



Jurisprudentie

CONCLUSIE VAN ADVOCaat-GENERAAL

J. KOKOTT

van 16 september 2021¹

Zaak C-302/20

A

tegen

Autorité des marchés financiers

[verzoek van de Cour d'appel de Paris (rechter in tweede aanleg Parijs, Frankrijk) om een prejudiciële beslissing]

„Verzoek om een prejudiciële beslissing – Interne markt voor financiële diensten – Werking en integriteit van kapitaalmarkten – Voorwetenschap en handel met voorwetenschap – Richtlijn 2003/6/EG (richtlijn marktmisbruik) – Verbod op openbaarmaking van voorwetenschap – Richtlijn 2003/124/EG – Artikel 1, lid 1 – Begrip ‚voorwetenschap’ – Criteria van concreetheid en geschiktheid om koersen te beïnvloeden – Marktgerucht – Openbaarmaking door een journalist aan een andere persoon van de ophanden zijnde publicatie van een artikel over een marktgerucht – Verordening (EU) nr. 596/2014 (verordening marktmisbruik) – Artikel 21 – Openbaarmaking van voorwetenschap voor journalistieke doeleinden – Artikel 10 – Openbaarmaking van voorwetenschap in het kader van de normale uitoefening van werk of beroep”

I. Inleiding

1. De Europese wetgeving inzake marktmisbruik heeft in de eerste plaats tot doel te zorgen voor een integere kapitaalmarkt die alle spelers gelijk behandelt. Dit moet vertrouwen wekken bij de beleggers, wat op zijn beurt een sleutelrol speelt bij de economische werking van de markt.² De wetgeving inzake voorwetenschap, die een essentieel onderdeel van de wetgeving inzake marktmisbruik is, strekt ertoe dit doel te bereiken door marktdeelnemers gelijk te behandelen op het gebied van informatievoorziening. Geen enkele belegger mag uit relevante maar niet voor het publiek toegankelijke informatie voordeel halen ten koste van beleggers die geen kennis (kunnen) hebben van deze informatie.³

¹ Oorspronkelijke taal: Duits.

² Zie het voorstel van de Commissie voor de richtlijn marktmisbruik van 19 november 2002, COM(2002) 625 def. (PB 2003, C 71 E, blz. 62): „Financiële markten kunnen perioden van volatiliteit, koerscorrecties onder invloed van de conjunctuur en het slecht presteren van afzonderlijke aandelen overleven. Zij zijn evenwel niet opgewassen tegen het afkalven van het beleggersvertrouwen indien de markten [...] gevoelig zijn voor marktmisbruik [...]”

³ Zie met name arresten van 10 mei 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punt 38), en 23 december 2009, Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punten 47 en 48).

2. In de wetgeving inzake voorwetenschap is dan ook om te beginnen bepaald dat in beginsel alle relevante informatie zoveel mogelijk openbaar wordt gemaakt, in die zin dat een emittent van effecten hem rechtstreeks betreffende informatie regelmatig bekend moet maken (de zogenoemde ad-hocpubliciteit).⁴ Daarnaast mogen bestaande onevenwichtigheden in de informatievoorziening niet worden uitgebuit (verbod op handel met voorwetenschap⁵) of moeten zij zoveel mogelijk worden beperkt (verbod op wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap⁶).

3. Het onderhavige verzoek om een prejudiciële beslissing betreft in wezen het verbod op openbaarmaking van voorwetenschap en de grenzen daarvan. In het hoofdgeding verdedigt een financieel journalist zich tegen een sanctie die hem is opgelegd omdat hij voorwetenschap zou hebben meegedeeld, waarbij hij in wezen aanvoert dat zijn persvrijheid is geschonden. Aangezien de wetgeving inzake voorwetenschap tot doel heeft een zo groot mogelijke transparantie tot stand te brengen, lijkt ook de journalistieke verwerking van voorwetenschap vanuit het oogpunt van de wetgeving inzake voorwetenschap op zijn minst ten dele wenselijk. Met name in het stadium dat voorafgaat aan de algemene verspreiding en publicatie van informatie in de media, kunnen de wetgeving inzake voorwetenschap enerzijds en de persvrijheid en vrijheid van meningsuiting in de media anderzijds echter ook met elkaar in conflict komen. Hoe dit conflict kan worden opgelost, is het voorwerp van de tweede reeks vragen die de verwijzende rechter, de Cour d'appel de Paris (rechter in tweede aanleg Parijs, Frankrijk), aan het Hof stelt.

4. Hieraan voorafgaand rijst voor deze rechter evenwel de vraag of de aan verzoeker in het hoofdgeding verweten gedraging eigenlijk wel voorwetenschap betrof. In het kader van de eerste reeks gestelde vragen zal het Hof in dit verband vooral moeten verduidelijken onder welke omstandigheden een marktgerucht – dat wil zeggen kennelijk onzekere informatie – de mechanismen van de wetgeving inzake voorwetenschap in werking kan stellen.

II. Toepasselijke bepalingen

A. Unierecht

1. Richtlijn 2003/6 (richtlijn marktmisbruik)

5. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (*market abuse directive*; hierna: „MAD”)⁷ bevat in artikel 1, punt 1, een definitie van het begrip „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 Zie artikel 17 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/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen 2003/124/EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (PB 2014, L 173, blz. 1).

⁵ Zie artikel 14, onder a) en b), van verordening nr. 596/2014.

⁶ Zie artikel 14, onder c), van verordening nr. 596/2014.

⁷ PB 2003, L 96, blz. 16.

[...]”

6. Krachtens artikel 2, lid 1, tweede alinea, onder c), MAD moeten de lidstaten personen die wegens de uitoefening van hun werk, beroep of functie over voorwetenschap beschikken, verbieden 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, dan wel te trachten deze te verkrijgen of te vervreemden.

7. Bovendien moeten de lidstaten op grond van artikel 3 MAD iedere persoon waarop het bij artikel 2 ingestelde verbod van toepassing is verbieden om:

- „a) voorwetenschap aan een derde mede te delen, tenzij dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functie;
- b) op grond van voorwetenschap een derde aan te bevelen of ertoe aan te zetten om financiële instrumenten waarop die voorwetenschap betrekking heeft, te verkrijgen of te vervreemden, of door een andere persoon te doen verkrijgen of vervreemden.”

