

RECHTSPRAAK

JURISPRUDENCE

HOF VAN JUSTITIE 28 JUNI 2012

FINANCIËLE MARKTEN

Marktmisbruik – Europees Hof van Justitie – Voorwetenschap – Begrip ‘informatie die concreet is’ – Tussenschappen van een in de tijd gespreid proces – Interpretatie van bewoordingen ‘waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen’ – Openbaarmaking van koersgevoelige informatie

De tussenschappen van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden kunnen voldoende concreet zijn om als ‘voorwetenschap’ te worden beschouwd in de zin van artikel 1, (1) richtlijn marktmisbruik. De beoordeling van ‘informatie die concreet is’ vereist het voldoen van beide cumulatieve voorwaarden vooropgesteld in artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn. Het volstaat dan ook niet dat er een aanzienlijke potentiële impact op de koers is om niet onwaarschijnlijke toekomstige gebeurtenissen of situaties als voorkennis te definiëren. In het licht van de doelstellingen van de richtlijn kan niet aangenomen worden dat een grote mate van waarschijnlijkheid vereist zou zijn om redelijkerwijs aan te nemen dat de bedoelde situatie of gebeurtenis zal ontstaan of plaatsvinden. Het volstaat daarentegen dat de gebeurtenis of situatie waarop de informatie betrekking heeft ‘reëel’ is opdat de informatie als concreet kan worden beschouwd.

Markus Geltl / Daimler AG

Zet.: J.N. Cunha Rodrigues (kamerpresident), U. Löhmus, rapporteur, A. Rosas, A. Ó Caoimh en C.G. Fernlund (rechters)

MP: P. Mengozzi (advocaat-generaal)

Pl.: Mrs. R. Lindner en M. Sustmann, R. Schmidt-Bendum, H. Schmidt

1. Het verzoek om een prejudiciële beslissing betreft de uitlegging van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (*Pb.L.* 96, p. 16), en artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6 wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (*Pb.L.* 339, p. 70).

2. Dit verzoek is ingediend in het kader van een geding tussen M. Geltl en Daimler AG (hierna: ‘Daimler’) over de schade die hij stelt te hebben geleden door de volgens hem te late openbaarmaking door deze vennootschap van infor-

MARCHÉS FINANCIERS

Abus de marché – Cour européenne de justice – Information privilégiée – Notion d’‘information à caractère précis’ – Etapes intermédiaires d’un processus étalé dans le temps – Interprétation des termes ‘peut raisonnablement penser’ – Publication d’informations privilégiées

Les étapes intermédiaires d’un processus étalé dans le temps visant à réaliser une certaine circonstance ou à provoquer un certain événement peuvent constituer des informations privilégiées au sens de l’article 1, (1) de la directive abus de marché. Une information est réputée ‘à caractère précis’ si les deux conditions cumulatives visées à l’article 1, (1) de la directive d’exécution sont réunies. Il ne suffit pas qu’il y ait un impact potentiel appréciable sur le cours pour définir comme opérations d’initiés des circonstances dont on peut présumer avec suffisamment de probabilité qu’elles se produiront dans le futur. A la lumière des objectifs de la directive, on ne peut pas considérer qu’un grand niveau de probabilité serait requis pour que l’on puisse raisonnablement penser que la circonstance ou l’événement visé existera ou se produira. Il suffit par contre que la circonstance ou l’événement sur lequel porte l’information soit ‘réel’ pour que l’information puisse être considérée comme ayant un caractère précis.

matie over het vervroegde aftreden van de voorzitter van het bestuur.

Toepasselijke bepalingen

Unierecht

Richtlijn 2003/6

3. De punten 2, 12, 16 en 24 van de considerans van richtlijn 2003/6 bepalen:

“(2) Voor een geïntegreerde en efficiënte financiële markt is marktintegriteit nodig. Een goede werking van de effectenmarkten en vertrouwen van het publiek in de markten zijn

noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart. Marktmissbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten.

(...)

