



## Jurisprudentie

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL  
M. WATHELET  
van 18 december 2014<sup>1</sup>

**Zaak C-628/13**

**Jean-Bernard Lafonta**  
**tegen**  
**Autorité des marchés financiers (AMF)**

[verzoek van de Cour de cassation (Frankrijk) om een prejudiciële beslissing]

„Harmonisatie van de wetgevingen — Financiële diensten — Richtlijn 2003/6/EG — Begrip ‚voorwetenschap’ — ‚Concrete’ informatie — Richtlijn 2003/124/EG — Potentiële beïnvloeding van de koers van de financiële instrumenten in een bepaalde zin”

### I – Inleiding

1. Het onderhavige verzoek van de Cour de cassation (Frankrijk) om een prejudiciële beslissing, dat ter griffie van het Hof is neergelegd op 2 december 2013, 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)<sup>2</sup> 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<sup>3</sup>.

2. De verwijzende rechter heeft zijn vraag gesteld in het kader van een geding tussen Lafonta en de Autorité des marchés financiers (autoriteit financiële markten; hierna: „AMF”) betreffende een financiële transactie waarmee Wendel SA (hierna: „Wendel”), waarvan de raad van bestuur ten tijde van de relevante feiten van het hoofdgeding werd voorgezeten door Lafonta, een aanzienlijke deelneming heeft kunnen verwerven in het kapitaal van de vennootschap Saint-Gobain. AMF is van mening dat Lafonta de nationale bepalingen inzake de openbaarmaking van voorwetenschap heeft geschonden door de informatie waaruit bleek dat deze transactie werd opgezet, niet aan het publiek bekend te maken, en heeft hem een geldboete van 1,5 miljoen EUR opgelegd.

1 — Oorspronkelijke taal: Frans.

2 — PB L 96, blz. 16.

3 — PB L 339, blz. 70. De richtlijnen 2003/6 en 2003/124 zijn met ingang van 3 juli 2016 ingetrokken bij artikel 37 van verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van richtlijn 2003/6 en richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PB L 173, blz. 1). Evenwel zij opgemerkt dat artikel 7 van verordening nr. 596/2014, met als opschrift „Voorwetenschap”, de inhoud van zowel artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 als artikel 1 van richtlijn 2003/124 overneemt en de draagwijdte van dit begrip toelicht.

## II – Unierecht

### A – Richtlijn 2003/6

3. Artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6/EG luidt als volgt:

„Voor de toepassing van deze richtlijn wordt verstaan onder:

1. ‚voorwetenschap’: 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.

[...]”

4. Artikel 2 van deze richtlijn bepaalt:

„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 toezichthoudende 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.”

5. Artikel 6, leden 1 en 2, van de richtlijn luidt als volgt:

„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.”

#### B – Richtlijn 2003/124

6. Artikel 1 van richtlijn 2003/124, met als opschrift „Voorwetenschap”, bepaalt:

„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.”

#### III – Hoofdgeding en prejudiciële vraag

7. Tussen december 2006 en juni 2007 heeft Wendel met vier kredietinstellingen (hierna: „banken”) „total return swaps” (totale-opbrengstswaps; hierna: „TRS”) gesloten met als onderliggend actief de aandelen van de vennootschap Saint-Gobain. Om zich in te dekken, hebben de banken in totaal 85 miljoen aandelen van Saint-Gobain verworven.

8. Tijdens de geldigheidsduur van de overeenkomsten diende Wendel de banken een vergoeding te betalen en ontving zij van hen het bedrag van de aan de aandelen van Saint-Gobain verbonden dividenden. Bij de afwikkeling van de overeenkomsten, die aan het einde van de gestelde periode of, op initiatief van Wendel, vroeger kon plaatsvinden, moest het verschil worden berekend tussen de „referentieprij”, die overeenstemde met de waarde van het effect op het ogenblik van de totstandkoming van de TRS, en de „afwikkelingsprij”, die overeenstemde met de waarde van het effect op de datum van de afwikkeling. Indien er een meerwaarde was, kwam deze toe aan Wendel. In geval van minderwaarde diende Wendel het verschil te betalen aan de bank.

9. Samen met de sluiting van de TRS heeft Wendel van de banken en een andere kredietinstelling financiële steun ontvangen voor een totaal bedrag dat ongeveer met dat van de TRS overeenstemde.