2. *Richtlijn 2003/124*

8. De overwegingen 1 en 2 van richtlijn 2003/124/EG van de 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 betreft⁸ luiden:

- „(1) Redelijk handelende beleggers baseren hun beleggingsbeslissingen op informatie die reeds voor hen beschikbaar is, d.w.z. vooraf beschikbare informatie. De vraag of een redelijk handelende belegger bij het nemen van een beleggingsbeslissing met een bepaalde inlichting rekening zou kunnen houden, moet derhalve worden beoordeeld op basis van de vooraf beschikbare informatie. Bij een dergelijke beoordeling moet rekening worden gehouden met de verwachte invloed van de inlichting in kwestie op de totaliteit van de activiteit van de betrokken emittent, de betrouwbaarheid van de informatiebron en alle andere marktvariabelen die onder de gegeven omstandigheden van invloed kunnen zijn op het desbetreffend financieel instrument of daarvan afgeleid financieel instrument.
- (2) Van achteraf beschikbare informatie kan gebruik worden gemaakt om de hypothese of de vooraf beschikbare informatie wel degelijk koersgevoelig was te verifiëren, maar niet om stappen te ondernemen tegen iemand die redelijke conclusies heeft getrokken uit informatie die vooraf voor hem beschikbaar was.”

9. In artikel 1 van deze richtlijn wordt het begrip „voorwetenschap” nader omschreven als volgt:

„1. Voor de toepassing van artikel 1, punt 1, [MAD] 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

⁸ PB 2003, L 339, blz. 70.

situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

2. Voor de toepassing van artikel 1, punt 1, [MAD] 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.”

3. Verordening nr. 596/2014 (verordening marktmisbruik)

10. Verordening nr. 596/2014 (*market abuse regulation*; hierna: „MAR”) is in de plaats gekomen van de MAD en is op grond van artikel 39, lid 2, ervan met ingang van 3 juli 2016 van toepassing in de lidstaten.

11. In overweging 77 van deze verordening staat te lezen:

„Deze verordening eerbiedigt de grondrechten en neemt de beginselen die zijn erkend in het Handvest van de grondrechten van de Europese Unie (het Handvest) in acht. Derhalve dient deze verordening te worden uitgelegd en toegepast overeenkomstig deze rechten en beginselen. Er moet in het bijzonder aandacht worden geschonken aan de in deze verordening vermelde persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in andere media, en aan de regels of codes van het journalistieke beroep, aangezien zij worden gewaarborgd in de Unie en in de lidstaten, en erkend worden in artikel 11 van het [Handvest] en in andere bepalingen ter zake.”

12. De definitie van het begrip „voorwetenschap” in artikel 7, lid 1, onder a), MAR komt overeen met die in artikel 1, lid 1, MAD.

13. Artikel 7, leden 2 en 4, MAR luiden, voor zover hier relevant, als volgt:

„2. Voor de toepassing van [lid 1] wordt informatie geacht concreet te zijn indien zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijs 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 de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten, de daaraan gerelateerde spotcontracten voor grondstoffen of de geveilde, op emissierechten gebaseerde producten. In het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, of dat resulteert in een bepaalde situatie of gebeurtenis, kan deze toekomstige situatie of deze toekomstige gebeurtenis, alsook de tussenstappen in dat proces die verband houden met het ontstaan of het plaatsvinden van die toekomstige situatie of die toekomstige gebeurtenis, in dit verband als concrete informatie worden beschouwd.

[...]

4. Voor de toepassing van lid 1 wordt onder informatie die, indien deze openbaar zou worden gemaakt, waarschijnlijk een significante invloed zou hebben op de koers van financiële instrumenten, daarvan afgeleide financiële instrumenten, daaraan gerelateerde spotcontracten voor grondstoffen of geveilde producten gebaseerd op emissierechten, informatie verstaan

waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.

[...]”

14. Artikel 10 MAR („Wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap”) bepaalt in lid 1 het volgende:

„Voor de toepassing van deze verordening is sprake van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap als een persoon die over voorwetenschap beschikt deze voorwetenschap bekendmaakt aan enige andere persoon, tenzij de bekendmaking plaatsvindt uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.

[...]”

15. Artikel 14, onder c), MAR bepaalt dat de wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap verboden is.

16. Artikel 21 MAR heeft als opschrift „Openbaarmaking of verspreiding van informatie in de media” en luidt:

„Voor de toepassing van artikel 10 [...] [wordt,] wanneer informatie openbaar wordt gemaakt of wordt verspreid en wanneer aanbevelingen worden verstrekt of verspreid ten behoeve van journalistieke doeleinden of andere uitdrukkingvormen in de media, [...] deze openbaarmaking of verspreiding van informatie beoordeeld met inachtneming van de bepalingen inzake de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in andere media, en de journalistieke gedragscodes, tenzij:

- a) de betrokkenen of personen die nauw met hen verbonden zijn, rechtstreeks of onrechtstreeks een voordeel of winst behalen uit de openbaarmaking of de verspreiding van de betreffende informatie, of
- b) de openbaarmaking of de verspreiding wordt verricht met de bedoeling de markt te misleiden op het gebied van het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten.”

B. Frans recht

17. Artikel 1, lid 1, MAD en artikel 1 van richtlijn 2003/124 zijn bijna letterlijk overgenomen in artikel 621-1 van het Règlement général de l’AMF (algemeen reglement van de AMF; hierna: „RGAMF”) en aldus omgezet in het Franse recht.

18. In artikel 622-1 RGAMF is bepaald dat de in artikel 622-2 RGAMF bedoelde personen geen gebruik mogen maken van de voorwetenschap waarover zij beschikken, en deze evenmin mogen meedelen aan personen buiten het normale kader van de uitoefening van hun werk, beroep of functie. Artikel 622-2 RGAMF heeft onder meer betrekking op personen die over voorwetenschap beschikken, omdat zij toegang tot de informatie hebben wegens hun werk of beroep.

III. Feiten en hoofdgeding

19. A, verzoeker in het hoofdgeding, is een gepensioneerd journalist die tijdens zijn beroepsleven voor verschillende Britse dagbladen heeft gewerkt. Op het laatst werkte hij voor de veelgelezen website van een Britse krant. Daar publiceerde hij regelmatig artikelen waarin hij aandacht besteedde aan marktgeruchten. Twee van deze artikelen zijn relevant voor het hoofdgeding.

20. Ten eerste publiceerde verzoeker in het hoofdgeding op 8 juni 2011 's avonds een artikel over een mogelijk overnamebod van een concern op aandelen van een onderneming tegen een concreet genoemde prijs, die 86 % hoger lag dan de slotkoers van de aandelen op die dag. Bij de opening van de beurs op de volgende handelsdag steeg de koers van het aandeel van de onderneming waarop dat vermeende overnamebod betrekking had met 0,64 % en gedurende deze dag met nog eens 4,55 %.

21. Ten tweede publiceerde hij op 12 juni 2012 's avonds een artikel over een andere mogelijke overname tegen een bepaalde koopprijs, die ongeveer 80 % hoger lag dan de aandelenkoers van de onderneming waarop de vermeende overname betrekking had, bij de sluiting van de beurs. In de loop van de volgende handelsdag steeg de aandelenkoers van deze onderneming met 17,69 % tot de sluiting van de beurs. Twee dagen later ontkende de betrokken onderneming het gerucht.

