

JOR 2016/304, Hof van Justitie EU, 11-03-2015, C-628/13

Prejudiciële beslissing, Marktmissbruik door voorwetenschap, Informatie is niet enkel “concreet” indien daaruit met voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden afgeleid in welke zin koers van betrokken financiële instrumenten mogelijkzins zal worden beïnvloed zodra zij openbaar zal worden gemaakt

» **Noot**

1. Soms glipt er wel eens een visje door de netten van de geoliede machine van redactie, selecteurs en annotatoren van «JOR». Dat is klaarblijkelijk ook gebeurd met deze uitspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie van 11 maart 2015. Het betreft een uitspraak over de reikwijdte van de voor uitgevende instellingen geldende publicatieplicht van koersgevoelige informatie (KGI), die nog is geweest onder vigeur van de Richtlijn Marktmissbruik (2003/6/EG). Omdat deze uitspraak, naar stellig mag worden aangenomen, ook van belang blijft voor het sinds 3 juli 2016 in de Europese Unie geldende nieuwe regime van de Verordening Marktmissbruik Nr. 596/2014 (ook wel bekend onder het acroniem MAR, *Market Abuse Regulation*) wordt daaraan in dit tijdschrift alsnog aandacht besteed.

2. Voor zover relevant lagen de feiten van deze zaak als volgt. De Franse toezichthouder *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) heeft een bestuurlijke boete van € 1,5 miljoen opgelegd aan Wendel S.A., een beursgenoteerde investeringsmaatschappij, alsook aan haar voorzitter van de raad van bestuur, de heer Lafonta. Deze bestuurlijke boetes zijn opgelegd vanwege het niet onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie. Aan Wendel en Lafonta werd verweten dat zij de voornaamste modaliteiten van een door Wendel en een aantal banken gesloten financiële transactie (zogenoemde *total return swaps*) niet uiterlijk op 21 juni 2007 openbaar hebben gemaakt. Die financiële transactie moest Wendel in staat stellen een aanzienlijke deelneming te verwerven in het eveneens beursgenoteerde Saint-Gobain. Op 21 juni 2007 werd begonnen met de uitvoering van deze financiële transactie, zonder dat daaraan enige ruchtbaarheid werd gegeven. De AMF stelt zich op het standpunt dat Wendel gehouden was, voorafgaand aan het ontstaan van de verplichting om ervan melding te maken dat de eerste drempelwaarde van 5% was overschreden, openbaar te maken dat de financiële transactie was aangegaan en opgezet om uiteindelijk een aanzienlijke deelneming in het kapitaal van Saint-Gobain te kunnen nemen. Vervolgens heeft Wendel tussen september 2007 en maart 2008 publiekelijk en aan de AMF gemeld dat zij de drempelwaardes van 5%, 10%, 15% en 20% van het kapitaal van Saint Gobain had overschreden. Hoewel Wendel klaarblijkelijk meende tot aan de overschrijding van de eerste drempelwaarde van 5% buiten het gezichtsveld van de radar van de Franse meldingsplicht van substantiële deelnemingen te kunnen opereren, levert de publicatieplicht van koersgevoelige informatie volgens de AMF voor Wendel in dit geval een aanvullende informatieverplichting op, en wel meteen bij aanvang van de financiële transactie.

3. Lafonta verweerde zich in de administratieve boeteprocedure onder meer met de stelling dat de informatie waarover hij beschikte niet concreet was, en dat is een van de bestanddelen van het begrip “voorwetenschap” (ofwel koersgevoelige informatie). Dit bestanddeel is in de bij de Richtlijn Marktmissbruik behorende uitvoeringsrichtlijn nader omschreven als: “indien zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze 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”. Zie daarvoor inmiddels art. 7 lid 2 MAR, waarin deze omschrijving woordelijk is overgenomen. Volgens Lafonta zou uit deze nadere omschrijving van het bestanddeel “concrete informatie” volgen dat de bewuste informatie slechts dan concreet is indien degene die beschikt over deze informatie op basis hiervan kan voorzien in welke richting de koers van het effect zal evolueren wanneer deze informatie openbaar wordt gemaakt. Immers, aldus nog steeds Lafonta, deze informatie zal de houder daarvan slechts dan een voordeel kunnen opleveren als hij weet of hij moet kopen of verkopen en dat kan alleen maar als

voorzienbaar is dat de koers van het betreffende effect zal stijgen dan wel zal dalen. In dit geval zou niet kunnen worden voorzien of als gevolg van de bekendmaking van de informatie betreffende de voorgenomen deelneming van Wendel in Saint-Gobain de koers van het aandeel Wendel zou stijgen of dalen, aldus Lafonta. Daarop heeft het Franse *Cour de cassation* een verzoek gedaan om een prejudiciële beslissing aan het Europese Hof van Justitie zoals verwoord in r.o. 20. Uit deze formulering blijkt dat de vraag van de verwijzende rechter enkel ziet op verduidelijking van het eerste bestanddeel van het begrip “voorwetenschap”, te weten het vereiste dat de informatie concreet is. De verduidelijking ziet dus niet op het koersgevoeligheidsvereiste, een ander bestanddeel van het begrip “voorwetenschap”.