(12) Marktmissbruik omvat handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. De wetgeving tegen handel met voorwetenschap dient hetzelfde doel als wetgeving tegen marktmanipulatie: het waarborgen van de integriteit van de Europese financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van de beleggers in deze markten. (...)

(...)

(16) Voorwetenschap is kennis van niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten. Informatie die een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koersvorming en de koersontwikkeling op een gereguleerde markt als zodanig, kan beschouwd worden als informatie die indirect betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of een of meer daarvan afgeleide financiële instrumenten.

(...)

(24) Een snelle en eerlijke bekendmaking van informatie verhoogt de marktintegriteit, terwijl de selectieve bekendmaking van informatie door emittenten het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de financiële markten kan schaden. (...)

4. In artikel 1, punt 1, 1^{ste} alinea van deze richtlijn wordt het begrip “voorwetenschap” omschreven als “niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten”.

5. Artikel 2 van deze richtlijn luidt:

“1. De lidstaten verbieden de in de tweede alinea bedoelde personen die over voorwetenschap beschikken om gebruik te maken van deze voorwetenschap door, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft te verkrijgen of te vervreemden, of te trachten deze te verwerven of te vervreemden.

De eerste alinea is van toepassing op iedere persoon die in het bezit van die informatie is:

a) vanwege zijn hoedanigheid als lid van de bestuurs-, leidinggevende of toezichhoudende organen van de emittent; of

b) vanwege zijn deelneming in het kapitaal van de emittent; of

c) vanwege het feit dat hij toegang heeft tot de informatie vanwege de uitoefening van zijn werk, beroep of functie; of

d) vanwege criminele activiteiten.

2. Indien de in lid 1 bedoelde persoon een rechtspersoon is, is het in dat lid vervatte verbod tevens van toepassing op de natuurlijke personen die deelnemen aan de beslissing de transactie voor rekening van de rechtspersoon in kwestie uit te voeren.

3. Dit artikel is niet van toepassing op transacties die worden verricht ter nakoming van een opeisbaar geworden verplichting tot verwerving of vervreemding van financiële instrumenten als deze verplichting voortvloeit uit een overeenkomst die werd gesloten voordat voorwetenschap werd verkregen.”

6. Artikel 6, leden 1 en 2 van deze richtlijn bepaalt:

“1. De lidstaten dragen er zorg voor dat emittenten van financiële instrumenten voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar maken, voor zover deze rechtstreeks betrekking heeft op de betrokken emittent.

(...)

2. Een emittent kan, op eigen verantwoordelijkheid, de openbaarmaking van voorwetenschap, als bedoeld in lid 1, uitstellen teneinde zijn rechtmatige belangen te beschermen, mits dit waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft en de emittent de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen. De lidstaten kunnen verlangen dat de emittent de bevoegde autoriteit onverwijld in kennis stelt van zijn besluit om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen.”

Richtlijn 2003/124

7. De punten 1 en 3 van de considerans van richtlijn 2003/124 luiden:

“(1) Redelijk handelende beleggers baseren hun beleggingsbeslissingen op informatie die reeds voor hen beschikbaar is, d.w.z. vooraf beschikbare informatie. De vraag of een redelijk handelende belegger bij het nemen van een beleggingsbeslissing met een bepaalde inlichting rekening zou kunnen houden, moet derhalve worden beoordeeld op basis van de vooraf beschikbare informatie. Bij een dergelijke beoordeling moet rekening worden gehouden met de verwachte invloed van de inlichting in kwestie op de totaliteit van de activiteit van de betrokken emittent, de betrouwbaarheid van de informatiebron en alle andere marktvariabelen die onder de gegeven omstandigheden van invloed kunnen zijn op het desbetreffend financieel instrument of daarvan afgeleid financieel instrument.

(...)

(3) Aan marktdeelnemers dient meer rechtszekerheid te worden geboden door een nauwkeuriger omschrijving te geven van twee essentiële facetten van de definitie van voorwetenschap, namelijk van ‘informatie die concreet is’ en van ‘informatie die een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten’.”

8. Artikel 1 van deze richtlijn, met als titel ‘Voorwetenschap’, luidt:

“1. Voor de toepassing van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6/EG wordt informatie geacht concreet te zijn 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.