10. Na op 3 september 2007 te hebben besloten om de TRS geleidelijk af te wikkelen, heeft Wendel tussen die datum en 27 november 2007 meer dan 66 miljoen aandelen verworven, die 17,6 % van het kapitaal van Saint-Gobain uitmaakten, en heeft zij tussen 26 september 2007 en 26 maart 2008 aan AMF verklaard dat zij de drempels van 5 %, 10 %, 15 % en 20 % van het kapitaal van Saint-Gobain had overschreden.

11. AMF was van mening dat de raad van bestuur van Wendel weliswaar op 3 september 2007 officieel het besluit had genomen om de economische blootstelling aan Saint-Gobain om te zetten in het fysieke bezit van effecten van deze vennootschap, maar dat uit de gegevens in het onderzoeksrapport van de directie onderzoek en markttoezicht van AMF betreffende de omstandigheden waarin Wendel haar participatie in Saint-Gobain kon vergroten en uit het feit dat Wendel ten tijde van de ondertekening van de TRS-overeenkomsten financiële steun ontving die haar de mogelijkheid bood om op termijn de effecten van Saint-Gobain te verwerven die in het kader van de afwikkeling van de TRS door de banken zouden worden overgedragen, blijkt dat van meet af aan de wil bestond om een aanzienlijke participatie te nemen in het kapitaal van Saint-Gobain en dat de betrokken transactie met dat doel was opgezet.

12. AMF heeft Wendel en Lafonta bijgevolg verweten dat zij de voornaamste kenmerken van de door de Wendel voorbereide „financiële transactie”, „die haar in staat diende te stellen een aanzienlijke deelneming te verwerven in het kapitaal van Saint-Gobain”, niet „uiterlijk op 21 juni 2007, de datum waarop alle TRS met de banken waren gesloten”, openbaar hebben gemaakt, en dat zij vóór het ontstaan van de verplichting om mee te delen dat de drempel van 5 % was overschreden, niet aan het publiek bekend hadden gemaakt dat zij voorwetenschap hadden van het feit dat „Wendel bovengenoemde transactie had opgezet om een aanzienlijke participatie in het kapitaal van Saint-Gobain te kunnen nemen”.

13. Bij besluit van 13 december 2010 heeft de sanctiecommissie van AMF deze grieven gegrond verklaard en Wendel en Lafonta een geldboete van 1,5 miljoen EUR opgelegd.

14. Lafonta heeft een beroep ingesteld bij de cour d'appel de Paris, die het besluit van AMF heeft bevestigd. Tegen dat arrest heeft Lafonta cassatieberoep ingesteld bij de verwijzende rechter.

15. Volgens Lafonta is de informatie slechts „concreet” indien de bezitter van deze informatie op basis hiervan kan voorzien in welke richting de koers van het effect van de betrokken emittent zal evolueren wanneer deze informatie openbaar wordt gemaakt. De bezitter van de informatie kan maar weten of hij moet kopen dan wel verkopen indien hij op basis van deze informatie kan voorzien of de koers van het betrokken effect zal stijgen dan wel dalen. Slechts in dat geval levert deze informatie hem dus een voordeel op ten opzichte van alle andere marktdeelnemers, die hier niet van op de hoogte zijn. Lafonta voegt hieraan toe dat in casu niet kon worden voorzien of de openbaarmaking van de informatie betreffende de deelneming van Wendel in het kapitaal van Saint-Gobain de koers van het aandeel van Wendel zou doen stijgen of dalen.

16. Volgens AMF gaat een dergelijk vereiste verder dan wat in de tekst van de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 is bepaald. In deze richtlijnen is nergens sprake van de richting waarin de koers van de betrokken financiële instrumenten ten gevolge van de bekendmaking zou kunnen evolueren. Zij betoogt dat het „onderscheidend criterium tussen concrete informatie en niet-concrete informatie is of de informatie al dan niet invloed kan uitoefenen op de markt, zodat elke informatie waarvoor kan worden geconcludeerd dat zij tot een koerswijziging zou kunnen leiden indien zij bekend was, door dit loutere feit concrete informatie vormt. Daarnaast moet nog worden aangetoond dat de betrokken gebeurtenis aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van het effect.”