4. Met behulp van verschillende interpretatiemethodes komt het Hof van Justitie tot het oordeel dat het bestanddeel “concrete informatie” aldus moet worden uitgelegd dat het *niet* voorschrijft dat informatie alleen dan concreet is “indien daaruit met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden afgeleid in welke zin de koers van de betrokken financiële instrumenten mogelijkwijs zal worden beïnvloed zodra zij openbaar zal worden gemaakt” (r.o. 38). De gehanteerde interpretatiemethodes zijn de navolgende. Ten *eerste*: de grammaticale interpretatiemethode (r.o. 30 en 31). De bewoordingen, alsook de betekenis die daaraan gebruikelijk wordt gegeven, geven geen steun aan het betoog van Lafonta dat dit aanvullende vereiste zou moeten gelden. De functie van (de nadere omschrijving van) het bestanddeel “concrete informatie” is veeleer het stellen van een minimumvereiste (in die zin dat informatie die aan deze omschrijving voldoet “volstaat” en dat geen nadere eisen gelden) en daarnaast een filterende (in die zin dat daardoor “enkel vage of algemene informatie” wordt buitengesloten). Ten *tweede*: de teleologische interpretatiemethode (r.o. 32 t/m 36). Ook in de algemene opzet en het doel van de Richtlijn Marktmissbruik kan geen steun worden gevonden voor het stellen van een aanvullend vereiste over de mogelijkheid om een voorspelling te kunnen doen over de richting van de koers. In de eerste plaats oordeelt het Hof van Justitie dat zelfs als aan de hand van de informatie in kwestie niet kan worden voorzien in welke richting de koers zal evolueren, een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van die informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Het Hof van Justitie legt aldus bij de uitleg van het bestanddeel “concrete informatie” een verband met een ander bestanddeel van het begrip “voorwetenschap”, te weten het koersgevoeligheidsvereiste. Dat verband is ook logisch te verklaren gelet op de inhoudelijke samenhang die tussen beide bestanddelen bestaat. In de tweede plaats wijst het Hof van Justitie erop dat het stellen van dit nadere vereiste ertoe zou kunnen leiden dat de met de Richtlijn Marktmissbruik beoogde doelstellingen – te weten het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers – worden doorkruist. Daarbij onderkent het Hof van Justitie dat door de toegenomen complexiteit van de financiële markten het moeilijk is de richting waarin de koers van financiële instrumenten kan evolueren te beoordelen. Dat onloochenbare gegeven zou – in mijn woorden – niet misbruikt mogen worden door uitgevende instellingen als legitimatie om bepaalde informatie niet openbaar te maken. Ten *derde* en ten slotte heeft het Hof van Justitie de wethistorische interpretatiemethode gehanteerd (r.o. 37). Uit de ontstaansgeschiedenis van de bij de Richtlijn Marktmissbruik behorende uitvoeringsrichtlijn blijkt dat de mogelijkheid om conclusies te trekken omtrent de “richting” van het effect van de informatie op de beurskoers geschrapt is, juist om te voorkomen dat dit een al te gemakkelijk excuus voor uitgevende instellingen zal kunnen opleveren om informatie niet openbaar te maken. Alle gehanteerde interpretatiemethoden wijzen daarmee in één richting, namelijk dat de richting van de koers bij de vaststelling of informatie “concreet” is er niet toe doet.

5. Ik rond deze noot af met twee slotopmerkingen. In het belang van de transparantie van de financiële markten is de categorische afwijzing van het Hof van Justitie van het vereiste van voorspelbaarheid van de richting van de koers voor de begripsinhoud van “concrete informatie” (en daarmee voor de inhoud en betekenis die aan het begrip “voorwetenschap” toekomt) begrijpelijk. Voor de naleving van de publicatieplicht van KGI door uitgevende instellingen behoort die onzekerheid niet uit te maken. Het is nu eenmaal inherent aan de publicatieplicht dat zowel positief als negatief bedrijfsnieuws door uitgevende instellingen openbaar gemaakt moet worden. Tezelfdertijd moet gewaakt worden voor een wijdverbreid misverstand, namelijk dat informatie

uitsluitend koersgevoelig kan zijn indien overduidelijk een verband kan worden gelegd tussen openbaarmaking van informatie en de beurskoers. Zoals het Hof van Justitie terecht signaleert in zijn uitspraak is die invloed vanwege de toegenomen complexiteit op de financiële markten niet altijd meer (kwantitatief) aanwijsbaar. Het eenduidige richtsnoer om te bepalen of informatie koersgevoelig is, behoort mijns inziens nog steeds te zijn of redelijk handelende beleggers waarschijnlijk gebruik zullen maken van deze informatie om hun beleggingsbeslissingen ten dele daarop te baseren. In art. 7 lid 4 MAR wordt deze kwalitatieve maatstaf genoemd als een methode om inhoud en betekenis te geven aan het koersgevoeligheidsvereiste. Dat lijkt mij ook een zuiverder graadmeter dan bespiegelingen over de betekenis van een soms grillig koersverloop.

6. Naar het mij ten slotte voorkomt, zal onzekerheid over de richting van de koers nog wel relevant kunnen zijn bij het door een van handel met voorwetenschap verdachte persoon te voeren verweer, inhoudende dat van bepaalde voorwetenschap in een bepaald geval geen gebruik is gemaakt bij een verrichte transactie in financiële instrumenten. Dat verweer is op de voet van het *Spector Photo*-arrest van het Hof van Justitie («JOR» 2010/70, m.nt. Nelemans) ook onder het regime van de Verordening Marktmisbruik te voeren (vgl. onder (24) van de considerans van de MAR). Hier zal het bestanddeel “gebruikmaken van” van het transactieverbod (art. 8 lid 1 MAR) een corrigerende rol kunnen vervullen teneinde te bereiken dat bij de handhaving daadwerkelijk rekening wordt gehouden met de *ratio legis* van de verbodsbepaling inzake handel met voorwetenschap.

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