

## Noot

***De (ruime) interpretatie van het concept ‘voorwetenschap’ door het Europese Hof van Justitie in het *Geltl*-arrest – De vereiste graad van nauwkeurigheid van koersgevoelige informatie in een in de tijd gespreid proces***Elke Vandendriessche<sup>1</sup>**I. INLEIDING**

1. Naar aanleiding van een prejudiciële vraag van het Duitse Bundesgerichtshof oordeelde het Europees Hof van Justitie op 28 juni 2012 in het *Geltl*-arrest dat in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, ook de tussenstappen in het proces die leiden tot deze situatie of gebeurtenis voldoende concreet kunnen zijn om als ‘voorwetenschap’ in de zin van de richtlijn marktmisbruik te worden aangemerkt<sup>2</sup>. Het Hof verwierp evenwel de stelling van de advocaat-generaal dat het volstaat dat er een aan-

zienlijke potentiële impact op de koers is om niet onwaarschijnlijke toekomstige gebeurtenissen of situaties als voorkennis te definiëren<sup>3</sup>. Deze bijdrage bespreekt de beslissing van het Hof in detail en gaat daarna in op de gevolgen en impact van het arrest. De beslissing wordt ten slotte ook in het kader van de door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de richtlijn marktmisbruik besproken. Hierbij komt in het bijzonder de voorgestelde wijziging van de definitie van voorwetenschap in het licht van het *Geltl*-arrest ter sprake.

**II. ANTECEDENTEN**

2. Op 28 juli 2005 maakt de Duitse beursgenoteerde autobouwer DaimlerChrysler via een persbericht bekend dat CEO Jürgen Schrempp opstapt, hoewel zijn contract in februari van datzelfde jaar nog voor een periode van drie jaar werd verlengd<sup>4</sup>. Op de beurs werd het nieuws positief onthaald, wat zich vertaalde in een koersstijging van initieel 36,50 EUR naar 40,40 EUR, en vervolgens bijna 43 EUR per aandeel. Beleggers die hun aandelen kort voor de aankondiging verkocht hadden, startten daarop een civielrechtelijke procedure waarbij schadevergoeding wordt geclaimd voor de schade geleden als het gevolg van de beweerde laattijdige bekendmaking van het vertrek. Uit onderzoek bleek immers dat Schrempp reeds op 6 april 2005, kort na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering, voor het eerst zijn mogelijk vertrek had besproken met zijn echtgenote/manager binnen het bedrijf. Op 17 mei 2005 stelde Schrempp de voorzitter van de raad van commissarissen in kennis van zijn voorgenomen vertrek, waarna vervolgens tussen 1 juni en 27 juli 2005 de overige leden van de raad van commissarissen en van de raad van bestuur op de hoogte werden gebracht. Op 13 juli 2005 worden de nodige vergaderingen, met name de presidentiële

commissie van de raad van commissarissen en de raad van commissarissen, samengeroepen waarbij in de oproep en agenda geen verwijzing naar de mogelijke wissel aan de top wordt aangegeven. Op 18 juli 2005 wordt tussen Schrempp en de voorzitter van de raad van commissarissen overeengekomen wie – behoudens goedkeuring van de bevoegde organen – als vervanger zal worden aangeduid. De presidentiële commissie van de raad van commissarissen keurt de voorgestelde wissel goed op 27 juli 2005. De goedkeuring van de raad van commissarissen volgt een dag later waarna een persmededeling met het nieuws wordt uitgestuurd.

3. Volgens de beleggers in het geding vormt de bekendmaking van het nieuws op 28 juli 2005 een inbreuk op § 13 en § 15 van de Duitse wet op de effectenhandel (*Gesetz über den Wertpapierhandel*) of ‘WpHG’<sup>5</sup>. Deze bepalingen vormen de omzetting van artikel 6, (1) richtlijn marktmisbruik in het Duits nationaal recht, volgens dewelke voorwetenschap zo snel mogelijk bekend moet worden gemaakt, tenzij op gerechtvaardigde wijze gebruik zou kunnen worden gemaakt van de uitstelregeling van artikel 6, (2) richtlijn

<sup>1</sup> Aspirant FWO, verbonden aan het Financial Law Institute, Universiteit Gent.

<sup>2</sup> HvJ 28 juni 2012, C-19/11, r.o. 12-23 (hierna *Geltl*-arrest).

<sup>3</sup> *Geltl*-arrest, r.o. 52 e.v.; vgl. concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 109.

<sup>4</sup> Voor een overzicht van de feiten kunnen de verschillende rechterlijke beslissingen geconsulteerd worden: OLG Stuttgart 22 april 2009, *BB* 2009, 1266, *ZIP* 2009, 962, *WM* 2009, 1233; BGH 22 november 2010, *BB* 2011, Heft 9, 523, noot A. KOLLMORGEN en F. STEINHARDT; zie ook: *Geltl*-arrest, r.o. 12-23; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, 9-30; *BB* 2012, Heft 30, 1817, noot D. KOCHER en S. WIDDER; G. BACHMANN, “Ad-hoc-Publizität nach ‘Geltl’”, *Der Betrieb* 2012, Heft 39, 2206.

marktmisbruik<sup>6</sup>. Voor het Oberlandesgericht Stuttgart wordt de klacht echter afgewezen nadat het Hof vaststelt dat de voorwetenschap, onderworpen aan de publicatieverplichtingen, slechts tot stand kwam nadat de goedkeuring van de raad van commissarissen op 28 juli 2005 werd gegeven. Het Bundesgerichtshof vernietigt de beslissing echter en verwijst de zaak terug naar het Oberlandesgericht Stuttgart. Na zich nogmaals over de feiten te hebben gebogen, verwerpt het Oberlandesgericht de klacht opnieuw, houdende dat tussen 17 mei 2005 en 28 juli 2005 geen voorwetenschap was ontstaan in de zin van de heersende wetgeving en dus geen inbreuk kon worden vastgesteld<sup>7</sup>.

4. Vervolgens opnieuw voor het Bundesgerichtshof gebracht, stelt het Hof vast dat er zich een interpretatieprobleem stelt met betrekking tot de definitie van ‘voorweten-

schap’ in de zin van de richtlijn marktmisbruik. Meer specifiek stelt het Bundesgerichtshof zich de vraag of behalve de finale beslissing omtrent het eigenlijke vertrek van de topman ook de verschillende tussenstappen die tot dat resultaat geleid hebben voorwetenschap kunnen uitmaken waarvan de bekendmaking vereist is<sup>8</sup>. In tweede instantie vraagt het Bundesgerichtshof welke mate van waarschijnlijkheid vereist is om door de definitie gevat te worden, en of die mate van waarschijnlijkheid samenhangt met de vereiste van koersgevoeligheid van de informatie. Bijkomend vraagt het Bundesgerichtshof of indien een grote mate van koersgevoeligheid kan worden verondersteld, de informatie als voldoende concreet kan worden beschouwd wanneer het “onzeker maar niet onwaarschijnlijk is dat de toekomstige situatie of gebeurtenis zal plaatsvinden”<sup>9</sup>.

### III. HET ARREST VAN HET HOF VAN JUSTITIE

5. Met betrekking tot de eerste vraag of de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces – onder voorbehoud van het voldoen van alle overige voorwaarden – eveneens voorwetenschap kunnen uitmaken, oordeelde het Hof gelijklopend met de conclusie van de advocaat-generaal dat dit inderdaad mogelijk is<sup>10</sup>. Het Hof baseert deze interpretatie van het concept voorwetenschap in hoofdzaak op een analyse van de tekst van de richtlijn marktmisbruik en de uitvoeringsrichtlijn<sup>11</sup> enerzijds, en de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik anderzijds. Wat betreft de invulling van de voorwaarden voor de vaststelling van de precieze aard van de informatie, hield het Hof een enigszins strikter parcours aan dan wat werd voorgesteld in de conclusie van

advocaat-generaal Mengozzi. Beide kwesties worden hieronder in detail besproken.