2. Voor de toepassing van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6/EG wordt verstaan onder ‘informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten’, informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.”

9. Artikel 3, lid 1 van richtlijn 2003/124 bevat een niet-uitputtende lijst van situaties waarop de rechtmatige belangen van een emittent in de zin van artikel 6, lid 2 van richtlijn 2003/6 betrekking kunnen hebben, te weten aan de gang zijnde onderhandelingen, of daarmee verband houdende elementen, wanneer openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen kan beïnvloeden, en door de raad van bestuur van een emittent genomen besluiten of gesloten overeenkomsten die door een ander orgaan van de emittent moeten worden goedgekeurd voordat zij definitief worden, wanneer de structuur van de emittent de scheiding van deze beide organen vereist.

Duits recht

10. § 13, lid 1 van het Gesetz über den Wertpapierhandel (wet op de effectenhandel), in de versie van 9 september 1998 (*BGBI.* 1998, I, p. 2708), zoals gewijzigd bij het Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (wet betreffende de verbetering van de bescherming van de beleggers) van 28 oktober 2004 (*BGBI.* 2004, I, p. 2630; hierna: ‘WpHG’), bepaalt:

“Voorwetenschap is concrete informatie over niet openbaar gemaakte omstandigheden die op een of meer emittenten van ‘Insiderpapiere’ of op deze ‘Insiderpapiere’ zelf betrekking heeft, en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt,

een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de beurskoers of de marktprijs van deze ‘Insiderpapiere’. Informatie wordt geacht een dergelijke invloed te kunnen hebben indien een redelijk handelende belegger daar bij zijn beleggingsbeslissingen rekening mee zou houden. Omstandigheden waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zich in de toekomst zullen voordoen, worden eveneens als relevante omstandigheden in de zin van deze wet beschouwd. (...)”

11. Artikel 6, leden 1 en 2 van richtlijn 2003/6 is in Duits recht omgezet bij § 15, leden 1 en 3 WpHG. Krachtens § 15, lid 6 WpHG moet een emittent die zijn uit de leden 1 tot en met 4 voortvloeiende verplichtingen niet nakomt onder de met name in § 37b WpHG genoemde voorwaarden de schade vergoeden die een ander dientengevolge lijdt.

Hoofdgeding en prejudiciële vragen

12. Uit de verwijzingsbeslissing blijkt dat J. Schrempp, voorzitter van het bestuur van Daimler, na de algemene vergadering van deze vennootschap op 6 april 2005 voornemens was om vóór het einde van zijn ambtstermijn in 2008 zijn functie neer te leggen. Op 17 mei 2005 heeft hij de voorzitter van de raad van commissarissen van deze vennootschap, H. Kopper, in kennis gesteld van zijn voornemen. In de periode van 1 juni tot en met 27 juli 2005 zijn ook andere leden van de raad van commissarissen en van het bestuur in kennis gesteld van Schrempps voornemen om te vertrekken.

13. Vanaf 10 juli 2005 heeft Daimler een persmededeling, een externe verklaring en een brief aan haar medewerkers voorbereid.

14. Op 13 juli 2005 zijn de presidentiële commissie van de raad van commissarissen van Daimler (hierna: ‘presidentiële commissie’) en de raad van commissarissen bijeengeroepen voor 27 respectievelijk 28 juli 2005, zonder dat de convocaties aanwijzingen bevatten voor een mogelijke wisseling van de voorzitter van het bestuur.

15. Op 18 juli 2005 zijn Schrempp en Kopper overeengekomen om tijdens de bijeenkomst van de raad van commissarissen op 28 juli 2005 het vervroegde aftreden van Schrempp en de benoeming van zijn opvolger, D. Zetsche, voor te stellen.

16. Tijdens haar bijeenkomst die is begonnen op 27 juli 2005 om 17.00 uur, heeft de presidentiële commissie beslist om de raad van commissarissen die de volgende dag zou bijeenkomen, voor te stellen dit aftreden en deze benoeming goed te keuren.