22. Kort vóór de publicatie van de twee artikelen op de website van het betreffende dagblad hadden meerdere in het Verenigd Koninkrijk gevestigde personen de aandelen in kwestie gekocht en de volgende dag met winst verkocht.

23. In het kader van een analyse van telefoongegevens heeft de Autorité des marchés financiers (autoriteit voor financiële markten, Frankrijk; hierna: „AMF”) kunnen vaststellen dat verzoeker in het hoofdgeding op de dag van de publicatie van de artikelen telefonisch contact had gehad met een of meer van de latere kopers. Deze personen zijn financiële analisten met wie verzoeker in het hoofdgeding jarenlang voortdurend van gedachten wisselde over onderwerpen die relevant zijn voor de kapitaalmarkt. In ten minste één geval belde de betrokkene kort na afloop van het telefoongesprek met verzoeker in het hoofdgeding zijn broker, die vervolgens een kooporder plaatste voor de effecten die in het kort daarna verschenen artikel werden besproken.

24. De AMF verwijt verzoeker in het hoofdgeding dat hij bovengenoemde personen tijdens de betreffende telefoongesprekken in kennis heeft gesteld van de ophanden zijnde publicatie van de artikelen. Zij is van mening dat informatie over de nakende publicatie van een persartikel waarin aandacht wordt besteed aan een marktgerucht, voorwetenschap kan vormen, en dat de informatie in kwestie voldoet aan de voorwaarden om als voorwetenschap te worden aangemerkt. Daarom heeft zij, nadat de betrokkenen door de sanctiecommissie waren gehoord, verzoeker in het hoofdgeding een geldboete van 40 000 EUR opgelegd. Aan de kopers van de effecten in kwestie werden geldboeten wegens handel met voorwetenschap opgelegd.

25. Het beroep tegen deze beslissing is aanhangig bij de verwijzende rechter, de Cour d'appel de Paris.

26. Daarin ontkent verzoeker met de latere kopers te hebben gesproken over de artikelen betreffende de overnamegeruchten en voert hij aan dat de informatie over de ophanden zijnde publicatie van deze artikelen hoe dan ook niet als voorwetenschap kon worden aangemerkt. Louter geruchten zijn volgens hem namelijk wegens de daaraan inherente onzekerheden en onnauwkeurigheid onvoldoende concreet. Volgens artikel 1, lid 1, MAD en artikel 7, lid 1,

onder a), MAR is de concreetheid van informatie echter een autonome voorwaarde om die informatie als voorwetenschap te kunnen aanmerken. Met name vervalt het concreetheidsvereiste niet door het feit dat de informatie als relevant voor de aandelenkoers werd aangemerkt. Daarbij komt dat de aan verzoeker opgelegde sanctie naar zijn mening in strijd is met artikel 21 MAR, dat voor journalisten voorziet in een uitzondering op het verbod op openbaarmaking van voorwetenschap. Volgens verzoeker zou de toepassing van deze uitzondering op zijn situatie bijgevolg moeten leiden tot intrekking van de hem opgelegde geldboete.

27. De verwijzende rechter is van oordeel dat met name de aanzienlijke koersschommelingen van de effecten na de publicatie van de betreffende artikelen aantonen dat de litigieuze informatie koersgevoelige informatie was in de zin van artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 en artikel 7, lid 4, MAR. Volgens hem is het echter onduidelijk of de informatie over de ophanden zijnde publicatie van de artikelen voldoet aan het concreetheids criterium, aangezien de inhoud van de artikelen – dat wil zeggen de verwijzing naar een marktgerucht – mogelijkerwijs niet specifiek genoeg is.

28. Met het oog op de toepassing van artikel 21 MAR vraagt de verwijzende rechter zich af of het optreden van verzoeker in het hoofdgeding „ten behoeve van journalistieke doeleinden” in de zin van deze bepaling was en of die bepaling in zoverre een uitputtende bijzondere regeling bevat. Ten aanzien van de algemene uitzondering op het verbod op openbaarmaking van voorwetenschap voor beroepsdoeleinden stelt het Hof namelijk als voorwaarde dat de mededeling van voorwetenschap strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van het beroep en het evenredigheidsbeginsel eerbiedigt.⁹ Derhalve moet worden verduidelijkt welke eisen artikel 21 MAR, eventueel in samenhang met artikel 10, lid 1, MAR, stelt aan de rechtmatigheid van het gedrag van verzoeker in het hoofdgeding.

IV. Prejudiciële vragen en procedure bij het Hof

29. Tegen deze achtergrond heeft de Cour d’appel de Paris besloten de behandeling van de zaak te schorsen en het Hof overeenkomstig artikel 267 VWEU te verzoeken om een prejudiciële beslissing over de volgende vragen:

- „1) a) Moet artikel 1, punt 1, eerste alinea, [MAD], gelezen in samenhang met artikel 1, lid 1, van [richtlijn 2003/124], aldus worden uitgelegd dat informatie over de ophanden zijnde publicatie van een persartikel waarin aandacht wordt besteed aan een marktgerucht over een emittent van financiële instrumenten kan voldoen aan het in die bepalingen neergelegde concreetheidsvereiste voor de kwalificatie van informatie als voorwetenschap?
- b) Is de omstandigheid dat het persartikel waarvan de ophanden zijnde publicatie de informatie in kwestie vormt bij wijze van marktgerucht de prijs van een openbaar overnamebod vermeldt, van invloed op de beoordeling of die informatie concreet van aard is?
- c) Zijn de bekendheid van de journalist van wiens hand het artikel is, de reputatie van het persorgaan dat dit artikel heeft gepubliceerd, en de daadwerkelijk aanzienlijke invloed (ex post’) van deze publicatie op de koers van de effecten waarop deze publicatie betrekking heeft, relevante criteria voor de beoordeling van de concrete aard van de informatie in kwestie?

⁹ Arrest van 22 november 2005, Grøngaard en Bang (C-384/02, EU:C:2005:708).

2) Indien het antwoord luidt dat informatie als die welke hier aan de orde is aan het gestelde concreetheidsvereiste kan voldoen:

a) Moet artikel 21 [MAR] dan aldus worden uitgelegd dat wanneer een journalist aan een van zijn gebruikelijke bronnen informatie openbaar maakt over de ophanden zijnde publicatie van een door hem geschreven artikel betreffende marktgeruchten, dit een openbaarmaking is die ,ten behoeve van journalistieke doeleinden' is geschied?

b) Is voor het antwoord op deze vraag dan met name beslissend of de journalist al dan niet door deze bron in kennis is gesteld van het marktgerucht, dan wel of de openbaarmaking van de informatie over de ophanden zijnde publicatie van het artikel al dan niet nuttig was om van die bron meer duidelijkheid te verkrijgen over de geloofwaardigheid van dat gerucht?