#### A. Tussenstappen in een in de tijd gespreid proces: concrete informatie?

6. Voorwetenschap in de zin van artikel 1, (1) richtlijn marktmisbruik omvat vier essentiële elementen. Voorwetenschap is meer bepaald (1) concrete informatie (2) met betrekking tot een of meer financiële instrumenten of emittenten ervan (3) die nog niet is bekendgemaakt, (4) maar die indien bekendgemaakt een aanzienlijke invloed op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële

5. *BGBI*, 2004, I, p. 2630; § 13 WpHG geeft de Duitse omzetting van de definitie van voorwetenschap (art. 1, (1) richtlijn marktmisbruik) weer en luidt als volgt (vertaling overgenomen uit *Geltl*-arrest): “Voorwetenschap is concrete informatie over niet openbaar gemaakte omstandigheden die op een of meer emittenten van ‘Insiderpapieren’ of op deze ‘Insiderpapieren’ 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 ‘Insiderpapieren’. 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 [...]”. Zie ook: H.D. ASSMANN, “§ 13 WpHG” in H.D. ASSMANN en U.H. SCHNEIDER (eds.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2009, 431, para. 4 ff.; § 15 WpHG bevat de omzetting van art. 6 richtlijn marktmisbruik of de informatieverplichtingen die op een emittent rusten met betrekking tot voorwetenschap. Zie hiervoor ook: H.D. ASSMANN, “§ 15 WpHG” in H.D. ASSMANN en U.H. SCHNEIDER (eds.), *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 2009, 562 ff.

6. Met betrekking tot de toepassing van de uitstelregeling, zie onder meer: M. TISON en F. RAVELINGIEN, “Preventie en repressie van misbruik van voorwetenschap in Belgisch recht na de omzetting van richtlijn 2003/6 inzake marktmisbruik” in M. TISON, *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2007, (347) 383; E. VANDENDRIESSCHE, “Marktmisbruik: de uitstelregeling in het licht van de bankencrisis en hervormingsperspectieven” in H. DE WULF, R. STEENNOT, M. TISON en C. VAN DER ELST, *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen-Cambridge, Intersentia, 2012, 451; (Nederland) G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 271; A.F. VERMEER, “Numico: uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie gerechtvaardigd?”, *VenO* 2009, nr. 1, 13; zie ook de noot van D.R. DOORENBOS onder Rb. Rotterdam 3 september 2008, LJN BF1175, *Ondernemingsrecht* 2008, 167 e.v.; D.R. DOORENBOS, *Handboek Marktmisbruik*, Deventer, Kluwer, 2008, 245; C. DI NOIA en M. GARGANTINI, “Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime”, vol. 4, *ECFR* 2012, nr. 9, (484) 504 e.v.

7. OLG Stuttgart 22 april 2009, *BB* 2009, 1266, *ZIP* 2009, 962, *WM* 2009, 1233.

8. *Geltl*-arrest, r.o. 23.

9. *Idem*.

10. *Idem*, r.o. 31; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 37.

11. Richtlijn 2003/124/EC van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, *Pb.L.* 339/70 (hierna uitvoeringsrichtlijn).

instrumenten zou kunnen hebben<sup>12</sup>. De vraag van het Duitse Bundesgerichtshof betreft de voorwaarde met betrekking tot het concreet karakter van de informatie.

7. De voorwaarde inzake de concrete aard van de informatie werd verder verduidelijkt in de voornoemde uitvoeringsrichtlijn aan de hand van twee cumulatieve voorwaarden<sup>13</sup>. Artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn bepaalt met name dat informatie geacht wordt concreet te zijn indien (1) ze betrekking heeft op een situatie of gebeurtenis die bestaat of heeft plaatsgevonden, of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel zal plaatsvinden, en (2) indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed ervan op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten. Na vastgesteld te hebben dat de begrippen ‘situatie’ en ‘gebeurtenis’ uit artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn niet worden gedefinieerd, interpreteert het Hof deze begrippen vervolgens aan de hand van de tekst van de uitvoeringsrichtlijn en de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik<sup>14</sup>.

8. Uit de opgesomde voorbeelden van voorwetenschap in artikel 3 uitvoeringsrichtlijn concludeert het Hof dat tussenstappen wel degelijk gebeurtenissen of situaties kunnen zijn zoals bedoeld in artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn, aangezien deze voorbeelden typische gevallen zijn van tussenstappen in een in de tijd gespreid proces (r.o. 32)<sup>15</sup>. Deze voorbeelden refereren onder meer aan lopende onderhandelingen en door de raad van bestuur van een emittent genomen besluiten of

gesloten overeenkomsten die nog goedkeuring dienen te krijgen alvorens definitief te worden<sup>16</sup>.

9. Het standpunt van het Hof vindt verder steun in de in de richtlijn marktmisbruik geformuleerde doelstellingen van de regelgeving, te weten het waarborgen van de integriteit van de markten en de bevordering van het beleggersvertrouwen (r.o. 33)<sup>17</sup>. Het Hof benadrukt hierbij dat het beleggersvertrouwen beschermd moet worden tegen mogelijk misbruik van voorkennis (r.o. 33) en verwijst hierbij expliciet naar de beslissing in *Spector*<sup>18</sup>. Indien de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces uitgesloten zouden worden van de definitie van de concepten ‘gebeurtenis’ en ‘situatie’ zoals bedoeld in artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn, zou afbreuk worden gedaan aan deze doelstellingen aangezien informatie ondanks afdoende specificiteit en het voldoen aan de andere drie essentiële componenten van voorwetenschap niettemin toch niet als voorwetenschap zou kunnen worden beschouwd (r.o. 35). Dit zou volgens het Hof in het voordeel zijn van insiders, die hiervan gebruik zouden kunnen maken ten nadele van andere beleggers die niet op de hoogte zijn van dergelijke informatie<sup>19</sup>. Net zoals in *Spector* benadrukt het Hof met andere woorden het belang van de gelijkheid van alle marktpartijen bij beurstransacties als een van de pijlers van de richtlijn marktmisbruik<sup>20</sup>. Het risico op het behalen van voordeel door insiders op basis van de voorkennis waarover de laatstgenoemden beschikken is overigens groter in geval een situatie die het eindpunt vormt van een bepaald proces als tussenstap kan worden gekwalificeerd in het kader van een ander, ruimer proces, aldus het Hof (r.o. 37)<sup>21</sup>.

<sup>12</sup>. *Geltl*-arrest r.o. 25. Zie in verband met deze voorwaarden meer uitgebreid: N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, Oxford University Press, 2008, 953-954; J. HOFFMAN, “Le délit d’initié – Examen des droits belge, luxembourgeois et français – Impact du droit européen”, *RDPC* 2011, (595) 603; (België) M. TISON en F. RAVELINGIEN, “Preventie en repressie van misbruik van voorwetenschap in Belgisch recht na de omzetting van richtlijn 2003/6 inzake marktmisbruik” in M. TISON, *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2007, (347) 352 e.v.; X. DIEUX en D. WILLERMAIN, “La transposition en droit belge de la directive ‘abus de marché’ et de ses mesures d’exécution”, *Bank Fin.R.* 2007, afl. 1, (3) nrs. 7 e.v.; (Nederland) G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 212; D.R. DOORENBOS, *Handboek Marktmisbruik*, Deventer, Kluwer, 2008, 71; (UK) E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis*, Oxford, Oxford University Press, 2005, 253.

<sup>13</sup>. Zie *Geltl*-arrest, r.o. 29. Art. 1, (1) uitvoeringsrichtlijn.

<sup>14</sup>. *Geltl*-arrest, r.o. 30.

<sup>15</sup>. In dezelfde zin: concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 43-44.

<sup>16</sup>. De niet-exhaustieve voorbeelden opgesomd in art. 3 uitvoeringsrichtlijn kaderen in de toepassing van voornoemde uitstelregeling en geven aan welke de rechtmatige belangen zijn die een emittent kan invoeren om uitstel van publicatie toe te passen indien ook aan de overige voorwaarden daartoe is voldaan.