17. Op 28 juli 2005 rond 09.50 uur heeft de raad van commissarissen van Daimler beslist dat Schrempp op het einde van het jaar zijn ambt zou neerleggen en dat hij zou worden vervangen door Zetsche.

18. Deze beslissing is meegedeeld aan de directies van de beurzen en de Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (federale instelling belast met het toezicht op de finan-

ciële dienstverlening) en bekendgemaakt in de databank van de Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (Duitse vennootschap voor bekendmakingen *ad hoc*).

19. Na deze bekendmaking is de aandelenkoers van Daimler, die reeds was gestegen na de bekendmaking diezelfde morgen van de resultaten van het tweede kwartaal van 2005, sterk gestegen.

20. Gelth en verschillende andere beleggers hadden vóór de bekendmaking van deze beslissing aandelen van Daimler verkocht. Zij hebben bij het Landgericht Stuttgart een klacht ingediend tegen deze vennootschap en schadevergoeding gevorderd op grond dat deze beslissing te laat was bekendgemaakt. Deze rechterlijke instantie heeft het Oberlandesgericht Stuttgart verzocht om verschillende vragen met betrekking tot deze twistpunten te beantwoorden in het kader van een proefprocedure ('Musterverfahren').

21. In zijn proefvonnis van 22 april 2009 heeft het Oberlandesgericht Stuttgart geoordeeld dat niet kon worden aangetoond dat er op of na 17 mei 2005 sprake was van voorwetenschap, inhoudende dat Schrempp zijn ambt zou neerleggen, ongeacht de goedkeuring ervan door de raad van commissarissen van Daimler. Volgens deze rechterlijke instantie is het beslissende feit dat een invloed kan hebben gehad op de aandelenkoers van deze vennootschap, de beslissing van de raad van commissarissen van 28 juli 2005. Deze beslissing was voldoende waarschijnlijk geworden nadat de presidentiële commissie op 27 juli 2005 na 17.00 uur had beslist om ze aan de raad van commissarissen ter goedkeuring voor te leggen. Derhalve was er pas vanaf laatstgenoemde datum sprake van voorwetenschap. Het Oberlandesgericht Stuttgart heeft erkend dat niet volledig was voldaan aan de in § 15, lid 3 WpHG gestelde voorwaarden voor uitstel van de openbaarmaking van deze voorwetenschap, maar het heeft geoordeeld dat ook al zou aan deze voorwaarden zijn voldaan, de door de klagers gestelde schade zou zijn ontstaan.

22. Tegen dit vonnis is hogere voorziening ingesteld bij de verwijzende rechter, die opmerkt dat het Oberlandesgericht Stuttgart niet heeft onderzocht of de afzonderlijke stappen van het proces dat heeft geleid tot de beslissing van 28 juli 2005, de aandelenkoers van Daimler konden beïnvloeden. Daarentegen heeft het Oberlandesgericht Frankfurt am Main in een boeteprocédure betreffende dezelfde omstandigheden als die van het hoofdgeding geoordeeld dat het samenvoegen van verschillende alleenstaande omstandigheden tot één samenhangende beslissing in strijd is met de bewoordingen van § 13, lid 1 WpHG en de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 en de bekendmakingsverplichting derhalve is ontstaan zodra het interne proces tot een beslissing heeft geleid, en deze beslissing is bekendgemaakt aan een beslissingnemer van de betrokken onderneming.

23. Daarop heeft het Bundesgerichtshof de behandeling van de zaak geschorst en het Hof de volgende prejudiciële vragen gesteld:

“1) Is in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, voor de toepassing van artikel 1, [punt] 1 van richtlijn [2003/6] en artikel 1, lid 1 van richtlijn [2003/124] enkel bepalend of deze toekomstige situatie of gebeurtenis volgens de bepalingen van deze richtlijnen als concrete informatie moet worden beschouwd, zodat moet worden onderzocht of redelijkerwijze mag worden aangenomen dat deze situatie of gebeurtenis zal plaatsvinden, of kunnen bij een dergelijk in de tijd gespreid proces ook tussenstappen die reeds bestaan of hebben plaatsgevonden en die met de verwezenlijking van de toekomstige situatie of gebeurtenis verband houden, concrete informatie zijn in de zin van de bepalingen van voornoemde richtlijnen?”