17. In die omstandigheden heeft de Cour de cassation de behandeling van de zaak geschorst en het Hof verzocht om een prejudiciële beslissing over de volgende vraag:

„Moeten artikel 1, punt 1, van richtlijn [2003/6] en artikel 1, lid 1, van richtlijn [2003/124] aldus worden uitgelegd dat enkel informatie waaruit met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden afgeleid in welke zin de koers van de betrokken financiële instrumenten mogelijkerewijs zal worden beïnvloed zodra zij openbaar zal worden gemaakt, concrete informatie in de zin van deze bepalingen kan vormen?”

#### IV – Procesverloop voor het Hof

18. Lafonta, de Franse, de Tsjechische, de Duitse, de Italiaanse en de Poolse regering en de Europese Commissie hebben schriftelijke opmerkingen ingediend. Lafonta, de Franse en de Poolse regering en de Commissie hebben ter terechtzitting van 13 november 2014 mondelinge opmerkingen geformuleerd.

#### V – Analyse

##### A – Voorafgaande opmerkingen

19. De vraag van de verwijzende rechter heeft betrekking op het begrip „voorwetenschap”, zoals omschreven in artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6, en meer bepaald op het „concrete karakter” van de betrokken informatie, zoals omschreven in artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124.

20. Zoals blijkt uit de titel ervan, beoogt richtlijn 2003/6 handel met voorwetenschap en marktmisbruik te bestrijden.

21. Ter verwezenlijking van deze doelstellingen verbiedt richtlijn 2003/6 met name in artikel 2, lid 1, ervan handel met voorwetenschap<sup>4</sup>, namelijk het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap<sup>5</sup>, en bepaalt zij in artikel 6, lid 1, eerste alinea, ervan dat emittenten van financiële instrumenten voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar moeten maken, voor zover deze rechtstreeks op hen betrekking heeft. Bovendien bepaalt artikel 14, lid 1, van richtlijn 2003/6 dat de lidstaten administratieve maatregelen of sancties<sup>6</sup> moeten opleggen aan de verantwoordelijke personen indien met name de artikelen 2, lid 1, en 6, lid 1, eerste alinea, ervan niet worden nageleefd.<sup>7</sup>

22. Volgens de overwegingen 2 en 12 van richtlijn 2003/6 verbiedt deze richtlijn dus handel met voorwetenschap teneinde de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten, dat onder meer berust op de omstandigheid dat zij op voet van gelijkheid verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap.<sup>8</sup> De wetgever van de Europese Unie heeft zich in overweging 15 van richtlijn 2003/6 op het standpunt gesteld dat handel met voorwetenschap en marktmanipulatie een belemmering zijn voor volledige en reële markttransparantie, die voor alle marktdeelnemers in geïntegreerde financiële markten een eerste vereiste is om handelstransacties te kunnen verrichten. In de eerste volzin van overweging 24 van richtlijn 2003/6 wordt gepreciseerd 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.<sup>9</sup>

4 — In punt 48 van het arrest Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806) heeft het Hof voor recht verklaard dat „met het verbod van artikel 2, lid 1, van richtlijn 2003/6 [wordt] beoogd de gelijkheid van de partijen bij een beurstransactie te waarborgen, door te vermijden dat een van de medecontractanten die over voorwetenschap beschikt en derhalve een voordeel heeft ten opzichte van de andere investeerders, hiervan profiteert ten nadele van de anderen, die hiervan niet op de hoogte zijn”.

5 — Zie arrest Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 33 en aldaar aangehaalde rechtspraak).

6 — Deze door de lidstaten vastgelegde administratieve maatregelen en sancties gelden „[o]nverminderd het recht van de lidstaten tot het opleggen van strafrechtelijke sancties”. Zie artikel 14, lid 1, van richtlijn 2003/6.

7 — De lidstaten moeten in dit verband erop toezien dat deze maatregelen doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn (artikel 14, lid 1, van richtlijn 2003/6).

8 — Zie arrest Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punt 47).

9 — Zie eveneens in die zin arrest Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 34).

23. Hieruit volgt dat het begrip „voorwetenschap”, zoals omschreven in artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6, een sleutelbegrip is dat van fundamenteel belang is, gelet op de centrale rol die het vervult in de artikelen 2, lid 1, en 6, lid 1, eerste alinea, van deze richtlijn. Voorts vereist de verplichting van de lidstaten om sancties op te leggen op grond van artikel 14, lid 1, van deze richtlijn dat de definitie van dit begrip duidelijk is en voldoet aan de vereisten van rechtszekerheid.