<sup>17</sup>. Zie ook concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 46 e.v.

<sup>18</sup>. HvJ 23 december 2009, C-45/08 (hierna *Spector*-arrest); zie ook: M. TISON en E. VANDENDRIESSCHE, “Het *Spector*-arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie en het vermoeden van gebruik van voorkennis”, *Bank Fin.R.* 2010, VI, 367-385; P.-H. CONAC, “Arrêt ‘Spector’: la Cour de justice facilite la répression des opérations d’initiés en établissant une présomption réfragable d’utilisation induite de l’information privilégiée”, *JDE* 2010, 216; P. OPITZ, “Der EuGH und die Unschuldvermutung bei Insiderdelikten – Europa auf dem Wege in die Verdachtsstrafe?”, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 2010/2, 71; J. LAU HANSEN, “Insider Dealing Defined: The EU Court’s Decision in *Spector Photo Group*”, *European Company Law* 2010, 98; L. KLÖHN, “The European Insider Trading Regulation after the ECJ’s *Spector Photo Group*-Decision”, *European Company and Financial Law Review*, 2010/2, 347; S. TORCK, “L’état se desserre autour des initiés”, *Bull. Joly* 2010, nr. 2, 93; S. WIDDER, “Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das *Spector*-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen”, *BB* 2010, Heft 10, 515; T. VOß, “Insiderrecht: Entwarnung für die Transaktionspraxis durch den EuGH”, *BB* 2010, Heft 7, 329.

<sup>19</sup>. In dezelfde zin: concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 50-51, eveneens met verwijzing naar het *Spector*-arrest.

<sup>20</sup>. Zie in dezelfde zin *Spector*-arrest, r.o. 52-53.

<sup>21</sup>. Vgl. ook CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, doc. CESR/06-562b, juli 2007, beschikbaar op [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), p. 5, § 1.6. en 1.7. Anders dan het Hof onderbouwde Adv.-Gen. Mengozzi dit standpunt verder aan de hand van de richtlijnen door CESR (nu ESMA) gepubliceerd in dit verband. In § 1.6. wordt verduidelijkt dat ingeval de informatie een in de tijd gespreid proces betreft, de afzonderlijke fases van dat proces net zoals het uiteindelijke resultaat zelf concrete informatie kunnen vormen in de zin van art. 1, (1) richtlijn marktmisbruik. § 1.7. verduidelijkt verder dat om de vereiste graad van nauwkeurigheid te bereiken immers niet vereist is dat de informatie volledig (‘comprehensive’) is.

10. Het hof gaat vervolgens nog een stap verder en stelt dat niet enkel tussenstappen die reeds plaatsgevonden hebben, maar ook tussenstappen waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat ze nog zullen plaatsvinden binnen de grenzen van de definitie vallen (r.o. 38). Voor zover dus aan de twee cumulatieve voorwaarden uit artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn voldaan is, kunnen tussenstappen – zowel reeds gerealiseerde als toekomstige – van een in de tijd gespreid proces als voorkennis worden aangemerkt. Met dergelijke ruime en algemene bewoordingen geeft het Hof zonder twijfel een brede invulling aan het concept ‘voorwetenschap’. Interessant is verder dat deze brede invulling niet enkel ingegeven lijkt door overwegingen inzake het correct en tijdig informeren van de markt en het beleggerspubliek, maar ook (en misschien zelfs vooral) door overwegingen inzake de impact op handel met voorkennis<sup>22</sup>. De nadere invulling van de voorwaarden voor ‘concrete’ informatie en de onderlinge samenhang tussen deze voorwaarden vormt vervolgens het onderwerp van de tweede prejudiciële vraag.

## B. Concrete informatie in het licht van de (cumulatieve) voorwaarden van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn

11. De tweede prejudiciële vraag van het Bundesgerichtshof betreft enerzijds de mate van waarschijnlijkheid vereist opdat informatie als concreet kan worden beschouwd in de zin van de richtlijn, en anderzijds of die vereiste graad van waarschijnlijkheid kan variëren in functie van de omvang van de impact van de informatie op de koers van de betrokken financiële instrumenten.

### 1. De vereiste graad van waarschijnlijkheid in de zin van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn

#### i. Dubbele test

12. Zoals in het bovenstaande reeds vermeld, impliceert artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn een dubbele test met betrekking tot de vaststelling van de al dan niet precieze aard van de informatie. Artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn stelt

meer bepaald dat informatie geacht wordt concreet te zijn indien (1) ze betrekking heeft op een situatie of gebeurtenis die bestaat of heeft plaatsgevonden, of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel zal plaatsvinden, en (2) indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

13. Volgens CESR vereist de eerste genoemde voorwaarde duidelijke en objectieve aanwijzingen dat een dergelijke situatie of gebeurtenis bestaat, in tegenstelling tot geruchten en speculatie<sup>23</sup>. Of een gebeurtenis of situatie redelijkerwijs verwacht kan worden te ontstaan hangt af van het antwoord op de vraag of dit op grond van de *ex ante* beschikbare informatie redelijkerwijs geconcludeerd kan worden<sup>24</sup>. Het tweede deel van de test wordt door de CESR-guidance verder verduidelijkt aan de hand van twee situaties waarin informatie voldoende specifiek wordt beschouwd om een conclusie uit te trekken aangaande de mogelijke koersinvloed<sup>25</sup>. Een eerste situatie is deze waarin een redelijk handelend belegger op basis van de informatie een (zo goed als) risicoloze beslissing kan nemen. Dit houdt in dat de informatie voldoende zekerheid biedt aan de belegger om de impact op de koers in te schatten in geval van bekendmaking. Een tweede situatie is deze waarin de informatie in geval van bekendmaking onmiddellijk bruikbaar is op de markt, of anders gesteld, indien publiek gemaakt zouden marktdeelnemers handelen op grond van die informatie. Zoals het Hof ook stelt, houdt de specificiteit volgens CESR in dat de informatie geschikt is om beleggingsbeslissingen op te baseren, enerzijds door de redelijk handelende belegger of anderzijds door de markt als geheel<sup>26</sup>.

14. De vraag van het Bundesgerichtshof betreft de concrete invulling van het eerste deel van deze tweeledige test, en meer bepaald of een overwegende dan wel grote mate van waarschijnlijkheid vereist is opdat ‘redelijkerwijs mag worden aangenomen’ dat de bedoelde situatie of gebeurtenis zal ontstaan of plaatsvinden.

<sup>22</sup> Zie *Geltl*-arrest, r.o. 36, r.o. 47; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 49-52, nrs. 89-90. Zie ook *infra*, randnrs. 16 en 26-27.

<sup>23</sup> CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, doc. CESR/06-562b, juli 2007, beschikbaar op [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), p. 4-5, § 1.5. Zie ook: N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, Oxford University Press, 2008, 953 e.v.

<sup>24</sup> *Idem*.

<sup>25</sup> *Idem*, p. 5, § 1.8.

<sup>26</sup> G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 229.