2) Vereist de uitdrukking ‘waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen’ in de zin van artikel 1, lid 1 van richtlijn [2003/124] dat de mate van waarschijnlijkheid als overwegend of groot wordt beschouwd, of dient onder situatie waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zich zal voordoen, of onder gebeurtenis waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, te worden begrepen dat de mate van waarschijnlijkheid afhangt van de omvang van de gevolgen voor de emittenten en dat het in geval van een grote geschiktheid tot beïnvloeding van de beurskoers volstaat dat het onzeker maar niet onwaarschijnlijk is dat de toekomstige situatie of gebeurtenis zal plaatsvinden?”

Beantwoording van de prejudiciële vragen

24. Vooraf zij eraan herinnerd dat richtlijn 2003/6, om de integriteit van de financiële markten in de Europese Unie te waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in deze markten te vergroten, handel met voorwetenschap onder de in artikel 2 ervan vermelde voorwaarden verbiedt en overeenkomstig artikel 6, lid 1, ervan emittenten van financiële instrumenten verplicht om voorwetenschap die rechtstreeks op hen betrekking heeft, zo snel mogelijk openbaar te maken. Op grond van artikel 6, lid 2 van richtlijn 2003/6 kan de openbaarmaking van voorwetenschap onder bepaalde voorwaarden worden uitgesteld teneinde de rechtmatige belangen van de emittent te beschermen.

25. De definitie van het begrip ‘voorwetenschap’ van artikel 1, punt 1, 1^{ste} alinea van deze richtlijn omvat vier essentiële bestanddelen. In de eerste plaats betreft het informatie die concreet is. In de tweede plaats is deze informatie niet openbaar gemaakt. In de derde plaats heeft zij rechtstreeks of middellijk betrekking op een of meer financiële instrumenten of de emittenten ervan. In de vierde plaats zou zij, indien zij openbaar werd gemaakt, een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten. Het eerste en het vierde bestanddeel zijn nader omschreven in lid 1 respectievelijk lid 2 van artikel 1 van richtlijn 2003/124.

26. Met zijn prejudiciële vragen verzoekt de verwijzende rechter om verduidelijking van het eerstgenoemde bestanddeel, namelijk dat het om informatie gaat die concreet is.

Eerste vraag

27. Met zijn eerste vraag wenst de verwijzende rechter in wezen te vernemen of artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6 en artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 aldus moeten worden uitgelegd dat in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, niet alleen deze situatie of gebeurtenis maar ook reeds bestaande of voltooide tussenstappen van dit proces die verband houden met de verwezenlijking van deze situatie of gebeurtenis, concrete informatie in de zin van deze bepalingen kunnen zijn.

28. Blijkens punt 3 van de considerans van richtlijn 2003/124 wordt met deze richtlijn beoogd om een nauwkeurigere omschrijving te geven van het in richtlijn 2003/6 gebruikte begrip ‘informatie die concreet is’, teneinde de rechtszekerheid voor de deelnemers aan de betrokken markt te vergroten.

29. Krachtens artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 wordt informatie geacht concreet te zijn indien is voldaan aan twee cumulatieve voorwaarden. In de eerste plaats moet de informatie betrekking hebben op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, of op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden. In de tweede plaats moet zij specifiek genoeg zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

30. Aangezien de begrippen ‘situatie’ en ‘gebeurtenis’ niet zijn gedefinieerd in deze richtlijn, moeten zij volgens de gebruikelijke betekenis ervan worden uitgelegd.

31. Vastgesteld zij dat een tussenstap van een in de tijd gespreid proces zelf een situatie of een gebeurtenis kan zijn volgens de gebruikelijke betekenis van deze termen.