24. De feiten van het hoofdeding hebben betrekking op de in artikel 6, lid 1, eerste alinea, van richtlijn 2003/6 vastgestelde verplichting om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. Deze aan de emittenten van financiële instrumenten opgelegde „positieve”<sup>10</sup> verplichting beoogt de nodige transparantie te verzekeren om ervoor te zorgen dat de doelstellingen van deze richtlijn in acht worden genomen.<sup>11</sup>

25. Artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 somt de vier wezenlijke bestanddelen van voorwetenschap op: ten eerste moet de informatie concreet zijn, ten tweede mag zij niet openbaar zijn gemaakt, ten derde moet zij rechtstreeks of middellijk betrekking hebben op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten, en ten vierde moet zij een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten.<sup>12</sup>

26. Om de rechtszekerheid voor de marktdeelnemers, waaronder de emittenten van financiële instrumenten, te vergroten, biedt richtlijn 2003/124 een nauwkeuriger omschrijving van twee essentiële bestanddelen van de definitie van voorwetenschap<sup>13</sup>, namelijk van het concrete karakter van de informatie (eerste bestanddeel) en van de aanzienlijke invloed die deze informatie zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten (vierde bestanddeel).

27. In punt 53 van bovengenoemd arrest *Geltl* heeft het Hof geoordeeld dat de twee bestanddelen van voorwetenschap die zijn vermeld in respectievelijk lid 1 en lid 2 van artikel 1 van richtlijn 2003/124, minimumvoorwaarden zijn die beide moeten zijn vervuld om informatie te kunnen beschouwen als „voorwetenschap” in de zin van artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6.

28. Bovendien heeft het Hof opgemerkt dat elk van deze aspecten op zich staat. Het concrete karakter van informatie hangt niet af van het vermogen ervan om aanzienlijke invloed te hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten.<sup>14</sup> Zoals de Franse regering heeft opgemerkt, is het immers „bij de beoordeling van het concrete karakter van de informatie niet relevant of een redelijke belegger zijn beslissing op deze informatie kan baseren”.

29. Dienaangaande merk ik op dat „concrete” informatie in feite in de praktijk vaak aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van financiële instrumenten en aldus voorwetenschap vormt. Maar nogmaals, het concrete karakter van de informatie en het vermogen ervan om aanzienlijke invloed te hebben op de koers van financiële instrumenten vormen twee zowel noodzakelijke als juridisch onderscheiden voorwaarden.

10 — Artikel 2, lid 1, van richtlijn 2003/6, daarentegen, legt een „negatieve” verplichting op, namelijk de verplichting voor personen die over voorwetenschap beschikken om af te zien van bepaalde handelingen op de markten.

11 — Zie punten 20-22 van deze conclusie.

12 — Zie in die zin arresten *Spector Photo Group en Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, punt 52) en *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 25).

13 — Overweging 3 van richtlijn 2003/124.

14 — Zie arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 52).



B – *Het begrip „concreet”*

30. Volgens 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 kunnen trekken omtrent de mogelijke invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.<sup>15</sup>

31. De vraag van de verwijzende rechter heeft betrekking op de tweede van deze voorwaarden en strekt in wezen ertoe te vernemen of deze voorwaarde aldus moet worden uitgelegd dat informatie, om „concreet” te zijn, de mogelijkheid moet bieden om te anticiperen op de richting waarin de koers van de betrokken financiële instrumenten zal evolueren, namelijk omhoog of omlaag.

32. De lidstaten die opmerkingen hebben ingediend en de Commissie zijn het er over eens dat deze vraag ontkennend dient te worden beantwoord.

33. Enkel Lafonta stelt voor om deze vraag anders te beantwoorden. Volgens hem wordt de gelijkheid tussen de beleggers slechts verbroken indien de houder van de informatie vooraf kan inspelen op de richting waarin de markt zal evolueren (omhoog of omlaag) wanneer deze informatie openbaar zal worden gemaakt. Enkel als hij daarop kan anticiperen, kan hij bepalen of hij het betrokken effect moet kopen dan wel verkopen om winst te maken. Anders zou de belegger hetzelfde risico lopen als de gehele markt door in het betrokken effect te handelen.

34. Uit artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 blijkt duidelijk dat informatie, om „concreet” te worden geacht, voldoende concreet<sup>16</sup> of specifiek<sup>17</sup> moet zijn om hieruit conclusies te kunnen trekken over een mogelijke invloed op de koers van de betrokken instrumenten.