## ii. Interpretatie van het criterium ‘redelijkerwijs’

15. In het beantwoorden van de vraag vangt het Hof aan met de bemerking dat een verschillende terminologie is gebruikt in de verschillende taalversies van artikel 1, (1) Uitvoeringsrichtlijn, zoals ook al door advocaat-generaal Mengozzi was opgemerkt<sup>27</sup>. Daar waar sommige versies refereren aan een situatie of gebeurtenis ‘waarvan [het ontstaan] redelijkerwijs mag worden aangenomen’, of ‘een situatie die redelijkerwijs kan bestaan’, is in de Duitse versie daarentegen de formulering ‘met een voldoende mate van waarschijnlijkheid’ (*‘mit hinreichender Wahrscheinlichkeit’*) gebruikt (r.o. 42)<sup>28</sup>. Het Hof en de advocaat-generaal wijzen er vervolgens op dat in alle taalversies, met uitzondering van voornoemde Duitse versie, het woord ‘redelijkerwijze’ is gebruikt<sup>29</sup>. Het Hof verduidelijkt dat de in een bepaalde taalversie gebruikte formulering niet als enige grondslag voor interpretatie kan dienen, noch voorrang aan een bepaalde taalversie kan worden gegeven<sup>30</sup>. In plaats daarvan moet een eenvormige interpretatie in samenhang met het doel van de regeling worden bepaald. Steunend op deze aanvaardde principes en het feit dat alle taalversies met de uitzondering van de Duitse gebruik maken van de term ‘redelijkerwijze’, kan volgens het Hof worden besloten dat de term ‘redelijkerwijze’ het criterium vormt dat door de Europese wetgever bepaald is om de precieze natuur van de informatie te bepalen (r.o. 44)<sup>31</sup>.

16. Wat de toepassing van het criterium ‘redelijkerwijs’ betreft, stelt het Hof dat dit steeds moet worden beoordeeld op grond van een globale beschouwing van alle beschikbare gegevens (r.o. 45)<sup>32</sup>. Uit de formulering van het criterium ‘redelijkerwijs’ volgt volgens het Hof evenwel dat een grote mate van waarschijnlijkheid niet vereist is (r.o. 46)<sup>33</sup>. Een andere interpretatie zou volgens het Hof strijdig zijn met de doelstellingen van de richtlijn die het bevorderen van de integriteit van de markt en de bescherming van het beleggersvertrouwen voorop stellen. Net zoals in de conclusie van de advocaat-generaal stelt het Hof hierbij nadrukkelijk dat de vereiste van een hoge graad van waarschijnlijkheid anderszins de mogelijkheid zou bieden te handelen op grond van deze informatie in het nadeel van het beleggerspubliek dat niet op de hoogte is. Het Hof benadrukt dat personen die

over voorwetenschap beschikken een oneerlijk voordeel zouden kunnen behalen op grond van die informatie ten nadele van andere marktdeelnemers die niet op de hoogte zijn, indien het begrip voorkennis restrictief zou worden uitgelegd (r.o. 47). De interpretatie van zowel het Hof als de advocaat-generaal lijken overigens opnieuw eerder te steunen op overwegingen inzake schadelijke handel met voorwetenschap dan een volledige en correcte informatie van het beleggerspubliek<sup>34</sup>, terwijl het in onderhavige zaak niettemin dat laatste was wat ter discussie stond.

17. Volgens het Hof volstaat het dan ook dat de gebeurtenis of situatie waarop de informatie betrekking heeft ‘reëel’ is opdat de informatie als concreet kan worden beschouwd (r.o. 49). Onwaarschijnlijke gebeurtenissen kunnen dan weer niet als voldoende concreet worden beschouwd aangezien dit de rechtszekerheid niet ten goede zou komen (r.o. 48)<sup>35</sup>.

## 2. De onderlinge samenhang tussen de voorwaarden van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn

18. Kort samengevat peilt het tweede deel van de vraag naar de onderlinge samenhang tussen de voorwaarden van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn. Meer specifiek vraagt het Bundesgerichtshof of de vereiste mate van waarschijnlijkheid kan variëren naar gelang de mogelijke impact van de informatie op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Het Hof stelt dat de formulering van de voorwaarden geen basis voor dergelijke interpretatie biedt (r.o. 52)<sup>36</sup>. Het Hof verduidelijkt verder dat beide voorwaarden minimumvoorwaarden zijn om informatie als voorkennis te kunnen beschouwen, doch dat elke voorwaarde afzonderlijk moet worden voldaan<sup>37</sup>. Er is met andere woorden geen minder grote mate van waarschijnlijkheid vereist in functie van een grotere potentiële impact op de koers (r.o. 56).

19. Het Hof wijkt daarmee enigszins af van de positie voorgesteld door advocaat-generaal Mengozzi. Laatstgenoemde stelde dat in die gevallen waar een aanzienlijke (*‘significant’*) potentiële impact van de informatie op de koers van de effecten bestaat, het volstaat dat het ontstaan van de toekomstige gebeurtenis of situatie, hoewel onzeker,

27. Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 63 e.v.

28. Zie ook: PH. KOCH, “Die Ad-hoc-Publizität nach dem Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1365) 1366-1367; M. MEISTER, “Information privilegiée”, *Europe*, n° 8, augustus 2012, comm. 325 (noot bij *Geltl*).

29. *Geltl*-arrest, r.o. 42; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 63.

30. *Geltl*-arrest, r.o. 43; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 63-65. Zie bv. ook: HvJ 26 april 2012, C-510/10, r.o. 44; HvJ 25 maart 2010, C-451/08, r.o. 38; HvJ 27 maart 1990, C-372/88, r.o. 18-19.

31. Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 67; zie ook de referentie aan het criterium van de redelijkheid in de CESR-guidance: CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, doc. CESR/06-562b, juli 2007, beschikbaar op [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), p. 4-5, para. 1.5.

32. Cf. concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 67.

33. Zie ook concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 59 e.v.

34. Zie *Geltl*-arrest, r.o. 36, r.o. 47; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 49-52, nrs. 89-90. Zie hierover ook *infra*, randnrs. 26-27.

35. Met verwijzing naar cons. (3) preambule uitvoeringsrichtlijn.

36. Vgl. concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 109.

37. Zie ook concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 73.

niet onmogelijk noch onwaarschijnlijk is<sup>38</sup>. In essentie stelt advocaat-generaal Mengozzi eigenlijk voor om een equivalent van de in de Verenigde Staten gebruikelijke ‘*probability/magnitude-test*’ ook in het Europees financieel recht in te voeren<sup>39</sup>. Volgens deze test kan informatie als voldoende substantieel (*‘material’*) worden beschouwd zelfs als de kans dat de gebeurtenis zich effectief voltrekt lager is dan 50% voor zover de informatie op zich voldoende koersgevoelig is<sup>40</sup>. Hoewel het Hof aanneemt dat informatie over een onwaarschijnlijke gebeurtenis met mogelijks bijzonder zware gevolgen voor de emittent de koers van de betrokken instrumenten aanzienlijk zou kunnen beïnvloeden, aanvaardt het Hof niet dat dit volstaat om redelijkerwijze aan te nemen dat een gebeurtenis ook zal plaatsvinden (r.o. 54). Redelijk handelende beleggers nemen immers niet enkel de impact op de koers in acht bij het nemen van beleggingsbeslissingen, maar ook de mate van waarschijnlijkheid dat de gebeurtenis zich effectief voordoet (r.o. 55)<sup>41</sup>. Beide factoren, de redelijke verwachting dat een gebeurtenis al dan niet zal plaatsvinden en de mogelijke gevolgen voor de emittent, strekken er immers toe te bepalen of de informatie de koers kan beïnvloeden (r.o. 55).

**20.** Ook advocaat-generaal Mengozzi verwees herhaaldelijk naar de redelijk handelende belegger als uitgangspunt voor de toetsing van de concrete natuur van de informatie<sup>42</sup>.

Anders dan Daimler geargumenteed had, berust dit uitgangspunt voor de toetsing volgens de advocaat-generaal niet op veronderstelde verschillen tussen zogenaamde speculatieve beleggers – die niet door de richtlijn worden beschermd volgens Daimler – en redelijk handelende beleggers die daarentegen wel het voorwerp van bescherming vormen<sup>43</sup>. Daimler argumenteerde met name dat het Bundesgerichtshof verkeerdelijk de ingesteldheid van een speculatieve belegger als uitgangspunt had genomen in zijn evaluatie naar de precieze aard van de informatie<sup>44</sup>. Aangezien voor speculatieve beleggers de loutere koersgevoeligheid van de informatie doorslaggevend is ongeacht de redelijke verwachting inzake het tot stand komen van de gebeurtenis, daar waar redelijk handelende beleggers beide factoren als relevant zullen beschouwen, leidt dit volgens Daimler tot een te lage drempel om informatie als voldoende precies te aanvaarden, strijdig met het oogmerk van de richtlijn<sup>45</sup>. Advocaat-generaal Mengozzi verwerpt dit door Daimler voorgehouden onderscheid tussen speculatieve beleggers en redelijk handelende beleggers echter als referentiekader voor de beoordeling van de concrete aard van de informatie en verwijst daarentegen naar het doel van de richtlijn<sup>46</sup>. De richtlijn heeft niet tot doel een onderscheid te maken tussen welke beleggers worden beschermd, doch beoogt daarentegen alle beleggers op gelijke voet te plaatsen ongeacht de veronderstelde ingesteldheid, aldus de advocaat-generaal<sup>47</sup>.