32. Deze vaststelling vindt steun in artikel 3, lid 1 van richtlijn 2003/124, waarin als voorbeeld van voorwetenschap die overeenkomstig artikel 6, lid 2 van richtlijn 2003/6 openbaar kan worden gemaakt, situaties worden genoemd die typische gevallen zijn van tussenstappen van geleidelijke processen, te weten aan de gang zijnde onderhandelingen en door de raad van bestuur van een emittent genomen besluiten of gesloten overeenkomsten die door een ander orgaan van deze emittent moeten worden goedgekeurd voordat zij definitief worden.

33. Voorts heeft richtlijn 2003/6 tot doel, zoals uit met name de punten 2 en 12 van de considerans ervan volgt, de integriteit van de financiële markten van de Unie te waarborgen en

het vertrouwen van de beleggers in deze markten te vergroten. Dit vertrouwen berust met name op de omstandigheid dat deze beleggers met elkaar op voet van gelijkheid verkeren en dat zij in het bijzonder zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap (zie in die zin arresten van 23 december 2009, C-45/08, *Spector Photo Group en Van Raemdonck*, Jur., p. I-12073, punt 47 en 7 juli 2011, C-445/09, *IMC Securities*, nog niet gepubliceerd in de *Jurisprudentie*, punt 27).

34. Dienaangaande bepaalt de 1^{ste} volzin van punt 24 van de considerans van deze richtlijn dat een snelle en eerlijke bekendmaking van informatie de marktintegriteit verhoogt, terwijl de selectieve bekendmaking van informatie door emittenten het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de financiële markten kan schaden.

35. Wanneer bij de uitlegging van de termen ‘situatie’ en ‘gebeurtenis’ geen rekening werd gehouden met de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces, zou dit afbreuk kunnen doen aan de doelstellingen zoals in herinnering gebracht in de twee vorige punten van het onderhavige arrest. Indien werd uitgesloten dat informatie over een tussenstap van een in de tijd gespreid proces kan worden geacht concreet te zijn in de zin van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6, zou dit immers de in artikel 6, 1., 1^{ste} alinea van deze richtlijn vastgestelde verplichting om deze informatie openbaar te maken tenietdoen, ook al zou deze informatie volkomen specifiek zijn en zouden de overige in punt 25 van het onderhavige arrest opgesomde wezenlijke bestanddelen van voorwetenschap ook aanwezig zijn.

36. In een dergelijke situatie kunnen bepaalde personen die over voorwetenschap beschikken, een voordeel hebben ten opzichte van de andere beleggers en hiervan profiteren ten nadele van degenen die hiervan niet op de hoogte zijn (zie in die zin arrest *Spector Photo Group en Van Raemdonck*, reeds aangehaald, punt 48).

37. Het risico dat een dergelijke situatie zich voordoet, is des te groter daar het einde van een bijzonder proces in bepaalde omstandigheden kan worden gekwalificeerd als een tussenstap van een ander proces, dat ruimer is.

38. Derhalve kan informatie over een tussenstap van een in de tijd gespreid proces concrete informatie zijn. Er moet worden verduidelijkt dat deze uitlegging niet uitsluitend geldt voor tussenstappen die reeds bestaan of hebben plaatsgevonden, maar overeenkomstig artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 eveneens betrekking heeft op tussenstappen waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zullen bestaan of zullen plaatsvinden.

39. Zoals blijkt uit punt 29 van het onderhavige arrest kan informatie voorts slechts als concrete informatie worden gekwalificeerd indien is voldaan aan de tweede in deze bepaling vermelde voorwaarde, namelijk dat de informatie specifiek genoeg moet zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van de betrokken situatie of

gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten.

40. Derhalve moet op de eerste vraag worden geantwoord dat artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6 en artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 aldus moeten worden uitgelegd dat in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, niet alleen deze situatie of gebeurtenis maar ook tussenstappen van dit proces die verband houden met de verwezenlijking van deze situatie of gebeurtenis, concrete informatie in de zin van deze bepalingen kunnen zijn.