3) Moeten de artikelen 10 en 21 [MAR] aldus worden uitgelegd dat er, zelfs wanneer een journalist voorwetenschap openbaar maakt ,ten behoeve van journalistieke doeleinden' in de zin van artikel 21, voor de beoordeling van de vraag of deze openbaarmaking al dan niet wederrechtelijk is moet worden nagegaan of zij heeft plaatsgevonden ,uit hoofde van de normale uitoefening van [...] [het journalistieke] beroep' in de zin van artikel 10?

4) Moet artikel 10 [MAR] aldus worden uitgelegd dat de openbaarmaking van voorwetenschap slechts plaatsvindt in de normale uitoefening van het journalistieke beroep indien zij strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van dit beroep en in overeenstemming is met het evenredigheidsbeginsel?"

30. In de schriftelijke procedure bij het Hof hebben verzoeker in het hoofdgeding, de AMF, de Franse Republiek, het Koninkrijk Noorwegen, het Koninkrijk Zweden, het Koninkrijk Spanje en de Europese Commissie opmerkingen ingediend over de prejudiciële vragen. Daarnaast hebben alle belanghebbenden behalve het Koninkrijk Noorwegen deelgenomen aan de terechtzitting op 22 juni 2021.

V. Juridische beoordeling

31. Met zijn prejudiciële vragen wenst de Cour d'appel de Paris duidelijkheid te verkrijgen over de vraag of aan verzoeker in het hoofdgeding terecht een geldboete is opgelegd wegens schending van het openbaarmakingsverbod van artikel 622-1 RGAMF.¹⁰ Deze bepaling vormt in wezen de omzetting van artikel 3, onder a), MAD in het Franse recht.

32. Met de eerste vraag, onder a) tot en met c), wenst die rechter om te beginnen te vernemen of informatie over de ophanden zijnde publicatie van een persartikel over een marktgerucht kan worden aangemerkt als „voorwetenschap” in de zin van artikel 1, punt 1, MAD¹¹, en dus in beginsel onder het openbaarmakingsverbod van artikel 3, onder a), MAD valt (zie dienaangaande onder A). De tweede tot en met de vierde vraag hebben vervolgens betrekking op de uitzonderingen op het verbod op openbaarmaking van voorwetenschap, met name in de bijzondere context van de activiteiten van journalisten (zie dienaangaande onder B).

¹⁰ Het verbod op openbaarmaking volgt nu rechtstreeks uit artikel 10, lid 1, juncto artikel 14, onder c), MAR.

¹¹ Komt overeen met artikel 7, lid 1, onder a), MAR.

A. Eerste prejudiciële vraag

33. Met zijn eerste vraag wenst de verwijzende rechter in wezen te vernemen of en onder welke voorwaarden informatie over de direct ophanden zijnde publicatie van een persartikel over een marktgerucht moet worden geacht concreet te zijn in de zin van artikel 1, punt 1, MAD en artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124.

34. Het concreetheidsvereiste is het eerste van vier in artikel 1, punt 1, MAD genoemde voorwaarden waaraan moet zijn voldaan opdat informatie voorwetenschap vormt. De tweede voorwaarde houdt in dat deze informatie niet openbaar mag zijn gemaakt. De derde voorwaarde behelst dat die rechtstreeks of middellijk betrekking moet hebben op een of meer financiële instrumenten of de emittenten daarvan. De vierde voorwaarde is dat de betreffende informatie, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van die financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten (hierna: „koersrelevantie”).¹²

35. De verwijzende rechter is van oordeel dat aan de tweede, de derde en de vierde voorwaarde is voldaan. In het bijzonder gaat hij ervan uit dat de informatie over de ophanden zijnde publicatie van de artikelen koersrelevant was in de zin van de vierde voorwaarde. Deze vaststelling doet hij met name steunen op de koersschommelingen van de in de artikelen besproken effecten na de publicatie ervan.

36. Het concreetheidsvereiste heeft volgens artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 twee bestanddelen. Ten eerste moet de informatie betrekking hebben op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden. Ten tweede moet de informatie specifiek genoeg zijn om er een conclusie uit te kunnen trekken over de mogelijke invloed van vorenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten.

37. Wat die twee bestanddelen betreft, gaat de verwijzende rechter er zonder meer van uit dat het eerste bestanddeel is vervuld, te weten de voldoende waarschijnlijkheid van de publicatie van het artikel op het tijdstip van de openbaarmaking. Hij stelt dus uiteindelijk alleen het tweede bestanddeel – te weten de specificiteit¹³ met betrekking tot de mogelijke gevolgen voor de koers – aan de orde. Of er sprake is van dit bestanddeel, zou volgens de Cour d’appel de Paris problematisch kunnen zijn omdat de in casu in het geding zijnde informatie, te weten de ophanden zijnde publicatie van het persartikel, betrekking had op een gerucht. Over de specificiteit van dit gerucht zouden twijfels bestaan omdat het als te onnauwkeurig of te onzeker zou kunnen worden beschouwd om er conclusies uit te kunnen trekken over de mogelijke invloed op de koers. Volgens de verwijzende rechter zou dit gevolgen kunnen hebben voor de specificiteit van de in het geding zijnde informatie. Derhalve acht de verwijzende rechter zich niet in staat om vast te stellen dat er sprake was van voorwetenschap, ook al was deze informatie volgens hem niet openbaar gemaakt en was zij relevant voor de koers, waardoor zij de houder van de informatie een bijzonder voordeel verschafte ten opzichte van andere marktdeelnemers.¹⁴

¹² Arrest van 28 juni 2012, *Geltl* (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 25).

¹³ Hieronder gebruik ik dit begrip voor het tweede bestanddeel van de concreetheid in de zin van artikel 1, lid 1, van richtlijn 2003/124 en ga ik ervan uit dat dit het enige is dat voor de rechter van belang is.

¹⁴ Arrest van 23 december 2009, *Spector Photo Group en Van Raemdonck* (C-45/08, EU:C:2009:806, punt 52).

38. Volgens de rechtspraak van het Hof vormt het kenmerk „specificiteit” als tweede bestanddeel van de concreetheid van voorwetenschap¹⁵ echter ten opzichte van koersrelevantie een zelfstandige en autonome voorwaarde voor het bestaan van voorwetenschap.¹⁶ Derhalve moet allereerst worden onderzocht of informatie over de ophanden zijnde publicatie van een persartikel kan worden geacht specifiek te zijn in de zin van artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124 ofschoon dat artikel betrekking heeft op een marktgerucht (zie dienaangaande onder 1).

39. Pas daarna moet met betrekking tot de eerste vraag, onder c), worden verduidelijkt of de specificiteit van de in het geding zijnde informatie bovendien kan worden bewezen door het feit dat zich na de publicatie van de persartikelen in kwestie een koersschommeling heeft voorgedaan (zie dienaangaande onder 2).