<sup>38</sup> *Idem*, nr. 109. Zie voor een beschouwing van het standpunt van Adv.-Gen. Mengozzi en mogelijke implicaties: PH. KOCH, “Die Ad-hoc-Publizität nach dem Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1365) 1366; L. TEIGELACK, “Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1361) 1363.

<sup>39</sup> Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nr. 101, met verwijzing naar vn. 32 waar aan de Amerikaanse rechtspraak ter zake gerefereerd wordt; zie in dit verband ook PH. KOCH, “Die Ad-hoc-Publizität nach dem Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1365) 1366; K. LANGENBUCHER, “Der ‘vernünftige Anleger’ vor dem EuGH”, *BKR* 2012, nr. 4, (145) 147. Sterk gekant tegen de invoering van deze test in Europese context: D. KOCHER en S. WIDDER, “Die Absage des EuGH an den Probability Magnitude Test verdient uneingeschränkten Beifall”, *BB* 2012, Heft 30, 1817; en: G. BACHMANN, “Ad-hoc-Publizität nach ‘Geltl’”, *Der Betrieb* 2012, Heft 39, (2206) 2208; S. WIDDER en D. KOCHER, “European Insider Trading: European Court rejects probability magnitude test”, *JIBFL* 2012, nr. 8, 484. In verband met de zgn. ‘probability/magnitude-test’, zie: J.D. COX, R.W. HILLMAN en D.C. LANGEVOORT (eds.), *Securities Regulation. Cases and materials*, New York, Aspen, 2006, 584; S.J. CHOI en A.C. PRITCHARD, *Securities Law: the essentials*, Wolters Kluwer, 2008, 47-48; A.R. PALMITER, *Securities Regulation*, New York, Aspen Publishers, 2008, 78; de test werd initieel in de rechtspraak ontwikkeld, zie hiervoor de opinie van Justice Blackmun in *Basic, Inc. / Levinson*, 485 U.S. 224 (1988), met een verwijzing naar *SEC / Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d. 833 (2nd Cir. 1968) at 841: “whether facts are material [...] when the facts relate to a particular event and are undisclosed by those persons who are knowledgeable thereof 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”.

<sup>40</sup> De invoering van deze test zou het Europese concept van voorkennis gevoelig verrijkt hebben. Het Hof koos voor een beperktere (doch nog steeds vrij ruime invulling) van het concept voorkennis, mogelijks met de door de Commissie voorgestelde wijzigingen aan de definitie van voorkennis in het achterhoofd. Zie hiervoor ook *infra*, randnr. 24 e.v.

<sup>41</sup> De redelijk handelende belegger is ook het criterium om de koersgevoeligheid van informatie af te toetsen, zie art. 1, (2) uitvoeringsrichtlijn. Wat het concept ‘redelijk handelend belegger’ betreft, geeft CESR aan dat een redelijk handelend belegger een persoon is die rationeel handelt en denkt (“A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way”, CESR, *Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, CESR/02-089d, december 2002, p. 10, vn. 1). Aangezien dit een cirkelredenering inhoudt, verduidelijkt of concreetiseert dit echter weinig zoals ook C. Di Noia en M. Gargantini opmerken (C. DI NOIA en M. GARGANTINI, “Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime”, vol. 4, *ECFR* 2012, nr. 9, (484) 500-502. Voor een Nederlands/rechtsvergelijkend perspectief inzake dit begrip, zie onder meer: F.L. PIERIK, “De redelijk handelende belegger in Nederland en de Verenigde Staten”, *V&O* 2006, nr. 2, 22; D.R. DOORENBOS, *Handboek Marktmissbruik*, Deventer, Kluwer, 2008, 211; G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 252.

<sup>42</sup> Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, in het bijzonder nrs. 74, 79, 83, 86-91.

<sup>43</sup> *Idem*, nrs. 87, 91.

<sup>44</sup> *Idem*, nr. 86.

<sup>45</sup> *Idem*, nr. 86.

<sup>46</sup> *Idem*, nrs. 88-90.

<sup>47</sup> *Idem*, nrs. 88-90; zie ook: *Spector*-arrest, r.o. 47-48.

## IV. IMPACT EN GEVOLGEN VAN HET *GELTL*-ARREST

### A. Directe gevolgen voor de lidstaten

#### 1. Afzonderlijke fases van een in de tijd gespreid proces zijn mogelijk te beschouwen als voorkennis

21. Hoewel de doctrine in verschillende lidstaten deze zienswijze al naar voor had geschoven<sup>48</sup>, vormt het arrest niettemin de ondubbelzinnige bevestiging dat ook verschillende fases van een in de tijd gespreid proces afzonderlijk als voorkennis kunnen worden beschouwd. Voor enkele andere lidstaten houdt het arrest daarentegen een ingrijpende wijziging in. Zo merkte ESME in zijn evaluatierapport van 2007 reeds op dat bepaalde lidstaten ingevolge wijd uiteenlopende interpretaties van de vereiste van ‘concrete informatie’ de afzonderlijke fases in langduriger processen principieel niet als voorkennis beschouwen<sup>49</sup>. Deze lidstaten zullen ingevolge het *Geltl*-arrest genoodzaakt zijn hun beleid en toezicht bij te sturen.

#### 2. De invulling van de dubbele test van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn

22. In de lidstaten waar al langer gold dat ook tussenstappen voorwetenschap in de zin van de richtlijn kunnen uitmaken, bestond voornamelijk vooral de vraag op welk punt in de tijd de vereiste nauwkeurigheid precies wordt bereikt, en de verplichting tot bekendmaking dus bestaat. Met name in de context van overnames en fusies bestaat geregeld onzekerheid over het moment waarop bekendmaking verplicht wordt. Emittenten maken in dergelijke situaties dan ook niet zelden gebruik van de uitstelregeling voorzien in artikel 6, (2) richtlijn marktmisbruik<sup>50</sup>. Wijzend op het essentiële

belang van de specifieke feiten in dit soort zaken, lijkt de uitspraak van het Hof op dit punt weinig concreets toe te voegen<sup>51</sup>, al gaf het wel enkele algemene leidraden mee.

23. Op de vraag hoe waarschijnlijk een gebeurtenis of situatie moet zijn om als voldoende nauwkeurig te worden beschouwd, werd door het Hof niet de door het Bundesgerichtshof genoemde overwegende noch een hoge waarschijnlijkheid als standaard voorop gesteld. In plaats daarvan moet er een reële mogelijkheid tot het ontstaan van de situatie of gebeurtenis bedoeld in artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn bestaan. Deze reële mogelijkheid dient vastgesteld te worden op basis van een globale beschouwing van alle (*ex ante*) beschikbare informatie vanuit het standpunt van een redelijk handelend belegger. Dit lijkt erop te wijzen dat het Hof een niet al te hoge drempel wil stellen en een relatief ruime invulling aan het begrip voorkennis wil geven.