Tweede vraag

41. Met zijn tweede vraag wenst de verwijzende rechter in wezen te vernemen of artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 aldus moet worden uitgelegd dat het begrip “situatie [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel [...] een gebeurtenis [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden” uitsluitend betrekking heeft op een situatie of gebeurtenis waarvan de mate van waarschijnlijkheid als overwegend of groot kan worden beschouwd, dan wel inhoudt dat rekening wordt gehouden met de omvang van de invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten.

42. De verschillende taalversies van deze bepaling verschillen in zekere mate. Zo wordt in bepaalde taalversies, met name in de Franse, de Italiaanse en de Nederlandse taalversie, de formulering “waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen” gebruikt, terwijl in andere taalversies, met name in de Deense, de Griekse, de Engelse en de Zweedse taalversie, de formulering “waarvan redelijkerwijze mag worden verwacht” gebruikt. In de Spaanse en de Portugese taalversie wordt gesproken van “een situatie die redelijkerwijze kan bestaan” respectievelijk “een redelijkerwijze te verwachten situatie of gebeurtenis”. Ten slotte wordt in de Duitse taalversie de formulering “met een voldoende mate van waarschijnlijkheid” (“mit hinreichender Wahrscheinlichkeit”) gebruikt.

43. Volgens vaste rechtspraak kan de in een van de taalversies van een Unierechtelijke bepaling gebruikte formulering niet als enige grondslag voor de uitlegging van die bepaling dienen en kan er evenmin in zoverre voorrang aan worden toegekend boven de andere taalversies. Bovendien moeten de verschillende taalversies van een tekst van het Unierecht eenvormig worden uitgelegd en moet de betrokken bepaling, indien er verschillen tussen die versies bestaan, dus worden uitgelegd met inachtneming van de algemene opzet en de doelstelling van de regeling waarvan zij een onderdeel vormt (zie arrest van 28 juli 2011, C-215/10, *Pacific World en FDD International*, nog niet gepubliceerd in de *Jurisprudentie*, punt 48 en de aldaar aangehaalde rechtspraak).

44. Behalve in de Duitse taalversie wordt in alle andere taal-

versies van artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 die ten tijde van de goedkeuring van deze richtlijn bestonden, het bijwoord ‘redelijkerwijze’ gebruikt. Door deze term te gebruiken heeft de Uniewetgever een criterium vastgesteld dat is gebaseerd op aan de gezamenlijke ervaring ontleende regels om te bepalen of toekomstige situaties en gebeurtenissen al dan niet binnen de werkingssfeer van deze bepaling vallen.

45. Om vast te stellen of het redelijk is aan te nemen dat een situatie zal ontstaan of een gebeurtenis zal plaatsvinden, moeten per geval de reeds beschikbare gegevens in hun geheel worden beschouwd.

46. Door de formulering “waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen” te gebruiken, kan artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 bijgevolg niet aldus worden uitgelegd dat moet worden aangetoond dat de mate van waarschijnlijkheid van de bedoelde situatie of gebeurtenis groot is.

47. Indien de werkingssfeer van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6 en van artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124, betreffende de toekomstige situaties en gebeurtenissen, werd beperkt tot een dergelijke mate van waarschijnlijkheid, zou afbreuk worden gedaan aan de in punt 33 van het onderhavige arrest aangehaalde doelstellingen, namelijk de integriteit van de financiële markten in de Unie waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in deze markten vergroten. In een dergelijk geval zouden personen die over voorwetenschap beschikken, immers ten nadele van derden die hiervan niet op de hoogte zijn oneerlijk voordeel kunnen trekken uit bepaalde informatie die op grond van een dergelijke restrictieve uitlegging wordt geacht niet concreet te zijn.

48. Ter waarborging van de in punt 3 van de considerans van richtlijn 2003/124 bedoelde rechtszekerheid voor marktdeelnemers, waaronder emittenten, kan informatie over situaties en gebeurtenissen waarvan het onwaarschijnlijk is dat zij zullen plaatsvinden, echter niet als concreet worden beschouwd. Anders zouden emittenten immers kunnen denken dat zij informatie openbaar moeten maken die niet concreet is of geen invloed kan hebben op de koers van hun financiële instrumenten.

