštátneho súdu o existencii povinnosti zverejnenia osôb, ktoré disponujú informáciami, bude musieť opierať o vyššie uvedené kritériá.

79. Vnútroštátny súd bude teda musieť preskúmať, či uvážlivý investor vyhodnotil na základe informácií dostupných *ex ante* [19] informáciu ako naznačujúcu, že nástup udalosti alebo radu okolností je aspoň pravdepodobný, a ako dostatočne konkrétnu, že umožňuje vyvodiť záver o možnom vplyve na pohyb cien finančných nástrojov alebo cien súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

16 — Informácia teda nie je presná, pokiaľ sa udalosť musí na základe racionálneho uváženia, ak chýba nevyhnutný prvok odôvodneného očakávania, považovať za nemožnú alebo nepravdepodobnú napríklad preto, že táto informácia nie je potvrdená alebo je taká neurčitá, že neumožňuje vyvodiť záver o možnom vplyve na pohyb cien dotknutých finančných nástrojov alebo cien súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

17 — Estónska vláda uviedla na pojednávaní ďalšie okolnosti, ako napríklad právny rámec, obchodnú prax a správanie miestnych investorov (v tomto prípade sa odkazuje na nemecký trh).

18 — Vzhľadom na úvahy rozvinuté spoločnosťou Daimler AG počas pojednávania, ktoré sa týkajú rizík vyplývajúcich z prijatia príliš širokej definície dôvernej informácie v trestnoprávnej oblasti, sa so zreteľom na prejednávanú vec musí zdôrazniť, že práve systém posudzovania informácie *ex ante* poskytuje záruku dostatočne presného vymedzenia inštitútov upravených týmito smernicami a tým vnútroštátnych ustanovení upravujúcich sankcie, ktoré sa na ne musia odvolávať. Treba tiež zdôrazniť, že členské štáty sú podľa článku 14 smernice 2003/6 v každom prípade oprávnené, a nie povinné ukladať trestnoprávne sankcie, pretože sa od nich vyžaduje iba to, aby v súlade so svojimi vnútroštátnymi právnymi predpismi zabezpečili, aby mohli byť prijaté primerané správne opatrenia alebo uložené správne sankcie voči osobám zodpovedným za porušenie ustanovení prijatých na vykonanie tejto smernice. Ustanovenia tejto smernice sú totiž v zásade občianskoprávnymi ustanoveniami, a preto o otázkach týkajúcich sa vypracovania prípadných trestnoprávnych ustanovení v tejto oblasti rozhodujú členské štáty a musia sa riešiť v súlade s ich vnútroštátnym právnym poriadkom.

19 — Ako sa presnejšie uvádza v bode 74 týchto návrhov.

80. Normotvorca Únie zámerne použil výraz odôvodnene predpokladať, a nie pojem pravdepodobnosť alebo možnosť, práve preto, aby potvrdil, že pri kvalifikácii informácií ako dôverných a pri ich odlíšení od informácií, ktoré nimi nie sú, je v každom konkrétnom prípade potrebné venovať osobitnú pozornosť všetkým okolnostiam.

81. Najmä na rozdiel od tvrdenia niektorých účastníkov konania (napríklad Komisie) nie je na účely rozhodnutia v prípadoch, akým je prejednávaná vec, nijako prospešné abstraktné stanovenie osobitnej prahovej hodnoty v percentách, pod ktorou už nie je možné považovať udalosť za udalosť, ktorej nástup možno odôvodnene očakávať. [20]

82. Smernice totiž vyžadujú iba to, aby bola dôverná informácia presná, a odkazujú na zámerne všeobecne stanovené kritérium odôvodneného očakávania, ktoré nemá byť založené na jednoduchom výpočte percenta štatistickej pravdepodobnosti vzniku udalosti, ale ktorého použitie vyžaduje vykonanie oveľa podrobnejšieho a komplexnejšieho posúdenia. [21]

83. Toto posúdenie sa má opierať o podobné predchádzajúce skúsenosti a má byť zamerané na zistenie, či sa uskutočnenie udalosti musí vo všeobecnosti odôvodnene očakávať, a teda či by uvážlivý investor zobral do úvahy možnosť, že táto udalosť nastane s prihliadnutím na očakávaný dopad informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti, spoľahlivosti zdroja informácií a akýchkoľvek iných trhových premenných, ktoré pravdepodobne za daných okolností ovplyvnia príslušný finančný nástroj alebo súvisiaci odvodený finančný nástroj.