Hoewel het Hof de principes niet toepast op de feiten aan de basis van het arrest, lijkt het moeilijk vol te houden dat pas op 28 juli 2005, na de formele beslissing van de raad van commissarissen, voorkennis ontstond. Aannemelijk lijkt dat er nog geen sprake van voorkennis was op het moment dat het loutere voornemen bij de CEO bestond (in april 2005), maar of dit zo blijft in de verschillende volgende stappen die hierop zijn gevolgd is minder duidelijk. Achteraf beschouwd volgden na het voornemen tot opstappen in het bijzonder nog de kennisgeving van dit voornemen aan de voorzitter van de raad van commissarissen, gevolgd door het informeren van de andere leden van de bevoegde raden en organen. Daarnaast werd ook een opvolger gezocht en geïdentificeerd nog

48. Zie bv.: (België) M. TISON en F. RAVELINGIEN, “Preventie en repressie van misbruik van voorwetenschap in Belgisch recht na de omzetting van richtlijn 2003/6 inzake marktmisbruik” in M. TISON, *Belgisch kapitaalmarkt recht op Europese leest*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2007, 353; X. DIEUX en D. WILLERMAIN, “La transposition en droit belge de la directive ‘abus de marché’ et de ses mesures d’exécution”, *Bank Fin.R.* 2007, afl. 1, (3) 7; (Nederland): G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 224 e.v.; zie voor een toepassing bv.: Voorz. Rb. Amsterdam 27 april 2011, *JOR*, 2011/92 waarin vastgesteld werd dat een (nog niet definitieve) principeovereenkomst inzake een onderhandse plaatsing van converteerbare preferente aandelen van de beursgenoteerde vennootschap in kwestie voldoende concreet en koersgevoelig is om als voorwetenschap te worden beschouwd. Het feit dat de investering uiteindelijk niet gerealiseerd werd, werd niet als relevant beschouwd in de beoordeling. Zie ook: A.J.P. TILLEMA, “Nadere uitleg definitie voorwetenschap in Richtlijn 2003/6/EG en Richtlijn 2003/124/EG” in *Ondernemingsrecht* 2012, afl. 14, 646; (UK) E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis*, Oxford, Oxford University Press, 2005, 257. Met betrekking tot Duitsland zie bv.: K. LANGENBUCHER, “Der ‘vernünftige Anleger’ vor dem EuGH”, *BKR* 2012, nr. 4, 145 e.v.; M. HABERSACK, P.O. MÜLBERT en M. SCHLITT, *Handbuch der Kapitalmarktinformation*, München, Beck, 2008, 192-193, § 10, randnr. 15; A. BINGEL, “Die ‘Insiderinformation’ in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen”, *AG* 2012, (685) 689. De laatstgenoemde auteur merkt op dat hoewel de mogelijkheid van tussenstappen als voorwetenschap in de literatuur aanvaard werd, dit in de rechtspraak niet het geval was voor het *Geltl*-arrest (p. 689). Zie ook: L. KLÖHN, “Das Deutsche und Europäische Insiderrecht nach dem *Geltl*-Urteil des EuGH”, *ZIP* 2012, Heft 39, 1885.

49. ESME report, *Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, 2007, p. 6. Er wordt met name verwezen naar het standpunt van de Italiaanse markttoezichthouder Consob. Zie in verband met dat standpunt ook: C. DI NOIA en M. GARGANTINI, “Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime”, vol. 4, *ECFR* 2012, nr. 9, (484) 511 en vn. 85.

50. Zij het dat ook deze regeling het voorwerp van kritiek vormt en, in een reactie daarop, aangepast wordt in het voorstel van de Europese Commissie tot hervorming van de richtlijn marktmisbruik; EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM(2011) 651 final, 20 oktober 2011, te raadplegen op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm). Zie hieronder voor een bespreking van het voorstel voor zover relevant met betrekking tot het *Geltl*-arrest. Voor een uitgebreide bespreking van de uitstelregeling, de kritiek en voorgestelde wijzigingen, zie E. VANDENDRIESSCHE, “Marktmisbruik: de uitstelregeling in het licht van de bankencrisis en hervormingsperspectieven” in H. DE WULF, R. STEENNOT, M. TISON en C. VAN DER ELST, *Financiële regulering in de kring*, Antwerpen-Cambridge, Intersentia, 2012, (451) 483 e.v.

51. Zie in deze zin ook: G. BACHMANN, “Ad-hoc-Publizität nach ‘Geltl’”, *Der Betrieb* 2012, Heft 39, (2206) 2209.

voor de finale goedkeuring op 27 en 28 juli 2005. Een persbericht werd al sinds 10 juli 2005 voorbereid. Deze feiten lijken erop te wijzen dat het vertrek van de CEO ruim voor 27 juli 2005 een reële mogelijkheid was geworden. De eigenlijke beoordeling van de feiten in het licht van de interpretatie in het *Geltl*-arrest blijft echter een discretionaire bevoegdheid van de (in dit geval Duitse) nationale rechter<sup>52</sup>. Niettegenstaande de verduidelijking door het Hof inzake de vereiste standaard blijft de eigenlijke beoordeling in hoofdzaak immers een feitenkwestie die moeilijk op basis van algemene principes kan worden gestroomlijnd<sup>53</sup>.

Dit wordt ook erkend in de conclusie van de advocaat-generaal die stelt dat het criterium van de redelijkheid bewust en omwille van zijn discretionaire karakter is gekozen. Het instellen van een waarschijnlijkheidspercentage als drempel voor deze discretionaire beoordeling – zoals voorgesteld door de Commissie – werd om die reden niet opportuun gevonden<sup>54</sup>. Het blijft ook de vraag of het instellen van percentages werkelijk tot een oplossing zou bijdragen aangezien het inschatten van concrete percentages aan waarschijnlijkheid bij individuele, feitelijke situaties ons evenzeer een discretionaire aangelegenheid lijkt. Het nadeel van discretionaire beoordelingen is uiteraard een uiteenlopende toepassing van het redelijkheidscriterium afhankelijk van lidstaat tot lidstaat, zoals ook nu al het geval blijkt te zijn<sup>55</sup>. In grensoverschrijdende transacties of overnames blijft dergelijke divergentie tussen de nationale rechtstelsels dan ook een mogelijke bron van complicaties.

24. Uit het arrest blijkt wel duidelijk de noodzaak voor emittenten om in de toekomst de afzonderlijke ontwikkelingen en fases in langdurige processen en onderhandelingen met een verhoogde waakzaamheid op te volgen en zich bewust te zijn van de mogelijke verplichting om deze ontwikkelingen bekend te maken. Desgevallend kan in die

gevallen ook nog beroep worden gedaan op het uitstel van bekendmaking voorzien in artikel 6, (2) richtlijn marktmisbruik wanneer een rechtmatig belang dergelijk uitstel rechtvaardigt<sup>56</sup>.

## B. Het *Geltl*-arrest in het licht van het voorstel tot verordening betreffende marktmisbruik

### 1. De definitie van voorwetenschap in de richtlijn marktmisbruik: bron van kritiek

25. Op 20 oktober 2011 werd het voorstel van de Europese Commissie tot hervorming van de richtlijn marktmisbruik bekendgemaakt<sup>57</sup>. Een van de voorgestelde wijzigingen betreft de definitie van voorwetenschap. In de huidige richtlijn marktmisbruik wordt eenzelfde definitie van voorkennis gebruikt om het verbod op handel met voorkennis te begrenzen als om de reikwijdte van de bekendmaking van ad hoc-informatie te bepalen<sup>58</sup>. Bijgevolg heeft de kwalificatie van bepaalde informatie als voorwetenschap tot gevolg dat de informatie niet meer mag worden gebruikt door insiders in de context van verboden transacties met voorkennis en tegelijkertijd ontstaat de bekendmakingsplicht onder de doorlopende informatieverplichting voor beursgenoteerde ondernemingen. Deze uniforme definitie van voorwetenschap is geruime tijd het voorwerp van kritiek geweest<sup>59</sup>.