35. Daarentegen moet worden vastgesteld dat noch artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 noch artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 specifiek verwijst naar informatie die de mogelijkheid biedt om te anticiperen op de richting waarin de koers van deze instrumenten zal evolueren, namelijk omhoog of omlaag.<sup>18</sup> Het spreekt voor zich dat dergelijke informatie concrete informatie zou zijn<sup>19</sup>, maar de aan het Hof gestelde vraag is of de informatie concreet kan worden geacht indien dat kenmerk ontbreekt.

36. Voorts merk ik op dat artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 in zeer algemene en ruime bewoordingen is gesteld.<sup>20</sup>

15 — De eerste voorwaarde is door het Hof uitgelegd in het arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397) en is in het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing niet aan de orde.

16 — Het Hof heeft de term „concreet” gehanteerd in punt 48 van het arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

17 — Zie in die zin met name de Spaanse („suficientemente específico”), de Tsjechische („dostatečně konkrétní”), de Duitse („spezifisch genug”), de Engelse („specific enough”), de Italiaanse („sufficientemente specifica”), de Nederlandse („specifiek genoeg”) en de Slowaakse („dostatočne konkrétna”) taalversie.

18 — De Tsjechische regering merkt op dat in de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 niets wordt gezegd over de noodzaak om te bepalen in welke richting de koers van de financiële instrumenten waarschijnlijk zal evolueren. Volgens de Franse regering volgt geenszins uit de bewoordingen van artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 „dat informatie, om concreet te worden geacht, moet voldoen aan de aanvullende voorwaarde dat zij de mogelijkheid biedt te anticiperen op de richting waarin de koers van de betrokken financiële instrumenten zal evolueren wanneer zij openbaar zal worden gemaakt”.

19 — Dergelijke informatie zou voldoen aan de onderscheiden voorwaarde van artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 dat aanzienlijke invloed wordt uitgeoefend, aangezien zij mijns inziens „informatie [zou vormen] waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren”.

20 — Dienaangaande zij opgemerkt dat de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 zich verzetten tegen een „selectieve bekendmaking”. Zie overweging 24 van richtlijn 2003/6.

37. De bewoordingen „*een* conclusie omtrent de *mogelijke* invloed”<sup>21</sup> hebben immers een zeer ruime draagwijdte en kunnen niet strikt worden uitgelegd in die zin dat zij slechts betrekking zouden hebben op informatie aan de hand waarvan zou kunnen worden bepaald in welke richting de koers van de betrokken financiële instrumenten zou kunnen evolueren.<sup>22</sup>

38. Volgens de in bovengenoemde bepaling gegeven definitie valt vage of algemene informatie die niet nauwkeurig en specifiek is zodat hieruit geen conclusies kunnen worden getrokken omtrent de mogelijke invloed of het mogelijke effect ervan op de koers van de betrokken instrumenten, niet onder het begrip „voorwetenschap”.<sup>23</sup> Dergelijke informatie is naar haar aard niet doorslaggevend en kan dus geen afbreuk doen aan de doelstellingen van richtlijn 2003/6. Deze informatie moet dus van het begrip „voorwetenschap” worden uitgesloten om te vermijden dat de marktdeelnemers te veel nutteloze informatie krijgen waarin zij zouden kunnen „verdrinken” en waaruit voor de emittenten van financiële instrumenten buitensporige verplichtingen zouden kunnen voortvloeien.

39. Aangezien het in vele gevallen moeilijk is om vooraf te beoordelen<sup>24</sup> of informatie kan leiden tot een stijging of een daling van de koers van de betrokken financiële instrumenten, zou de beperking van de draagwijdte van het begrip „concrete” informatie tot informatie aan de hand waarvan kan worden geanticiperd op de richting waarin de koers van deze instrumenten zal evolueren, bovendien erop neerkomen dat de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 bijna volledig worden uitgehold.<sup>25</sup> De emittenten zouden als het ware worden uitgenodigd om informatie selectief bekend te maken, wat in strijd is met de doelstellingen van richtlijn 2003/6.

40. Lafonta betoogt evenwel dat zijn standpunt steun vindt in de leer die door het Comité van Europese effectenregelgevers (hierna: „CEER”)<sup>26</sup> wordt verkondigd. In punt 1.8 van een document met als titel „Market Abuse directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the directive to the market” van juli 2007 (richtlijn marktmisbruik, niveau 3 – tweede set richtsnoeren en informatie over de gemeenschappelijke toepassing van de richtlijn op de

21 — Cursivering van mij.