84. Úvahy, ktoré spoločnosť Daimler AG uviedla vo svojich pripomienkach, tieto závery nevyvracajú.

85. Daimler AG spochybňuje [22] najmä výklad rozsudku Spector Photo Group a Van Raemdonck [23] podaný vnútroštátnym súdom, podľa ktorého „sa osoba, ktorá má bezprostredný prístup k dôverným informáciám, [vystavuje] za určitých okolností nižším rizikám na trhu ako investor, ktorému vôbec nie je známe, že existuje úmysel spôsobiť určité okolnosti alebo udalosti a že rozhodovací proces sa už začal“ [24].

86. Daimler AG tvrdí, že vnútroštátny súd tým, že nepovažoval za nevyhnutnú existenciu vysokej pravdepodobnosti, že dotknutá udalosť nastane, nesprávne uplatnil zásady vyplývajúce z vyššie uvedeného rozsudku, pretože svoje odôvodnenie nezaložil na abstraktne vymedzenom správaní uvážlivého investora, ale na správaní investora konajúceho so špekulatívnym úmyslom, hoci predmetom smernice 2003/6 je, ako tvrdí sama spoločnosť Daimler AG, ochrana uvážlivého investora, a nie predchádzanie špekulatívnym správaniam. [25]

87. V tejto súvislosti Daimler AG uvádza, že správanie osôb, ktoré disponujú dôvernými informáciami, sa zväčša líši od správania bežného uvážlivého investora najmä preto, lebo konajú odlišným spôsobom a sú motivované odlišnými cieľmi, a práve uvedené osoby budú s väčšou pravdepodobnosťou ako bežný uvážlivý investor zohľadňovať z čisto špekulatívnych dôvodov aj možnosť nepravdepodobných udalostí.

88. S uvedenými úvahami nemožno súhlasiť, pretože sa opierajú o výklad judikatúry Súdneho dvora a dotknutej právnej úpravy, ktorý nezodpovedá cieľu sledovanému dotknutými smernicami.

20 — Ako uviedla na pojednávaní estónska vláda, takto by nebol ponechaný priestor na voľnú úvahu, ktorý je potrebný na zohľadnenie okolností konkrétneho prípadu.

21 — Estónska vláda na pojednávaní zdôraznila, že pri vypracovávaní dotknutých smerníc sa zámerne zvolilo pružnejšie znenie a v zásade sa upustilo od stanovenia percent a prísnych kritérií posudzovania.

22 — Bod 153 písomných pripomienok spoločnosti Daimler AG.

23 — Citovaný v poznámke pod čiarou 6.

24 — Pozri bod 20 návrhu na začatie prejudiciálneho konania.

25 — Písomné pripomienky spoločnosti Daimler AG, bod 154.

89. Ako už bolo uvedené v bode 49 týchto návrhov, rozsudok Spector Photo Group a Van Raemdonck [26] objasnil, že cieľom smernice 2003/6 je ochrana integrity finančných trhov a zvýšenie dôvery investorov, ktorá spočíva v zabezpečení toho, že títo investori sa budú nachádzať v rovnakom postavení a že budú chránení proti nezákonnému používaniu dôverných informácií zo strany osôb, ktoré nimi disponujú, na úkor tých, ktorým nie sú známe.

90. Cieľom tejto smernice je teda úplne zabrániť tomu, aby osoba disponujúca dôvernou informáciou, ktorá je vo výhodnejšom postavení v porovnaní s ostatnými účastníkmi trhu, ktorým táto informácia nie je známa, ťažila z finančných transakcií uskutočnených s využitím tejto informácie bez toho, aby bola vystavená rovnakým rizikám ako ostatní prípadní investori. [27]

91. Z toho vyplýva, že predpokladané psychologické rozdiely a rozdiely existujúce medzi správaním osôb, ktoré disponujú dôvernými informáciami a mohli by uprednostňovať čisto špekulatívne investície, a správaním uvážlivých investorov nie sú na rozdiel od tvrdenia spoločnosti Daimler AG relevantné, lebo všetci uvedení sa bez ohľadu na akýkoľvek rozdiel, ktorý medzi nimi existuje, musia v každom prípade z dôvodu, aby bola zabezpečená integrita finančných trhov a zvýšená dôvera investorov, nachádzať v úplne rovnakom postavení.