1. Vaststelling van de specificiteit van de in het geding zijnde informatie

40. Uit de reeds genoemde definitie van het kenmerk „specificiteit” in artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124 volgt dat de informatie een inhoud of informatiewaarde moet hebben die het mogelijk maakt om te beoordelen of zij al dan niet koersrelevant is.¹⁷ Dit wijst erop dat geen hoge drempel wordt bedoeld.¹⁸ Veeleer wordt slechts beoogd om aldus informatie uit te sluiten die van meet af aan geen relevante informatiewaarde heeft voor de beoordeling van de koersrelevantie.

41. Volgens overweging 1 van richtlijn 2003/124 baseert een redelijk handelende belegger zich bij de beoordeling van de koersrelevantie met name op informatie waaruit de economische implicaties van informatie voor een onderneming¹⁹ en de betrouwbaarheid ervan blijken. Om deze reden wordt volgens de formulering van het Hof met het kenmerk „specificiteit” beoogd enkel vage of algemene informatie uit te sluiten waaruit geen conclusies kunnen worden getrokken over de mogelijke gevolgen ervan voor de koers van de financiële instrumenten in kwestie.²⁰

42. Het is juist dat informatie over de ophanden zijnde publicatie van een artikel door de auteur van het betreffende artikel niet vaag is. Die informatie beschrijft immers een concrete gebeurtenis uit een betrouwbare bron als een gebeurtenis die zeker zal plaatsvinden. Zij is op zichzelf beschouwd echter kennelijk te algemeen opdat er een conclusie uit kan worden getrokken over de mogelijke gevolgen voor de koers van een bepaald financieel instrument. Een dergelijke conclusie kan enkel worden getrokken in samenhang met het onderwerp van het artikel in kwestie, dat wil in casu zeggen het marktgerucht over de bedrijfsovernamen.

43. Ook verzoeker in het hoofdgeding wijst op deze samenhang. Hij maakt hieruit de gevolgtrekking dat informatie over de publicatie van artikelen alleen specifiek kan zijn indien het onderwerp van het betreffende artikel zelf specifiek is. Volgens hem was de inhoud van de litigieuze artikelen in casu evenwel niet specifiek, omdat het ging om geruchten, die naar hun

¹⁵ Zie punt 36 van de onderhavige conclusie.

¹⁶ Arrest van 11 maart 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punt 28).

¹⁷ Zie in die zin arrest van 11 maart 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punt 31).

¹⁸ Zie in die zin de conclusie van advocaat-generaal Wathelet in de zaak Lafonta (C-628/13, EU:C:2014:2472, punt 37).

¹⁹ Zie de bewoordingen „moet rekening worden gehouden met de verwachte invloed [...] op de totaliteit van de activiteit van de betrokken emittent”.

²⁰ Arrest van 11 maart 2015, Lafonta (C-628/13, EU:C:2015:162, punt 31).

aard niet specifiek waren. In dit verband verwijst hij onder meer naar een verklaring van het voormalige Comité van Europese effectenregelgevers (CESR), volgens welke geruchten juist het tegendeel zijn van verifieerbare en dus concrete informatie.²¹

44. Mijns inziens is geen van beide stellingen juist.

a) Algemene (on)specificiteit van marktgeruchten

45. Indien marktgeruchten in het algemeen worden geacht onspecifiek te zijn, kunnen zij nooit voorwetenschap vormen.²² De MAD voorziet echter niet in de uitdrukkelijke uitsluiting van geruchten van de wetgeving inzake voorwetenschap. Integendeel, in overweging 1 van richtlijn 2003/124 staat – zoals reeds is vermeld – uitdrukkelijk te lezen dat de „betrouwbaarheid van de informatiebron” een rol speelt bij de beoordeling van de informatiewaarde. Dit impliceert dat de richtlijn geen absolute betrouwbaarheid vereist voor de kwalificatie als voorwetenschap. Dit betekent dat betrouwbaarheid een graduele factor is en in elk afzonderlijk geval moet worden vastgesteld.

46. Bovendien spelen geruchten een aanzienlijke praktische rol in de marktpraktijk.²³ In artikel 1, punt 2, onder c), MAD wordt er dan ook van uitgegaan dat geruchten door de markt worden verwerkt in die zin dat zij dragers kunnen zijn van misleidende signalen die de koersen op manipulatieve wijze kunnen verstoren. Om de doelstellingen van de richtlijn te verwezenlijken, dat wil zeggen het vertrouwen van beleggers te waarborgen door gelijke kansen op het gebied van informatievoorziening te scheppen²⁴, moet de uitbuiting van onevenwichtigheden op informatiegebied op dit gebied worden verboden.

47. Dit geldt des te meer omdat de betrouwbaarheid van informatie die niet publiekelijk bekend is, vaak niet gegarandeerd is. Met andere woorden, veel informatie over (toekomstige) gebeurtenissen kan als gerucht worden beschouwd of geformuleerd totdat zij bekend wordt of publiekelijk als gerucht komt vast te staan. Aangezien onzekere informatie dus hoe dan ook niet volledig kan worden uitgesloten van de werkingssfeer van de wetgeving inzake voorwetenschap, zijn afbakeningsproblemen met betrekking tot de specificiteit ervan onvermijdelijk. Het is bijgevolg niet gerechtvaardigd geruchten in het algemeen uit te sluiten omdat zij wegens hun inherente onzekerheden niet specifiek genoeg zouden zijn. In elk geval kan aldus geen noemenswaardige rechtszekerheid worden geschapen.²⁵

b) Verband tussen het onderwerp en de publicatie van het artikel

48. Bovendien wijst een gebrek aan specificiteit van het onderwerp van een artikel niet zonder meer op een gebrek aan specificiteit van de informatie over de publicatie van dat artikel. Zoals de AMF terecht benadrukt, zou bij een dergelijke aanneme niet in aanmerking worden genomen dat de informatiewaarde van de inhoud van een publicatie juist kan veranderen doordat zij wordt

²¹ Zie CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punt 1.5. Zie in die zin ook CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-089d, punt 20, eerste streepje.

²² Als tweede kenmerk van concreetheid in de zin van artikel 1, punt 1, MAD is specificiteit namelijk een dwingend vereiste voor het bestaan van voorwetenschap.

²³ Zie bijvoorbeeld Van Bommel, „Rumors”, *The Journal of Finance*, deel 58, nr. 4 (2003), blz. 1499.

²⁴ Zie dienaangaande arrest van 23 december 2009, Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punten 47-49).