22 — Zie naar analogie arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 46). Zoals de Italiaanse regering heeft opgemerkt, is „in artikel 1, lid 1, tweede volzin, [van richtlijn 2003/124] duidelijk sprake van ‚een conclusie omtrent de *mogelijke* invloed [...] op de koers’ en niet van ‚een *waarschijnlijke* invloed [...] op de koers”. Volgens deze regering hoeft enkel te worden nagegaan of informatie technisch gezien de koers van het betrokken financiële instrument zou kunnen beïnvloeden. De Duitse regering is van mening dat de uitdrukking „concreet” „enkel vage of ondergeschikte informatie [beoogt] uit te sluiten die redelijkerwijs geen invloed op de koers kan hebben en dus niet als basis voor de beoordeling ervan kan dienen, zoals geruchten die niet op voldoende feitelijke gegevens berusten”.

23 — In punt 73 van zijn conclusie in de zaak *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:153) heeft advocaat-generaal Mengozzi opgemerkt dat „[r]ichtlijn 2003/124 [...] uitsluitend minimumvoorwaarden [stelt], en [dat] indien daaraan niet is voldaan [...] informatie niet als concreet [kan] worden gekwalificeerd. Zij vereist niet, voor de uitlegging van de uitdrukking ‚redelijkerwijze mag worden aangenomen’, dat de betrokken situatie zich met een hoge mate van waarschijnlijkheid zal voordoen, en evenmin dat de informatie zo concreet is dat daaruit zekere of vrijwel zekere conclusies kunnen worden getrokken over de mogelijke invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten”. In voetnoot 16 van zijn conclusie heeft advocaat-generaal Mengozzi hieraan toegevoegd dat „[i]nformatie [...] dus niet concreet [zal] zijn indien een gebeurtenis op grond van een rationaliteitscriterium *onmogelijk of onwaarschijnlijk* moet worden geacht, zodat de redelijkheid ter zake ontbreekt, bijvoorbeeld omdat de informatie *slechts geruchten betreft of zo weinig specifiek is dat er geen conclusie uit kan worden getrokken* omtrent de mogelijke invloed daarvan op de koers van de betreffende financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten” (cursivering van mij).

24 — Volgens de Tsjechische regering kan „praktisch niemand [...] nauwkeurig de evolutie van de koersen op de financiële markt voorspellen. Simpel gesteld, niemand beschikt over een ‚kristallen bol’”.

25 — Zie naar analogie arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 47). Volgens de Poolse regering zouden „de emittenten [...] de in artikel 6 van richtlijn 2003/6 bedoelde verplichting tot bekendmaking van voorwetenschap gemakkelijk kunnen omzeilen door voor te wenden dat uiteenlopende standpunten mogelijk zijn over de invloed van de openbaarmaking van de betrokken informatie op de koers van de financiële instrumenten. Deze situatie zou kennelijk indruisen tegen de doelstellingen van richtlijn 2003/6, namelijk de gelijke behandeling van beleggers inzake toegang tot informatie te verzekeren en het vertrouwen van de beleggers in de kapitaalmarkt te vergroten. Tegelijkertijd zouden de middelen waarin de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 voorzien om fraude op de markt te bestrijden, sterk worden aangetast”.

26 — Het CEER is ingesteld bij besluit 2001/527/EG van de Commissie van 6 juni 2001 (PB L 191, blz. 43). Volgens artikel 2 van dit besluit, zoals gewijzigd bij artikel 1 van besluit 2004/7/EG van de Commissie van 5 november 2003 (PB L 3, blz. 32), bestaat de rol van het CERVM „erin de Commissie, hetzij op haar verzoek en binnen een termijn die zij kan vaststellen naargelang van de urgentie van de aangelegenheid, hetzij op eigen initiatief, van advies te dienen, met name bij de voorbereiding van ontwerp-uitvoeringsmaatregelen op het gebied van effecten, met inbegrip van die betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten”. Besluit 2001/527 is ingetrokken bij besluit 2009/77/EG van de Commissie van 23 januari 2009 tot instelling van het Comité van Europese effectenregelgevers (PB L 25, blz. 18). Artikel 2 van dit besluit neemt in wezen de tekst van artikel 2 van besluit 2001/527 over.