92. Cieľom zákazu obchodovania s využitím dôverných informácií podľa dotknutých smerníc je teda chrániť integritu finančných trhov a zvýšiť dôveru investorov a na dosiahnutie tohto cieľa nie je možné vykladať výraz odôvodnene predpokladať v spojení s požiadavkou vysokej pravdepodobnosti, ktorá by v praxi umožňovala nezverejňovať informácie, ktoré často naznačujú nástup budúcich udalostí, ktoré môžu ovplyvniť kurz akcií, a tak podporovať vysoko špekulatívne obchodovanie s využitím dôverných informácií.

93. Nemožno prihliadať ani na tvrdenie o riziku zaplavenia trhu nadbytkom informácií (*information overload*) [28], ku ktorému by došlo, ak by bol v dôsledku prijatia príliš širokého výkladu pojmu dôverná informácia kapitálový trh presýtený veľkým množstvom neistých informácií zavádzajúcich účastníkov trhu.

94. Systém zavedený smernicami 2003/6 a 2003/124 je totiž zameraný práve na to, aby sa všetkým investorom umožnilo prijímať rozhodnutia a niesť za ne zodpovednosť, prípadne sa aj dopúšťať chýb, po získaní a posúdení každej relevantnej informácie, ktorá môže ovplyvniť hodnotu akcií, a preto treba v prípade pochybností uprednostniť taký výklad dotknutých smerníc, ktorý neobmedzuje počet informácií, ktoré musia byť zverejnené, ale ktorý ho skôr rozširuje.

95. Preto navrhujem, aby Súdny dvor na prvú časť druhej prejudiciálnej otázky odpovedal takto:

— výraz „odôvodnene očakávať“ podľa článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 nevyžaduje, aby pravdepodobnosť, že predmetná udalosť alebo okolnosti nastanú, bola na úrovni prevažujúcej alebo vyššej pravdepodobnosti,

— systém zavedený smernicami 2003/6 a 2003/124 vyžaduje s tým, že obidve podmienky uvedené v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 musia byť v každom prípade aspoň čiastočne splnené, iba existenciu presnej informácie založenej na posúdení *ex ante*, pri ktorom sa zohľadní očakávaný dopad informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti, spoľahlivosti zdroja informácií a akýchkoľvek iných trhových premenných, ktoré za daných okolností pravdepodobne ovplyvnia príslušný finančný nástroj alebo súvisiaci odvodený finančný nástroj.

26 — Už citovaný v poznámke pod čiarou 6, bod 47.

27 — Bod 50 týchto návrhov.

28 — Pozri bod 168 písomných pripomienok spoločnosti Daimler AG.

96. Druhou časťou svojej druhej prejudiciálnej otázky sa vnútroštátny súd ďalej pýta najmä na to, či okolnosti, pri ktorých je možné odôvodnene predpokladať, že v budúcnosti nastanú, alebo udalosti, pri ktorých je možné odôvodnene očakávať ich vznik, treba chápať v tom zmysle, že miera pravdepodobnosti závisí od rozsahu dôsledkov pre emitenta a že na vyššiu spôsobilosť ovplyvniť kurz akcií postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti je neistý, ale nie nepravdepodobný.

97. Na zodpovedanie tejto otázky treba zohľadniť skutočnosť, že článok 1 ods. 1 bod 1 smernice 2003/6 stanovuje, že informácia je dôverná, ak sú okrem toho, že má súvisieť s jedným alebo s viacerými emitentmi finančných nástrojov, splnené tri podmienky:

a) informácia je presná;

b) nebola zverejnená;

c) môže mať významný vplyv na ceny dotknutých finančných nástrojov.

98. Bez prihliadnutia na okolnosť týkajúcu sa nezverejnenia informácie, ktoré nie je predmetom tohto konania, presnosť informácie a okolnosť, že umožňuje významne ovplyvniť ceny dotknutých finančných nástrojov, predstavujú dva základné prvky, o ktoré sa opiera pojem dôverná informácia,[29] pričom prvý z nich [bod 97 písm. a) týchto návrhov] vyjadruje vlastnú povahu informácie, ktorá teda musí byť presná, a je vymedzený v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124[30] a druhý [bod 97 písm. c) týchto návrhov] vyjadruje vonkajšie vplyvy informácie, teda jej možné dôsledky a zaoberá sa ním článok 1 ods. 2 smernice 2003/124.