²⁵ Zie, met betrekking tot de doelstelling van rechtszekerheid wat de bepaalbaarheid van voorwetenschap betreft, overweging 3 van richtlijn 2003/124.

gepubliceerd. Dit geldt met name voor geruchten, waarvan de inhoud vaak onnauwkeurig is en waarvan de betrouwbaarheid afhangt van het aantal en de status van de personen die ze verspreiden. Een gerucht kan dus door de publicatie ervan aan geloofwaardigheid winnen en kan door de tekstuele vastlegging ervan ook aan precisie winnen.

49. Daarbij komt dat elke andere opvatting niet verenigbaar zou zijn met de beschermingsdoelstelling van de wetgeving inzake voorwetenschap. Afgezien van de mogelijke verandering van het gerucht door de publicatie ervan heeft de informatie over deze publicatie immers een eigen toegevoegde informatiewaarde. Een belegger krijgt namelijk een informatievoorsprong indien hij weet op welk tijdstip een gerucht zal worden gepubliceerd. Hij kan hiervan profiteren ten opzichte van andere beleggers.

50. Het verband tussen de publicatie en de inhoud van een artikel moet dan ook aldus worden opgevat dat de specificiteit van informatie als de onderhavige afhangt van de inhoud van het artikel in de vorm die het door de publicatie krijgt. Het is immers precies deze omstandigheid – de gepubliceerde inhoud van het artikel – die door de markt wordt verwerkt en dus de basis vormt voor de waardering van een belegger.

51. In inhoudelijk opzicht is het van belang dat uit het gepubliceerde gerucht concrete economische implicaties voor een emittent kunnen worden afgeleid. Zo zou bijvoorbeeld een artikel over een „belangrijke” overname „in de automobielsector” zonder vermelding van de betrokken ondernemingen als te algemeen en dus als onspecifiek kunnen worden beschouwd. Voor zover uit het artikel op zijn minst impliciet kan worden afgeleid om welke ondernemingen het gaat, doet de vermelding van de biedprijs in het geval van een overnamegerucht het artikel en dus het gerucht zonder twijfel nog specifiekere lijken. Aangezien openbare overnamen regelmatig gepaard gaan met de betaling van overnamepremies op de aandelenkoers, kan de markt de mogelijkheid van een effect op de aandelenkoers echter ook zonder een dergelijke vermelding beoordelen.²⁶

52. Of uit het gepubliceerde gerucht tevens de betrouwbaarheid ervan kan worden afgeleid, hangt af van het antwoord op de vraag of het mogelijk is om aan de publicatie criteria voor een voldoende concrete vaststelling van de geloofwaardigheid en betrouwbaarheid te ontleen. Dergelijke criteria kunnen bestaan in een verwijzing naar de bronnen van het gerucht in het artikel. Daarnaast kan in dit verband de reputatie van de journalist een rol spelen, net zoals de reputatie van het persorgaan.²⁷ Deze kunnen namelijk door publicatie de indruk wekken dat de informatie voldoende geverifieerd is. Zo behoort een nauwkeurig onderzoek van de waarheidsgetrouwheid van de te publiceren informatie tot de journalistieke beroepspllichten²⁸, waarvan de veronachtzaming niet mag worden verondersteld, vooral niet als het gaat om een gerespecteerd journalist. Daarnaast kunnen evenwel ook andere criteria een rol spelen, zoals de mate van concreetheid van de formuleringen en de inhoud.²⁹ In zoverre kan de vermelding van een concrete biedprijs wederom een rol spelen. Bij het onderzoek van de specificiteit is het echter

²⁶ Zie dienaangaande ook arrest van 22 november 2005, Grøngaard en Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punten 37 en 38). In die zin ook CESR, Market Abuse Directive Level 3 – second set of CESR guidance on the common operation of the Directive of the Market, CESR/06-562b, punt 1.8.

²⁷ Zie voor een empirische evaluatie van de rol van deze factoren, Ahern/Sosyura, „Rumor Has It – Sensationalism in Financial Media”, *The Review of Financial Studies*, deel 28, nr. 7 (2015), blz. 2050 e.v.

²⁸ Zie bijvoorbeeld de perswetten van de Duitse deelstaten, die stuk voor stuk voorzien in een verplichting tot waarachtigheid. De plicht om waarheidsgetrouw en concreet te berichten is ook een voorwaarde voor journalisten om voor de toepassing van artikel 10 EVRM beschermenswaardig te worden geacht. Zie bijvoorbeeld EHRM, 7 februari 2012, Axel Springer AG tegen Duitsland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 93).

²⁹ Zie eveneens Ahern/Sosyura.

(nog) niet van belang of de informatie uiteindelijk betrouwbaar genoeg is om een aansporing tot handel in de zin van artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 te bewerkstelligen; zij moet alleen een degelijke en zinvolle beoordeling mogelijk maken.

2. Koersschommeling „ex post”

53. In het kader van de eerste prejudiciële vraag, onder c), wenst de Cour d’appel de Paris ook te vernemen of een koersschommeling na de bekendmaking van de betreffende informatie („ex post”) een rol kan spelen bij de beoordeling of de informatie specifiek is.

54. Het bestaan van voorwetenschap moet noodzakelijkerwijs worden beoordeeld vanuit een „ex ante”-perspectief, aangezien het wezenlijke kenmerk van voorwetenschap juist is dat zij niet publiekelijk bekend is. Derhalve kan een latere koersschommeling op voorhand slechts indirect relevant zijn voor de beantwoording van de vraag of informatie concreet is in de zin van artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124, namelijk in het kader van het latere bewijs.

55. In die zin houdt overweging 2 van richtlijn 2003/124 in dat een latere koersfluctuatie kan worden gebruikt om de koersrelevantie („ex ante”) te verifiëren [zonder dat evenwel op basis daarvan wordt toegestaan dat er wordt opgetreden tegen een persoon die redelijke conclusies heeft getrokken uit de vooraf („ex ante”) beschikbare informatie]. Het is immers duidelijk dat de informatie wel degelijk relevant was voor de aandelenkoers indien er zich een koersschommeling heeft voorgedaan na de publicatie ervan.³⁰ De verwijzende rechter wenst te vernemen of deze overweging op overeenkomstige wijze kan worden toegepast op de specificiteit.

56. Deze vraag zou in elk geval bevestigend moeten worden beantwoord indien de specificiteit van voorwetenschap een dwingende voorwaarde zou zijn voor de koersrelevantie ervan. In dat geval zou uit de koersschommeling die zich achteraf voordoet ook kunnen worden afgeleid dat de gepubliceerde informatie specifiek was. Voor dit verband valt veel te zeggen: volgens de in artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124 vervatte definitie is informatie koersrelevant indien een redelijk handelende, dat wil zeggen geïnformeerde belegger op basis van deze informatie zou handelen. Dit onderstelt – op zijn minst op het eerste gezicht – dat juist het voorwerp van die informatie het mogelijk heeft gemaakt om haar relevant te achten voor die beleggingsbeslissing. Dit betekent echter net dat de informatie in kwestie specifiek genoeg was om een conclusie te kunnen trekken over de mogelijke gevolgen voor de koers van financiële instrumenten.