De kritiek op de uniforme definitie volgt hoofdzakelijk uit de verschillende doelstellingen die de regels rond het verbod op handel met voorkennis en de informatieverplichtingen nastreven<sup>60</sup>. Daar waar de informatieverplichtingen beogen het beleggersvertrouwen te versterken door de markt tijdig van adequate informatie te voorzien, zijn de regels inzake insider trading erop gericht beleggers te beschermen tegen nadelen door te handelen met marktpartijen die over bevoorrechte informatie beschikken en dus de

<sup>52</sup> Zie ook: D. KOCHER en S. WIDDER, "Die Absage des EuGH an den Probability Magnitude Test verdient uneingeschränkten Beifall", *BB* 2012, Heft 30, 1817; A. SCHALL in een noot naar aanleiding van het *Geltl*-arrest, *ZIP* 2012, Heft 27, (1286) 1288.

<sup>53</sup> Zie bv. de onduidelijkheid beschreven in het rapport van de Nederlandse AFM over het 5 jaar uitoefenen van het toezicht op marktmisbruik: "Voor de vraag wanneer informatie publiek moet worden gemaakt, moet eerst worden beoordeeld of sprake is van voorwetenschap. [Wat betreft deze vraag] was de praktijk lange tijd dat beoordeeld werd en moest worden of bij openbaarmaking sprake zou kunnen zijn van 'significante invloed' op de koers. Daarvoor kan men zeker een gevoel ontwikkelen. Inmiddels lijkt de AFM echter het accent te verschuiven naar wat een 'redelijk handelend belegger' waarschijnlijk relevant zal achten voor zijn beleggingsbeslissing. Dat criterium is echter zo ruim en open dat ondernemingen dat moeilijk vooraf kunnen bepalen." in AFM, *Vijf jaar toezicht op marktmisbruik. Een Europees regime in ontwikkeling*, 2010, te raadplegen op [www.afm.nl](http://www.afm.nl), p. 19. Zie ook CESR, *Market Abuse Directive. Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, doc. CESR/06-562b, juli 2007, beschikbaar op [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), p. 4-5, § 1.5., waar benadrukt wordt dat de beoordeling geval per geval dient te gebeuren in het licht van de beschikbare informatie en de gegeven omstandigheden; in dezelfde zin: N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, Oxford University Press, 2008, 917, waar gewezen wordt op de spanning tussen het strikt definiëren van het concept voorkennis en het behoud van de nodige flexibiliteit in het licht van de marktvolatilities.

<sup>54</sup> Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 80-81. Zie met betrekking tot het instellen van dergelijk percentage ook BGH 25 februari 2008, II ZB 9/07, *AG* 2008, 380. In de beslissing werd een percentage van 50% als grens vooropgesteld. Zie voor een bespreking: A. BINGEL, "Die 'Insiderinformation' in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen", *AG* 2012, (685) 687.

<sup>55</sup> In het ESME-rapport wordt specifiek naar de bestaande divergentie inzake de voorwaarde van de nauwkeurigheid verwezen. ESME-Report, *Market Abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, 2007, p. 6. Zie over de redenen voor de uiteenlopende interpretatie ook: G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 225-228.

<sup>56</sup> Behalve (1) een rechtmatig belang is ook vereist dat (2) het uitstel waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft en dat (3) de emittent de vertrouwelijkheid van de informatie kan waarborgen. Zie art. 6, (2) richtlijn marktmisbruik.

<sup>57</sup> EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM(2011) 651 final, 20 oktober 2011, te raadplegen op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm).

<sup>58</sup> Art. 1, (1) Richtlijn Marktmisbruik *juncto* art. 2, (1) en art. 6, (1) Richtlijn Marktmisbruik.

gelijkheid van de marktdeelnemers te garanderen. De verschillende doelstellingen waarop deze verplichtingen steunen, gaan echter niet steeds naadloos in elkaar over. Meer bepaald bestaat de mogelijkheid dat koersgevoelige informatie reeds in een relatief vroeg stadium door insiders in hun voordeel wordt aangewend, terwijl er tevens (goede) redenen voorhanden kunnen zijn om de informatie (voorlopig) nog niet bekend te maken aan het grote publiek. Als gevolg van de gelijkschakeling van het concept voorwetenschap voor zowel de regeling inzake handel met voorkennis als de openbaarmakingsplicht dienen rechtsprekende en toezichthoudende instanties die geconfronteerd worden met vragen over de definitie van voorkennis echter steeds de gevolgen van hun beslissingen in beide contexten te overwegen. In die zin is het niet ondenkbaar dat de definitie van voorkennis bijzonder ruim wordt ingevuld met het oogmerk handel met voorkennis uit te sluiten, hoewel dergelijke ruime invulling vanuit de doelstellingen van de bekendmakingsplicht niet steeds noodzakelijk of wenselijk hoeft te zijn<sup>61</sup>. Of anders gesteld, terwijl het verbod van handel met voorkennis ongetwijfeld gebaat is met de ruime definitie van het concept ‘voorwetenschap’, leidt het gebruik van dit zelfde begrip in de context van de informatieverplichtingen tot een bijzonder uitgebreide, en volgens sommigen te uitgebreide, bekendmakingsplicht<sup>62</sup>.

26. Dit laatste wordt ook enigszins geïllustreerd door het *Geltl*-arrest. Zoals hierboven reeds benadrukt wordt in het onderbouwen van de redenering zowel door het Hof als door de advocaat-generaal overwegend naar doelstellingen in verband met het verbieden van insider trading verwezen, eerder dan naar overwegingen inzake de correcte en tijdige informatievoorziening naar de markt toe<sup>63</sup>. De klacht aan de basis van het *Geltl*-arrest betreft immers geen kwestie van verboden handel met voorkennis maar een beweerde inbreuk op de informatieverplichtingen<sup>64</sup>. Vanuit deze vaststellingen hoeft het dan ook niet te verwonderen dat de aanhoudende kritiek op de uniforme definitie van voorkennis aanleiding lijkt te hebben gegeven tot een voorstel voor een aangepaste definitie in het hervormingsvoorstel van de Commissie<sup>65</sup>.

## 2. De voorgestelde wijziging in het Commissievoorstel tot hervorming van de richtlijn marktmisbruik

27. In haar voorstel behoudt de Commissie de oorspronkelijke definitie van voorkennis in het voorgestelde artikel 6, (1), (a) en voegt er de hierboven besproken verduidelijkingen uit de uitvoeringsrichtlijn inzake de vereiste nauwkeurigheid aan toe<sup>66</sup>. Tezelfdertijd wordt een paragraaf (e) toegevoegd aan het voorgestelde artikel 6, (1). Volgens artikel (6), (1), (e) wordt informatie die niet als voorkennis wordt beschouwd in de zin van artikel 6, (1), (a) tot (d) maar

59. Zie het voorstel tot hervorming van de Richtlijn Marktmisbruik van de Commissie: EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM(2011) 651 final, 20 oktober 2011, te raadplegen op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm), p. 9 en recital (14) (MAR). Zie hierover uitgebreid: J.L. HANSEN en D. MOALEM, “The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution”, *CMLR* 2009, iss. 3, vol. 4, 323-340; zie in deze zin ook: European Securities markets Expert Group (ESME) Report, *Market Abuse EU legal Framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, 6 juli 2007, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/mad\\_070706\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf), 1, 5 e.v.; zie ook: G.T.J. HOFF, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer, Kluwer, 2011, 215 e.v.; M. SIEMS en M. NELEMANS, “The reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution”, *The Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 19, 2012, 195-205; ook te raadplegen op: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2037727](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2037727), p. 7; C. DI NOIA, *Reviewing Market Abuse regime: some indications from the ESME report*, november 2008, beschikbaar op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/mad\\_di\\_noia\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/mad_di_noia_en.pdf) (de auteur, C. Di Noia, is lid van ESME en was rapporteur van de subgroep die het hiervoor vermelde ESME-rapport opstelde). De kritiek werd ook opgenomen in de call for evidence uitgegeven door de Europese Commissie naar aanleiding van de herziening van de richtlijn marktmisbruik: *Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*, april 2009, beschikbaar op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm), p. 7 e.v. Zie ook: N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, Oxford University Press, 2008, 970-971; J. LATUI, “Disclosure of inside information and troubled financial institutions: a critical analysis of Member State practice”, *Law and Financial Markets Review*, januari 2011, (62) 63; J.L. HANSEN en D. MOALEM, “The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution”, *CMLR* 2009, iss. 3, vol. 4, 323-340. Voor een genuanceerde analyse inzake het opzet en de structuur van de richtlijn, zie ook N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, Oxford University Press, 2008, 916-917; C. DI NOIA en M. GARGANTINI, “Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime”, vol. 4, *ECFR* 2012, nr. 9, (484) 517 e.v.