markt; hierna: „richtsnoeren”)<sup>27</sup> geeft het CEER namelijk te kennen dat informatie onder meer in twee omstandigheden voldoende concreet is: ten eerste wanneer een redelijke belegger dankzij de informatie een beleggingsbeslissing kan nemen waarbij hij geen of slechts beperkte financiële risico's loopt, namelijk wanneer hij op basis van deze informatie met zekerheid kan beoordelen hoe de informatie de koers van het betrokken financiële instrument en van de daarvan afgeleide financiële instrumenten zal beïnvloeden zodra het publiek hiervan op de hoogte is gesteld (bijvoorbeeld, een persoon die weet dat een openbaar overnamebod op een bepaalde emittent nakende is, kan er zeker van zijn dat de koers van het aandeel van de emittent zal stijgen wanneer het bod openbaar zal worden), en ten tweede wanneer de informatie onmiddellijk op de markt te nutte zou worden gemaakt.<sup>28</sup>

41. Om te beginnen moet worden opgemerkt dat het CEER in punt 8 van zijn Feedback Statement (feedbackverklaring)<sup>29</sup> betreffende de richtsnoeren, die tegelijkertijd met deze richtsnoeren is gepubliceerd, heeft verklaard dat de richtsnoeren met name tot doel hebben voorbeelden te verstrekken van informatie die eventueel „voorwetenschap” zou kunnen vormen. Vastgesteld moet worden dat de richtsnoeren geen bindende rechtskracht hebben, dat niet op grond ervan kan worden afgeweken van de bepalingen van de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 en dat deze richtsnoeren bovendien zijn gepubliceerd vóór de arresten Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806) en Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397).

42. Zoals de Commissie ter terechtzitting heeft opgemerkt, is het eerste in punt 1.8 van de richtsnoeren gegeven voorbeeld extreem en heeft het betrekking op de uiterst zeldzame situatie dat de informatie duidelijk en volledig is en geen enkele ruimte voor twijfel laat. Met de Commissie moet worden vastgesteld dat een dergelijke zekerheid vanzelfsprekend niet nodig is om informatie als voorwetenschap te kunnen beschouwen. Bovendien heeft de Commissie terecht opgemerkt dat in punt 1.15 van de richtsnoeren andere voorbeelden van gebeurtenissen worden genoemd. Deze voorbeelden sterken mij in de overtuiging dat informatie over de richting waarin de koers zal evolueren niet nodig is om te kunnen spreken van „voorwetenschap”. Het achtste streepje van punt 1.15, dat met name betrekking heeft op „de aankoop of de verkoop van kapitaal of belangrijke activa” lijkt zeer specifiek betrekking te hebben op de informatie die in het geval van Lafonta aan de orde is, namelijk die met betrekking tot de TRS. Volgens de richtsnoeren gaat het om een typisch geval van „voorwetenschap”. Bovendien worden in het derde, het zevende en het voorlaatste streepje van punt 1.15 van de richtsnoeren nog andere voorbeelden van „voorwetenschap” genoemd aan de hand waarvan geenszins kan worden voorspeld in welke richting de koers zal evolueren. Kortom, Lafonta kan zich ter ondersteuning van zijn stelling niet op de richtsnoeren beroepen, zo deze al relevant zouden zijn.

43. Artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 en artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 moeten dus aldus worden uitgelegd dat informatie „concreet” wordt geacht 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 kan worden geconcludeerd dat deze situatie of gebeurtenis kan leiden tot een wijziging of een schommeling van de koers van de financiële instrumenten. Dergelijke informatie moet „specifiek genoeg [zijn] om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van [de] situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten [...]”.

44. Het is daarentegen niet nodig dat met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden geconcludeerd in welke zin de koers van de betrokken financiële instrumenten mogelijkerwijs zal worden beïnvloed door deze informatie zodra deze openbaar zal worden gemaakt.

27 — CESR/06-562b.

28 — Dit tweede voorbeeld lijkt mij geen betrekking te hebben op het criterium van de concrete informatie, maar dient veeleer ter verduidelijking van het in artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 bedoelde begrip aanzienlijke invloed.

29 — CESR/07-402.

C – Aanzienlijke invloed op de koers

45. De verwijzende rechter maakt in de prejudiciële vraag geen gewag van de „aanzienlijke”<sup>30</sup> invloed van informatie op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Ik ga dan ook slechts volledigheidshalve kort in op deze voorwaarde.