99. Existenciu uvedených dvoch prvkov a ich vzájomný vzťah treba preskúmať vzhľadom na dôvernú povahu informácie.[31]

100. Súd, ktorý prejednáva spor, totiž nesmie skúmať len jednu z týchto podmienok, a to v závislosti od konkrétneho prípadu buď presnosť informácie, alebo jej možné dôsledky, a vôbec pritom neoverovať splnenie druhej podmienky, ale o tom, či je informácia dôverná, musí rozhodnúť na základe komplexného posúdenia všetkých skutočností, ktoré má k dispozícii.

101. Uvedené skutočnosti sa musia posudzovať ako celok, hoci sa z hľadiska svojho určenia od seba logicky odlišujú, takže jedna z týchto dvoch podmienok môže mať v konkrétnom prípade väčšiu váhu než druhá[32] za predpokladu, že druhá podmienka je aspoň čiastočne splnená a že informáciu bude teda po správnom vyvážení presnosti informácie a jej možných dôsledkov možné považovať za dôvernú.

29 — Ako vyplýva z odôvodnenia 3 smernice 2003/124, ktoré stanovuje, že právna istota pre účastníkov trhu by sa mala zvýšiť prostredníctvom užšieho vymedzenia dvoch z prvkov nevyhnutných na vymedzenie dôvernej informácie, a to presnosti tejto informácie a významnosti jej možného účinku na ceny finančných nástrojov alebo súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

30 — Podľa článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 je informácia presná:a)ak sa týka radu okolností, ktoré nastali (alebo udalosti, ktorá nastala) alebo o ktorých sa môže odôvodnene predpokladať, že nastanú (alebo nastane);b)ak je dostatočne konkrétna, aby umožnila vyvodiť záver o možnom vplyve radu okolností alebo udalosti na ceny finančných nástrojov alebo na cenu súvisiacich odvodených finančných nástrojov.

31 — Ako je uvedené v bode 98 týchto návrhov.

32 — Treba zdôrazniť, že na pojednávaní sa diskutovalo o vplyve judikatúry USA na právnu úpravu Spoločenstva (najmä rozsudok Najvyššieho súdu Spojených štátov amerických vo veci Basic Inc. v. Levinson, in 485 US, 224, 1988), podľa ktorej sa správanie uvážlivého investora posudzuje na základe tzv. kritéria probability/magnitude (pravepodobnosť/rozsah dopadu), podľa ktorého dôležitosť informácie závisí od vyváženia pravdepodobnosti (probability), že udalosť nastane, a očakávaného rozsahu dopadu (magnitude) tejto udalosti vo svetle činnosti spoločnosti v jej celosti (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).
Táto judikatúra mohla mať vplyv na prijatie definície pojmu uvážlivý investor a na vypracovanie odôvodnenia 1 smernice 2003/124, ktoré stanovuje, že uvážlivý investor vychádza pri svojich investičných rozhodnutiach z informácií dostupných *ex ante*, najmä „vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti“, odkazujúc tak výslovne na vyššie uvedené úvahy súdov USA (in light of the totality of the company activity).

102. Smernice 2003/6 a 2003/124 totiž, pokiaľ ide o toto konanie, nevyžadujú, ako bolo uvedené vyššie, ani vysokú mieru pravdepodobnosti, že dotknutá okolnosť nastane, ani skutočný dopad na kurz cenných papierov.

103. V rozsudku Spector Photo Group a Van Raemdonck [33] sa najmä konštatuje, že táto spôsobilosť významne ovplyvniť ceny sa musí v súlade s účelom smernice 2003/6 posúdiť *a priori* na základe obsahu dotknutej informácie a súvislostí, v ktorých existuje, a na určenie toho, či je informácia dôverná, preto netreba skúmať, či jej zverejnenie skutočne významne ovplyvnilo cenu finančných nástrojov.

104. Táto právna úprava sa teda obmedzuje na stanovenie minimálnych podmienok, pri ktorých nesplnení nemožno informáciu považovať za dôvernú.

105. K takejto situácii, pokiaľ ide o spor vo veci samej, by mohlo dôjsť v prípade, keby sa dospelo k záveru, že nástup udalosti sa na základe racionálneho uváženia musí považovať za taký nemožný alebo nepravdepodobný, že informácia by nemala potrebnú mieru presnosti (takže by nebola splnená prvá podmienka), alebo že sa musí vylúčiť jej prípadná spôsobilosť ovplyvniť ceny (tak by nebola splnená druhá podmienka).