57. De verwijzende rechter en verzoeker in het hoofdgeding gaan er daarentegen blijkbaar van uit dat er koersrelevante maar desondanks onspecifieke informatie kan bestaan. Indien dit juist zou zijn, zou dergelijke informatie echter geen voorwetenschap zijn, omdat niet is voldaan aan de eerste voorwaarde van artikel 1, punt 1, MAD. Derhalve zou deze opvatting ertoe leiden dat bepaalde koersrelevante informatie, die de houder van deze informatie wegens deze koersrelevantie een bijzonder voordeel verschaft, wordt uitgezonderd van het verbod op handel

³⁰ In dit verband zij eraan herinnerd dat de maatstaf voor de toetsing van de koersrelevantie de redelijk handelende belegger is (zie reeds punt 41 van deze conclusie). Met andere woorden, een koersschommeling kan zich ook voordoen bij informatie die niet koersrelevant is in de zin van artikel 1, lid 2, van richtlijn 2003/124, te weten als deze het gevolg is van een onvoorziene marktreactie.

met voorwetenschap. Dit voordeel zou dus mogelijksterwjs ongestraft worden uitgebuit, hetgeen het vertrouwen van de beleggers in het evenwicht op informatiegebied zou kunnen ondermijnen.³¹ Hiervoor is geen objectieve reden aan te wijzen.³²

58. Met het oog op de beantwoording van de eerste prejudiciële vraag, onder c), is het evenwel niet nodig definitief uit te maken of er onspecifieke koersrelevante informatie kan bestaan. Zelfs indien hiervan zou worden uitgegaan, zal een redelijk handelende belegger zijn beleggingsbeslissingen immers in de regel baseren op informatie die tot op zekere hoogte concreet is. Met andere woorden, koersrelevante informatie zal ook specifiek zijn, althans in de overgrote meerderheid van de gevallen. Mijns inziens volstaat deze omstandigheid om het in overweging 2 van richtlijn 2003/124 vervatte idee dat een latere koersschommeling hooguit *een aanwijzing is voor* de koersrelevantie van de informatie, uit te breiden tot de specificiteit. Dit bewijzend of verifiërend effect ontslaat immers in geen geval van de verplichting om de concrete feiten daadwerkelijk vast te stellen en om – althans in verband met de bestraffing – te onderzoeken of reeds uit de vooraf (ex ante) aanwezige omstandigheden voortvloeit dat de informatie in kwestie voorwetenschap vormt.

3. Voorlopige conclusie

59. Op de eerste prejudiciële vraag dient bijgevolg te worden geantwoord dat de van de auteur van een persartikel afkomstige informatie over de ophanden zijnde publicatie van dit artikel, dat gaat over een marktgerucht betreffende een bedrijfsovername, voldoet aan het concreetheidsvereiste van artikel 1, punt 1, MAD juncto artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124 indien het onderwerp van het artikel in zijn gepubliceerde vorm zo specifiek is dat daaruit een conclusie kan worden getrokken over de mogelijke gevolgen voor de koers van één of meer financiële instrumenten. Dit is het geval indien de publicatie van het artikel aanknopingspunten oplevert voor de beoordeling van de betrouwbaarheid van de in dit artikel vervatte informatie en er economische gevolgen voor een emittent uit kunnen worden afgeleid. Betekenis kan toekomen aan de bekendheid en reputatie van de journalist die het artikel heeft ondertekend, aan het prestige van het persorgaan dat het artikel publiceert, en aan het feit dat in het artikel een bepaalde prijs voor het overnamebod in kwestie wordt vermeld. Een eventuele koersschommeling na de bekendmaking van de betreffende informatie kan in de zin van overweging 2 van richtlijn 2003/124 worden gebruikt om na te gaan of de vooraf verstrekte informatie specifiek was in de zin van artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van deze richtlijn.

B. Tweede tot en met vierde prejudiciële vraag

60. Indien de verwijzende rechter met toepassing van voormelde maatstaven tot de slotsom komt dat de informatie over de ophanden zijnde publicatie van de litigieuze artikelen als voorwetenschap moet worden aangemerkt, is de volgende vraag of de openbaarmaking ervan – dat wil zeggen de mededeling aan de betrokken personen – ook wederrechtelijk was en dus bestraft moet worden.

³¹ Zie arrest van 23 december 2009, Spector Photo Group en Van Raemdonck (C-45/08, EU:C:2009:806, punt 52).

³² In het arrest van 28 juni 2012, Geltl (C-19/11, EU:C:2012:397, punt 48), heeft het Hof in dit verband verwezen naar de rechtszekerheid voor de emittent, die echter geen rol mag spelen in het geval van geruchten die hem betreffen, aangezien een emittent hoe dan ook niet verplicht is om geruchten over hemzelf te publiceren.

61. Artikel 3, onder a), MAD, dat van kracht was ten tijde van de litigieuze gebeurtenis, verzet zich niet tegen elke openbaarmaking van voorwetenschap. Openbaarmaking is op grond van die bepaling alleen verboden voor zover zij niet plaatsvindt „in het kader van de normale uitoefening van [...] werk, beroep of functie”. Artikel 3, onder a), MAD is gebaseerd op het inzicht dat een categorisch verbod op openbaarmaking zou leiden tot verlamming van belangrijke andere processen. In de praktijk is het namelijk ondenkbaar dat een onderneming activiteiten ontplooit zonder voorwetenschap te verwerken en mee te delen aan een beperkte groep personen binnen de onderneming (bijvoorbeeld de verantwoordelijke afdelingen) of ook aan derden (bijvoorbeeld advocaten en accountants).

62. Het Hof heeft evenwel gepreciseerd dat deze uitzondering op het verbod op openbaarmaking restrictief moet worden uitgelegd en alleen geldt indien de mededeling van de betreffende informatie strikt noodzakelijk is voor professionele doeleinden en het evenredigheidsbeginsel in acht neemt.³³

63. Een bepaling die qua formulering nagenoeg identiek is aan artikel 3, onder a), MAD, komt thans voor in artikel 10, lid 1, MAR [juncto artikel 14, onder c), MAR]. Daarnaast bepaalt artikel 21 MAR in de huidige stand van de wetgeving dat voor journalistieke doeleinden bij de toepassing van voornoemd artikel 10 MAR rekening moet worden gehouden met de bepalingen inzake de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in andere media, alsook met de journalistieke gedragscodes.

64. De Cour d’appel de Paris wenst thans met de tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag te vernemen hoe de mededeling van de ophanden zijnde publicatie van de artikelen moet worden beoordeeld uit het oogpunt van de voormelde bepalingen van de MAR, met andere woorden of daarbij op grond van deze bepalingen is voldaan aan de voorwaarden voor een uitzondering op het verbod op openbaarmaking.