60. *Idem*.

61. *Idem*.

62. *Idem*.

63. *Geltl*-arrest, r.o. 36, r.o. 47; concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 49-52, nrs. 89-90.

64. Ook in het besproken verweer van Daimler komt deze tweespalt enigszins aan de oppervlakte. In dit verweer schemerde immers ook een verwijt door aan het Duitse *Bundersgerichtshof* wegens het uitgaan van de positie van een speculatieve insider in de beoordeling van de informatie, eerder dan de zienswijze van een redelijk handelend belegger. Daimler stelde dat deze uitgangspositie strijdig was met de doelstelling van de doorlopende informatieverplichting. Kort samengevat houdt het verweer van Daimler in dat waar een speculatieve insider mogelijks verrichtingen zou kunnen stellen op grond van de informatie die op dat moment beschikbaar was, dit niet geldt voor redelijk handelende beleggers die niet enkel de koersgevoeligheid van de informatie in overweging nemen, maar eveneens de mate van waarschijnlijkheid dat de situatie of omstandigheden zich effectief zullen voordoen. Adv.-Gen. Mengozzi ging hier echter niet dieper op in en wees het verweer af met het argument dat de richtlijn marktmisbruik beoogt beleggers op gelijke voet te plaatsen door deze laatstgenoemden te beschermen tegen nadelige transacties met marktpartijen die over voorwetenschap beschikken (concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij *Geltl*, nrs. 88-91).

65. EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM(2011) 651 final, 20 oktober 2011, te raadplegen op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm), p. 29, art. 6.

66. Art. 6, (2) in het voorstel: EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse)*, COM(2011) 651 final, 20 oktober 2011, te raadplegen op: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm), p. 30. Zie ook: J. ITALIANER, “Naar een versterkt marktmisbruikregime”, *Ondernemingsrecht* 2012, (385) 386.

eveneens betrekking heeft op een of meer emittenten en niet publiek is gemaakt ook als voorkennis gedefinieerd indien de informatie door een redelijk handelend belegger die regelmatig transacties stelt als relevant zou worden beschouwd voor het nemen van zijn beleggingsbeslissingen<sup>67</sup>. Waar handel met voorkennis verboden wordt in artikel 7 *juncto* artikel 9, voorziet artikel 12 een bekendmakingsplicht ingeval voorkennis ontstaat met uitzondering van de voorkennis in de zin van voornoemd artikel (6), (1), (e). Bijgevolg leidt het ontstaan van voorkennis in de zin van artikel (6), (1), (e) niet tot het ontstaan van een bekendmakingsplicht, doch wel tot een verbod tot handelen voor insiders<sup>68</sup>.

28. In het licht van de voorgestelde opsplitsing van deze definitie lijkt de positie inzake de definitie van voorkennis van het Hof beter aangepast dan die van de advocaat-generaal. Deze laatste leek te neigen naar een bijzonder brede definitie van voorkennis waarbij de loutere koersgevoeligheid doorslaggevend kon zijn<sup>69</sup>. Het relatief beperkte belang van de waarschijnlijkheid dat de situatie of omstandigheid

bedoeld in artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn zich zou voordoen bleek niet alleen uit overweging 35 in de conclusie maar tevens uit de reeds besproken positie van de advocaat-generaal inzake de onderlinge samenhang tussen de voorwaarden van artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn<sup>70</sup>. Indien het Hof de positie van de advocaat-generaal was gevolgd, kon de waarde van de onderscheiden categorie van voorkennis gedefinieerd in artikel (6), (1), (e) enigszins in vraag worden gesteld<sup>71</sup>. Aangezien het hervormingsvoorstel de huidige definitie van voorwetenschap behoudt en artikel 1, (1) uitvoeringsrichtlijn woordelijk wordt overgenomen ter aanvulling van de definitie deed de positie ingenomen door advocaat-generaal Mengozzi de vraag rijzen welke informatie nog kon gevat worden door de aparte categorie van voorkennis in de zin van artikel (6), (1), (e). Anders dan advocaat-generaal Mengozzi echter benadrukte het Hof het belang van beide voorwaarden, waardoor een onderscheiden categorie van voorkennis (afhankelijk van de context van handel met voorkennis dan wel de doorlopende informatieverplichting) mogelijk en zinvol is.

## V. CONCLUSIE

29. Het *Geltl*-arrest bevestigde in duidelijke taal dat de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, ook voldoende concreet kunnen zijn om als ‘voorwetenschap’ in de zin van de richtlijn marktmisbruik te worden aangemerkt. Wat betreft de invulling van de voorwaarde van het bestaan van concrete informatie gaf het Hof aan dat de reële verwachting dat de bedoelde gebeurtenis of situatie in de toekomst zal ontstaan, volstaat. De invulling van de reële verwachting blijft niettemin een overwegend discretionaire en feitelijke beoordeling afhankelijk van de concrete omstandigheden van het geval. Het Hof verwierp de stelling van advocaat-generaal Mengozzi dat de twee cumulatieve voorwaarden om de nauwkeurigheid van informatie te

beoordelen onderling afhankelijk zouden zijn, in die zin dat de vereiste mate van waarschijnlijkheid kan variëren naar gelang de mogelijke impact van de informatie op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Het Hof hield daarentegen vast aan de stelling dat beide voorwaarden minimumvoorwaarden zijn die onafhankelijk van elkaar gewogen moeten worden en beiden cumulatief voldaan moeten zijn opdat er van concrete informatie sprake zou zijn. De bijdrage besloot met enkele beschouwingen van het arrest in het kader van de door de Commissie voorgestelde wijzigingen aan de richtlijn marktmisbruik en concludeerde dat de positie van het Hof de nieuwe definitie van voorkennis niet in de weg staat.

67. Het voorgestelde art. 6, (1), (e) luidt: “[For the purposes of this Regulation, inside information shall comprise the following:] types of information: information not falling within paragraphs (a), (b), (c) or (d) relating to one or more issuers of financial instruments or to one or more financial instruments, which is not generally available to the public, but which, if it were available to a reasonable investor, who regularly deals on the market and in the financial instrument or a related spot commodity contract concerned, would be regarded by that person as relevant when deciding the terms on which transactions in the financial instrument or a related spot commodity contract should be effected.”

68. De voorkennis bedoeld in art. 6, (1), (e) werd in de literatuur bijgevolg ook als een soort ‘*voorkennis-light*’ bestempeld. Zie bv. L. TEIGELACK, “Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1361) 1363; zie ook: G. BACHMANN, “Ad-hoc-Publizität nach ‘*Geltl*’”, *Der Betrieb* 2012, Heft 39, (2206) 2211.

69. Door genoeg te nemen met een relatief lage graad van waarschijnlijkheid dat de situatie of gebeurtenis uit art. 1, (1) uitvoeringsrichtlijn zich werkelijk zal voordoen (*‘not impossible nor improbable’*) indien de informatie een relatief hoge koersgevoeligheid inhoudt, kan deze laatste factor bijzonder zwaar doorwegen. *Concl. Adv.-Gen. Mengozzi bij Geltl*, nr. 106.

70. *Idem*.

71. Zie ook: L. TEIGELACK, “Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1361) 1363; PH. KOCH, “Die Ad-hoc-Publizität nach dem Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung”, *BB* 2012, Heft 22, (1365) 1367.