49. Door de formulering “waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen” te gebruiken, heeft artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 bijgevolg betrekking op toekomstige situaties en gebeurtenissen waarvan het op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zullen ontstaan of plaatsvinden.

50. De vraag of de vereiste waarschijnlijkheid van een situatie of gebeurtenis kan variëren naar gelang de omvang van de invloed ervan op de koers van de betrokken financiële instrumenten, moet ontkennend worden beantwoord.

51. In de eerste plaats vloeit een dergelijke uitlegging van de formulering “waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen” niet voort uit een van de in punt 42 van het onderhavige arrest genoemde taalversies.

52. In de tweede plaats impliceert de uitlegging dat hoe groter de omvang van de mogelijke invloed van een toekomstige gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten is, hoe minder waarschijnlijk de gebeurtenis moet zijn om de informatie daarover concreet te achten, dat de twee bestanddelen van voorwetenschap, die zijn vermeld in artikel 1, lid 1 respectievelijk lid 2 van richtlijn 2003/124, te weten informatie die concreet is en informatie die een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten, onderling afhankelijk zijn.

53. De in deze twee leden genoemde criteria zijn minimumvoorwaarden die beide moeten zijn vervuld opdat informatie kan worden geacht ‘voorwetenschap’ te zijn in de zin van artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6.

54. Zoals is opgemerkt door de regering van het Verenigd Koninkrijk in haar bij het Hof ingediende opmerkingen, kan niet worden uitgesloten dat informatie over een gebeurtenis waarvan het onwaarschijnlijk is dat zij zal plaatsvinden, de effectenkoers van de betrokken emittent aanzienlijk beïnvloedt, voor zover de gevolgen van deze gebeurtenis voor deze emittent bijzonder zwaar zijn. Daaruit kan redelijkerwijze evenwel nog niet worden afgeleid dat deze gebeurtenis zal plaatsvinden.

55. Stellig baseren redelijk handelende beleggers, zoals blijkt uit punt 1 van de considerans van richtlijn 2003/124, hun beleggingsbeslissingen op alle vooraf beschikbare informatie. Zij moeten dus niet alleen rekening houden met de ‘verwachte invloed’ van een gebeurtenis op de emittent, maar ook met hoe waarschijnlijk het is dat deze gebeurtenis zal plaatsvinden. Deze overwegingen strekken er echter toe te bepalen of informatie de koers van de financiële instrumenten van de emittent aanzienlijk kan beïnvloeden.

56. Gelet op een en ander dient op de tweede vraag te worden geantwoord dat artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 aldus moet worden uitgelegd dat het begrip “situatie [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel [...] een gebeurtenis [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden” betrekking heeft op een toekomstige situatie of gebeurtenis waarvan het op basis van een globale beoordeling van de

reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zal ontstaan of plaatsvinden. Dit begrip moet echter niet aldus worden uitgelegd dat rekening moet worden gehouden met de omvang van de invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten.

Kosten

57. Ten aanzien van de partijen in het hoofdgeding is de procedure als een aldaar gerezen incident te beschouwen, zodat de nationale rechterlijke instantie over de kosten heeft te beslissen. De door anderen wegens indiening van hun opmerkingen bij het Hof gemaakte kosten komen niet voor vergoeding in aanmerking.

HET HOF (2^{de} kamer) verklaart voor recht:

1) Artikel 1, punt 1 van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) en artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6 wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, moeten aldus worden uitgelegd dat in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, niet alleen deze situatie of gebeurtenis maar ook tussenstappen van dit proces die verband houden met de verwezenlijking van deze situatie of gebeurtenis, concrete informatie in de zin van deze bepalingen kunnen zijn.

2) Artikel 1, lid 1 van richtlijn 2003/124 moet aldus worden uitgelegd dat het begrip “situatie [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel [...] een gebeurtenis [...] waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden” betrekking heeft op een toekomstige situatie of gebeurtenis waarvan het op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zal ontstaan of plaatsvinden. Dit begrip moet echter niet aldus worden uitgelegd dat rekening moet worden gehouden met de omvang van de invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten.