

JOR 2012/259 HvJ EU, 28-06-2012, C-19/11, Voorwetenschap en marktmanipulatie, Uitlegging van art. 1, punt 1, Richtlijn 2003/6/EG en art. 1, lid 1, Richtlijn 2003/124/EG, “Concrete” informatie, “Redelijkerwijs mag worden aangenomen” dat een bepaalde situatie zal ontstaan of een bepaalde gebeurtenis zal plaatsvinden

» **Noot**

1. In deze uitspraak heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie een belangrijk bestanddeel van het begrip “voorwetenschap” uit de Richtlijn marktmisbruik op twee punten verduidelijkt. Het gaat dan om het bestanddeel dat de informatie “concreet” dient te zijn (art. 1 onder 1). Dit bestanddeel maakt (uiteraard) ook deel uit van de begripsomschrijving van “voorwetenschap” in art. 5:53 lid 1 Wft. Met het stellen van dit vereiste wordt informatie die niet of onvoldoende concreet is – bijvoorbeeld geruchten, gissingen of kennis over algemene markt- of bedrijfsontwikkelingen – buiten het bereik van “voorwetenschap” gebracht. Van niet of onvoldoende concrete informatie zal dus geen gebruik van voorwetenschap gemaakt kunnen worden bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten (art. 5:56 Wft). Evenmin zal niet of onvoldoende concrete informatie onverwijld openbaar gemaakt behoeven te worden door uitgevende instellingen (art. 5:25i Wft). In een uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie (2003/124/EG) is het bestanddeel “concrete informatie” uit de Richtlijn marktmisbruik verder uitgewerkt. Volgens art. 1 lid 1 van de uitvoeringsrichtlijn wordt informatie geacht concreet te zijn: “indien zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten”.

2. In de prejudiciële procedure zijn door het Duitse Bundesgerichtshof aan het Hof van Justitie de volgende twee vragen voorgelegd. Ten eerste of in het geval sprake is van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te laten plaatsvinden, ook die tussenstappen zelf alreeds “concrete informatie” (en mogelijk dus ook voorwetenschap als aan de overige begripsbestanddelen daarvan wordt voldaan) kunnen opleveren. Ten tweede: welke eisen moeten gesteld worden aan de uitdrukking dat “redelijkerwijs mag worden aangenomen” dat een bepaalde situatie zal ontstaan of een bepaalde gebeurtenis zal plaatsvinden? Vereist die uitdrukking dat de mate van waarschijnlijkheid groot is of mag bij de beantwoording van die vraag mede betrokken worden de omvang van de gevolgen voor de uitgevende instelling, bijvoorbeeld in die zin dat als een situatie of gebeurtenis een grote geschiktheid heeft tot beïnvloeding van de beurskoers (bijv. een aankomende fusie of overname) voldoende is dat het onzeker maar niet onwaarschijnlijk is dat die toekomstige situatie of gebeurtenis daadwerkelijk zal plaatsvinden.

3. Deze twee belangwekkende vragen werden aan het Hof van Justitie gesteld in het kader van een civiele procedure die door enkele beleggers is ingesteld tegen Daimler AG over de schade die zij stellen geleden te hebben als gevolg van een verlate openbaarmaking van informatie over het vervroegde aftreden van Jürgen Schrempp, de toenmalige bestuursvoorzitter van Daimler. Omdat Schrempp als architect van de fusie tussen Daimler-Benz en Chrysler (beweerdelijk *a match made in heaven*) verantwoordelijk werd gehouden voor het mislukken daarvan, steeg de beurskoers van Daimler na de aankondiging van zijn vertrek op 28 juli 2005 fors. Echter, sommige beleggers hadden hun aandelen Daimler voorafgaand aan de bekendmaking van het vertrek al verkocht en zij betrekken in de procedure daarom de stelling dat Daimler het (voorgenomen) aftreden van Schrempp eerder openbaar had moeten maken. (Terzijde: Schrempp was ook degene die ooit een zekere populariteit hier te lande genoot met zijn uitspraak dat Fokker, onze nationale trots die werd overgenomen door DASA (de luchtvaartdivisie van Daimler-Benz), zijn *lovebaby* was. Nadat Fokker in een financieel hulpbehoevender toestand was komen te verkeren, werd het troetelkind *rücksichtslos* de rug toegekeerd en aan haar onafwendbare faillissementslot overgelaten.) Vermeldenswaard over deze Duitse civiele rechtszaak is verder nog dat de deliberaties van Schrempp om vervroegd af te treden – zijn benoemingstermijn liep pas af in 2008 – gedurende een periode van enkele maanden gedeeld werden met een reeks van functionarissen van

Daimler, waarna pas op 28 juli 2005 door de raad van commissarissen van Daimler werd vastgesteld wanneer Schrempp kon aftreden en wie hem zou opvolgen. Aanvankelijk had het Oberlandesgericht Stuttgart geoordeeld dat de informatie over het vertrek van Schrempp pas als *Insider-Information* gekwalificeerd kon worden toen de raad van commissarissen zijn besluit op 28 juli 2005 had genomen. Het Bundesgerichtshof kon zich daarmee niet verenigen en wees de zaak terug naar het Oberlandesgericht Stuttgart voor een hernieuwde beoordeling van deze kwestie. In tweede instantie bepaalde het Oberlandesgericht dat ook in de aanloopfase naar de besluitvorming op 28 juli 2005 nog geen *Insider-Information* bij Daimler ontstaan was, zodat die informatie ook niet voor publicatie door Daimler in aanmerking kon komen.

4. De eerste vraag wordt – weinig verrassend – positief beantwoord door het Hof van Justitie. Ook de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden kunnen “concrete informatie” als bedoeld in art. 1 onder 1 van de Richtlijn marktmisbruik opleveren. Daarbij maakt het niet uit of die tussenstappen als vaststaand of voltooid gelden, dan wel dat sprake is van nog te zetten tussenstappen (mits maar redelijkerwijze mag worden aangenomen dat die zullen plaatsvinden). Het Hof van Justitie vindt voor deze uitleg niet alleen steun aanwezig in de gebruikelijke betekenis van de termen situatie of gebeurtenis, maar ook in de systematiek van de Richtlijn marktmisbruik. Immers, in art. 3 lid 1 van de hiervoor alreeds aangehaalde uitvoeringsrichtlijn (2003/124/EG) worden enkele voorbeelden van rechtmatige belangen gegeven die in beginsel legitimeren dat een uitgevende instelling uitstel neemt van openbaarmaking van bepaalde informatie (die dus noodzakelijkerwijs als “voorwetenschap” heeft te gelden omdat anders het nemen van een uitstelbesluit niet nodig zou zijn). Tot die voorbeelden behoren lopende onderhandelingen over de totstandkoming van een overeenkomst (art. 3 lid 1 sub a)) en dat is bij uitstek een in de tijd gespreid proces waarin gewoonlijk diverse tussenstadia zijn aan te wijzen. Een ander voorbeeld van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking is de vennootschappelijke besluitvorming die veelal in verschillende fases plaatsvindt (art. 3 lid 1 sub b)). Omdat deze gevallen met zoveel woorden als uitstelgronden worden genoemd, ligt in de systematiek van de Richtlijn marktmisbruik besloten dat de tussenstadia van lopende contractsonderhandelingen of vennootschappelijke besluitvorming in aanmerking komen voor uitstel van openbaarmaking (en dat impliceert dat die tussenstadia voorwetenschap kunnen opleveren, waarmee ook gezegd is dat die tussenstappen “concrete informatie” kunnen opleveren). Tot slot kan voor deze uitleg volgens het Hof van Justitie steun worden gevonden in de doelstellingen van de Richtlijn marktmisbruik. Die doelstellingen houden in het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers in deze markten. Als niet de uitleg zou worden aanvaard dat ook tussenstappen van een voortgaand proces “concrete informatie” kunnen opleveren, dan zou dit afbreuk doen aan deze doelstellingen. Concreet vertaald zou dit namelijk inhouden dat het *insiders* vrij zou staan gebruik te maken van voorkennis over bijvoorbeeld het verloop van overnameonderhandelingen ten nadele van degenen die daarvan niet op de hoogte zijn. Dat lijkt inderdaad niet in overeenstemming te zijn met het einddoel van de Richtlijn marktmisbruik.

5. Ik heb hiervoor gezegd dat het oordeel van het Hof van Justitie niet erg verrassend is. Dat houdt niet alleen verband met de ijzeren logica van de door het hof gegeven motivering voor zijn oordeel, maar ook met het feit dat CESR – de voorganger van ESMA – een dergelijke uitleg van “concrete informatie” al eerder had bepleit. Zie hiervoor CESR, Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.6 en mijn proefschrift, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, p. 225-228. CESR benadrukt dat informatie ook dan concreet kan zijn wanneer het eindstadium van een voortgaand proces nog niet is bereikt of uiteindelijk zelfs in het geheel niet wordt bereikt.

6. De tweede vraag handelt over de mate van waarschijnlijkheid die vereist is om aan te nemen dat een situatie zal ontstaan of dat een toekomstige gebeurtenis zal plaatsvinden. Ook *toekomstige* situaties of gebeurtenissen kunnen dus “concrete informatie” opleveren en aldus de grondslag zijn voor de toepassing van het transactieverbod (art. 5:56 Wft) dan wel de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen (art. 5:25i Wft).

Dat is het geval wanneer redelijkerwijze mag worden aangenomen dat een situatie of gebeurtenis zal ontstaan of plaatsvinden, aldus de hiervoor onder 1 aangehaalde uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie.

7. Om te komen tot een beantwoording van deze vraag stelt het Hof van Justitie twee uitersten tegenover elkaar om daarna vanwege de aan elk van deze uitersten verbonden ongewenste gevolgen te kiezen voor de gulden middenweg. Aan de ene kant wordt niet aanvaard dat de mate van waarschijnlijkheid groot moet zijn, omdat een dergelijke restrictieve uitleg van de uitdrukking “redelijkerwijze mag worden aangenomen” ertoe zou leiden dat *insiders* informatie die (nog) niet aan die strenge eis voldoet vrijelijk zouden mogen gebruiken bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Aan de andere kant verwerpt het Hof van Justitie een uitleg die erop neerkomt dat informatie over situaties of gebeurtenissen alreeds als concrete informatie kan worden aangemerkt als het onwaarschijnlijk is dat zij zullen plaatsvinden. In dat geval zouden uitgevende instellingen ertoe genoopt kunnen worden informatie openbaar te maken die niet concreet is of geen invloed kan hebben op de beurskoers. Opvallend is dat de ongewenste gevolgen van de ene of de andere uitleg geadstrueerd worden met een verwijzing naar ofwel een verbodsbepaling (het transactieverbod) ofwel een gebodsbepaling (de openbaarmakingsplicht), terwijl aan de andere (door het hof niet genoemde) bepaling soms juist een tegenargument kan worden ontleend. Zo zou de naleving van de openbaarmakingsplicht door uitgevende instellingen aan betrouwbaarheid en bruikbaarheid winnen als toekomstige situaties of gebeurtenissen pas openbaar gemaakt behoeven te worden als het zeer waarschijnlijk is dat die situaties of gebeurtenissen daadwerkelijk zullen plaatsvinden.

8. Het Hof van Justitie kiest er uiteindelijk voor dat toekomstige situaties of gebeurtenissen eerst als “concrete informatie” kunnen worden aangemerkt als op basis van een globale beoordeling van reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zullen ontstaan of plaatsvinden. Daarbij dienen de per geval reeds beschikbare gegevens over die toekomstige situatie of gebeurtenis in hun geheel worden beschouwd. Het voorgaande betekent dat een *ex ante* analyse van de op dat moment beschikbare informatie gemaakt moet worden, ofwel door de uitgevende instelling die staat voor naleving van de plicht tot openbaarmaking van bepaalde informatie, ofwel door de *insider* die een transactie in financiële instrumenten overweegt. Is een toekomstige situatie of gebeurtenis op de grondslag van de beschikbare gegevens reëel te veronderstellen, dan dient – mits voldaan wordt aan de overige bestanddelen van “voorwetenschap” – publicatie daarvan door de uitgevende instelling plaats te vinden (behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling) en mag een *insider* geen transactie meer verrichten in de financiële instrumenten waarop die voorwetenschap betrekking heeft.

9. Een belangrijke les ten slotte die uit de uitspraak van het Hof van Justitie geleerd kan worden, is dat bij de uitleg van het begrip “voorwetenschap” uit de Richtlijn marktmisbruik het in de Amerikaanse rechtspraak ontwikkelde *probability/magnitude* criterium geen rol speelt. Dit criterium wordt aldaar gebruikt bij de uitleg van *material information* in situaties waarin sprake is van een onzekere toekomstige gebeurtenis. De *U.S. Supreme Court* heeft in *Basic, Inc. v. Levinson* (485 U.S. 224 (1988)) geoordeeld dat materialiteit met betrekking tot een onzekere gebeurtenis: “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”. Aldus hangt de vraag of een door een redelijk handelende belegger te nemen beleggingsbeslissing zou worden beïnvloed door nieuwe informatie af van twee factoren: (i) de mate van waarschijnlijkheid dat een onzekere gebeurtenis zich zal voordoen (*probability*) en (ii) de relatieve omvang van deze gebeurtenis voor de uitgevende instelling (*magnitude*). Deze factoren zullen elkaar ook wederzijds kunnen beïnvloeden, in die zin dat naarmate bijvoorbeeld de totstandkoming van een bepaalde transactie waarschijnlijker is toch sprake kan zijn *material information*, hoewel het gewicht van de bewuste transactie voor de uitgevende instelling niet erg groot is. Omgekeerd kan een voor de uitgevende instelling omvangrijke transactie reeds in een vroegtijdig stadium van de onderhandelingen daarover *material information* opleveren. Zie hierover verder mijn proefschrift *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, p. 45-51.

10. Als gezegd, het Hof van Justitie wijst dit *probability/magnitude* criterium voor de uitleg van het begrip “voorwetenschap” van de hand. In de verschillende taalversies van de richtlijn is voor een dergelijke uitleg geen steun te vinden. Verder geldt volgens het hof dat de bestanddelen “concrete informatie” en het koersgevoeligheidsvereiste (inhoudende dat openbaarmaking van de bewuste informatie een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van (afgeleide) financiële instrumenten) niet onderling afhankelijk van elkaar zijn (ofwel elkaar wederzijds kunnen beïnvloeden als hiervoor aangegeven). Deze twee bestanddelen zijn volgens het hof minimumvoorwaarden en aan elk van deze voorwaarden zal voldaan moeten worden, omdat het nu eenmaal twee van elkaar te onderscheiden voorwaarden zijn. Ook tegen deze ijzeren logica valt weinig in te brengen.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Hoff Advocaten te Haarlem