106. Z toho vyplýva, že pokiaľ má informácia vysokú spôsobilosť ovplyvniť kurz cenných papierov, postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti je neistý, ale nie nemožný ani nepravdepodobný.

107. Rozsah dôsledkov pre emitenta [34] je pri predmetnom posudzovaní dôležitou okolnosťou, pretože patrí medzi informácie dostupné *ex ante*, čo vyplýva z toho, že uvážlivý investor vychádza pri svojich rozhodnutiach z očakávaného dopadu informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti, spoľahlivosti zdroja informácií a akýchkoľvek iných trhových premenných, ktoré pravdepodobne za daných okolností ovplyvnia príslušný finančný nástroj alebo súvisiaci odvodený finančný nástroj.

108. V každom prípade sa môžu použiť aj informácie *ex post* na overenie predpokladu, že informácia *ex ante* bola cenovo citlivá. [35]

109. Preto navrhujem, aby Súdny dvor na druhú časť druhej prejudiciálnej otázky odpovedal takto:

— pokiaľ má informácia vysokú spôsobilosť ovplyvniť kurz cenných papierov, postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti je neistý, ale nie nemožný ani nepravdepodobný,

— dôsledky pre emitenta sú relevantnou okolnosťou, pretože patria medzi informácie dostupné *ex ante*, zatiaľ čo prípadné informácie *ex post* sa môžu použiť na overenie predpokladu, že informácia *ex ante* bola cenovo citlivá.

VII – Návrh

110. Vzhľadom na uvedené úvahy navrhujem, aby Súdny dvor odpovedal na otázky, ktoré položil Bundesgerichtshof, takto:

1. Článok 1 ods. 1 bod 1 smernice Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES z 28. januára 2003 o obchodovaní s využitím dôverných informácií a o manipulácii s trhom (zneužívanie trhu) a článok 1 ods. 1 smernice Komisie 2003/124/ES z 22. decembra 2003, ktorou sa vykonáva

33 — Už citovaný v poznámke pod čiarou 6, bod 69.

34 — Odôvodnenie 1 smernice 2003/124 výslovne odkazuje na očakávaný dopad informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti.

35 — Ako vyplýva z odôvodnenia 2 smernice 2003/124.

smernica Európskeho parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokiaľ ide o vymedzenie a zverejňovanie dôverných informácií a vymedzenie manipulácie s trhom, sa musia vykladať v tom zmysle, že pri časovo natiahnutom priebehu, pri ktorom sa prostredníctvom viacerých etáp uskutočňuje určitá okolnosť alebo má byť spôsobená určitá udalosť (tzv. časovo natiahnutý priebeh), sa za presné, a teda dôverné informácie môžu považovať, pokiaľ sú splnené všetky ďalšie podmienky stanovené v uvedených smerniciach, aj informácie o skutočnostiach týkajúcich sa jednotlivých etáp, ktoré už existujú alebo nastali a ktoré sú spojené s uskutočnením budúcej okolnosti alebo udalosti.

2. a) Výraz „odôvodnene očakávať“ podľa článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 nevyžaduje, aby pravdepodobnosť, že predmetná udalosť alebo okolnosti nastanú, bola na úrovni prevažujúcej alebo vyššej pravdepodobnosti.

b) Systém zavedený smernicami 2003/6 a 2003/124 vyžaduje s tým, že obidve podmienky uvedené v článku 1 ods. 1 smernice 2003/124 musia byť v každom prípade aspoň čiastočne splnené, iba existenciu presnej informácie založenej na posúdení *ex ante*, pri ktorom sa zohľadní očakávaný dopad informácie vo svetle činnosti príslušného emitenta v jej celosti, spoľahlivosti zdroja informácií a akýchkoľvek iných trhových premenných, ktoré pravdepodobne za daných okolností ovplyvnia príslušný finančný nástroj alebo súvisiaci odvodený finančný nástroj.

c) Pokiaľ má informácia vysokú spôsobilosť ovplyvniť kurz cenných papierov, postačuje, ak nástup budúcej okolnosti alebo budúcej udalosti je neistý, ale nie nemožný ani nepravdepodobný.

d) Dôsledky pre emitenta sú relevantnou okolnosťou, pretože patria medzi informácie dostupné *ex ante*, zatiaľ čo prípadné informácie *ex post* sa môžu použiť na overenie predpokladu, že informácia *ex ante* bola cenovo citlivá.