46. Zoals de Commissie heeft opgemerkt, is het voor de vervulling van de door artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 gestelde voorwaarde dat de informatie concreet is, niet relevant of de invloed die de openbaarmaking van deze informatie op de koers kan hebben, al dan niet aanzienlijk is.<sup>31</sup> Zelfs „concrete” informatie druist dus niet in tegen de doelstellingen van de richtlijnen 2003/6 en 2003/124 indien zij slechts een geringe invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten kan uitoefenen en dus geen „informatie [vormt] waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren” in de zin van artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124.<sup>32</sup>

47. Artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124, dat betrekking heeft op de omvang van de potentiële invloed van de informatie op de koers van de betrokken financiële instrumenten, beoogt – zelfs concrete – informatie die een *verwaarloosbare* invloed op deze koers zou hebben en die dus niet de integriteit van de markt zou aantasten, uit te sluiten of te filteren.<sup>33</sup>

48. Evenmin als artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 is artikel 1, lid 2, van deze richtlijn beperkt tot informatie aan de hand waarvan kan worden bepaald in welke richting de koers van de betrokken financiële instrumenten zal evolueren. Informatie over de potentiële schommelingen van een aandeel, ongeacht de richting waarin de koers zou kunnen evolueren, zou in bepaalde gevallen informatie kunnen vormen waarvan een redelijke belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen op te baseren.

49. Uit de aan het Hof overgelegde stukken blijkt dat bepaalde financiële mechanismen een belegger de mogelijkheid bieden om winst te behalen indien de koers van een effect een aanzienlijke wijziging ondergaat, ongeacht in welke richting de koers evolueert, indien aan bepaalde marktvoorwaarden is voldaan.

50. Bijgevolg moet geval per geval worden nagegaan of informatie over een mogelijke aanzienlijke koerswijziging als zodanig informatie kan vormen waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren, zelfs indien deze informatie geen aanwijzingen verschaft over de richting waarin de koers zal evolueren.

51. Om af te sluiten, verwijs ik naar de door de Poolse regering ter terechtzitting gegeven voorbeelden van informatie die weliswaar geen aanwijzingen oplevert over de richting waarin de koers zou kunnen evolueren, maar niettemin voorwetenschap vormt in de zin van de richtlijnen 2003/6 en 2003/124. Zo kan het feit dat de algemene directeur van een bouwonderneming met pensioen gaat en zou kunnen worden vervangen door een bestuurder met een lange ervaring in de telecommunicatiesector concrete informatie zijn die in aanmerking kan worden genomen door bepaalde redelijke beleggers, van wie

30 — Zie artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 en artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124.

31 — Zie punten 28 en 29 van deze conclusie.

32 — Artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 is evenals artikel 1, lid 1, van deze richtlijn in algemene bewoordingen gesteld. Zoals blijkt uit overweging 1 van richtlijn 2003/124, baseren redelijk handelende beleggers hun beleggingsbeslissingen op vooraf beschikbare informatie. Voorts wordt in overweging 1 verklaard dat „[b]ij een dergelijke beoordeling [...] rekening [moet] 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”. Zie eveneens in die zin punt 55 van het arrest *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397).

33 — Deze bepaling kan worden beschouwd als een de-minimisregel.

sommigen zullen menen dat deze vervanging de onderneming een nieuwe impuls zal verlenen, terwijl anderen van mening zullen zijn dat de aanwerving van een bestuurder van buiten de sector de onderneming slechts kan verzwakken.<sup>34</sup> In beide gevallen moet de informatie overeenkomstig artikel 6 van richtlijn 2003/6 zo snel mogelijk openbaar worden gemaakt.

## VI – Conclusie

52. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de door de Cour de cassation gestelde prejudiciële vraag te beantwoorden als volgt:

„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, mogen niet aldus worden uitgelegd dat enkel informatie waaruit met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden afgeleid in welke zin de koers van de betrokken financiële instrumenten mogelijkerwijs zal worden beïnvloed zodra zij openbaar zal worden gemaakt, concrete informatie in de zin van deze bepalingen kan vormen.”

34 — De Poolse regering heeft ook het voorbeeld aangehaald van een melkbedrijf dat wordt omgevormd tot een bouwbedrijf en haar terreinen die zij vroeger voor de melkproductie gebruikte, als bouwterrein gebruikt. In welke zin deze wijziging de koers van de aandelen van de betrokken onderneming zal beïnvloeden, kan evenmin worden voorspeld.