65. Derhalve moet worden onderzocht in welke wettelijke regeling de MAR voorziet voor de behandeling van voorwetenschap in een journalistieke context. Uiteindelijk moet dus worden bepaald hoe de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in de media op passende wijze kunnen worden verzoend met de bescherming van de marktintegriteit, die door het Hof met name wordt benadrukt door de neiging tot strikte handhaving van het verbod op openbaarmaking in het kader van de beroepsuitoefening. Om die reden moeten de tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag gezamenlijk worden beantwoord (zie dienaangaande onder 2).

66. Vooraf moet echter de ontvankelijkheid van de prejudiciële vragen worden besproken, aangezien de MAR – zoals de verwijzende rechter zelf heeft vastgesteld – nog niet in werking was getreden ten tijde van de in het hoofdgeding aan de orde zijnde feiten, maar de bepalingen van de MAD toen nog van toepassing waren (zie hierna onder 1).

1. Toepasselijkheid van de MAR in het hoofdgeding (ontvankelijkheid van de tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag)

67. De verwijzende rechter is van oordeel dat artikel 21 MAR een voor journalisten gunstigere bepaling is dan artikel 3, onder a), MAD, dat ratione temporis normaal gesproken van toepassing zou zijn, en dat eerstgenoemde bepaling in de onderhavige context van een sanctie op grond van

³³ Arrest van 22 november 2005, Grøngaard en Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punt 34).

het *lex mitior*-beginsel³⁴ ook moet worden toegepast op handelingen die zijn verricht vóór de inwerkingtreding ervan. Derhalve zijn de vragen over artikel 21 MAR relevant voor de beslechting van het hoofdgeding.

68. Of artikel 21 MAR daadwerkelijk een minder strenge regeling bevat, kan niet zonder meer worden bepaald, gelet op het feit dat zelfs onder de vigeur van artikel 3, onder a), MAD bij de uitlegging en toepassing van deze bepaling reeds rekening moest worden gehouden met de grondrechten, met name artikel 11 van het Handvest en artikel 10 EVRM.³⁵ Deze beoordeling hangt uiteindelijk veeleer af van de wijze waarop artikel 21 MAR concreet moet worden uitgelegd. Aangezien dit echter precies het voorwerp is van de prejudiciële vragen, is het in overeenstemming met de eisen van een goede rechtsbedeling om deze ten gronde te onderzoeken.³⁶

69. Dit geldt ook voor artikel 10, lid 1, MAR, naar de uitlegging waarvan uitdrukkelijk wordt gevraagd in de derde en de vierde prejudiciële vraag. Artikel 3, onder a), MAD bevat weliswaar een – althans qua bewoordingen – vergelijkbare bepaling, zodat een toepassing van het *lex mitior*-beginsel hier op het eerste gezicht uitgesloten lijkt te zijn, maar artikel 21 MAR verwijst uitdrukkelijk naar artikel 10, waarbij de bepalingen deel uitmaken van een uniform geheel van regels. Daarom moeten beide bepalingen in hun onderlinge samenhang worden onderzocht om een adequate uitlegging te waarborgen.

70. De tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag zijn dan ook ten gronde ontvankelijk.

2. Uitzonderingen op het verbod op openbaarmaking van voorwetenschap voor journalistieke activiteiten

71. De tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag betreffen ten eerste de toepasselijkheid van artikel 21 MAR in het hoofdgeding. De verwijzende rechter wenst te vernemen of de mededeling van de ophanden zijnde publicatie van een artikel kan worden aangemerkt als openbaarmaking van voorwetenschap „ten behoeve van journalistieke doeleinden”. Ten tweede hebben die vragen betrekking op de verhouding tussen artikel 21 en artikel 10, lid 1, MAR.

72. Aan de vraagstelling ligt ten grondslag dat verzoeker in het hoofdgeding van mening is dat artikel 21 MAR een uitputtende bijzondere regeling voor journalistieke activiteiten vormt. Volgens verzoeker zijn de in artikel 10 MAR neergelegde algemene vereisten voor de rechtmatigheid van de openbaarmaking van voorwetenschap in een professionele context dan ook niet op deze activiteiten van toepassing. Hij is de opvatting toegedaan dat bijgevolg ook het door het Hof geformuleerde vereiste van strikte noodzakelijkheid en evenredigheid van de mededeling van voorwetenschap³⁷ niet hoeft te worden onderzocht in het geval van journalistieke activiteiten.

³⁴ Zie artikel 49, lid 1, derde volzin, van het Handvest. Volgens de verwijzende rechter heeft de overtreding van het verbod op openbaarmaking naar Frans recht strafrechtelijke implicaties. Bovendien heeft het Hof reeds beslist dat ook administratieve sancties in het recht inzake marktmisbruik van strafrechtelijke aard kunnen zijn, zodat zij onder meer de toepassing van artikel 48 van het Handvest kunnen rechtvaardigen. Zie arrest van 2 februari 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punten 42 en 43).

³⁵ Zie ook overweging 44 MAD.

³⁶ Zie in die zin arresten van 26 februari 2002, Raad/Boehringer (C-23/00 P, EU:C:2002:118, punt 52), en 5 november 2019, ECB e.a./Trasta Komercbanka e.a. (C-663/17 P, C-665/17 P en C-669/17 P, EU:C:2019:923, punt 46).

³⁷ Zie dienaangaande punt 62 van de onderhavige conclusie.

a) Begrip „openbaarmaking van voorwetenschap ten behoeve van journalistieke doeleinden”

1) Uitlegging van het begrip

73. Tegen deze achtergrond hebben de AMF en in het bijzonder de Franse regering in de onderhavige procedure een bijzonder restrictieve uitlegging van het begrip „ten behoeve van journalistieke doeleinden” verdedigd. Volgens deze uitlegging strekt dit begrip zich uitsluitend uit tot de publicatie van de informatie zelf en tot handelingen die daarmee rechtstreeks verband houden. Bijgevolg zou de mededeling van de ophanden zijnde publicatie van een artikel niet onder dat begrip vallen, aangezien zij zelf slechts aan een kleine kring van personen wordt bekendgemaakt en dus niet wordt gepubliceerd, noch rechtstreeks tot de publicatie van het artikel in kwestie dient.

74. Gelet op de strekking en het doel van artikel 21 MAR is een dergelijke uitlegging van het begrip „ten behoeve van journalistieke doeleinden” echter nauwelijks te rechtvaardigen. Als deze consequent tot het einde wordt doorgedacht, zou immers een belangrijk deel van de journalistieke activiteiten die voorafgaan aan de eigenlijke publicatie, te weten de onderzoeksactiviteiten, voor de toepassing van de wetgeving inzake de handel met voorwetenschap a priori worden uitgesloten van de reikwijdte van de bescherming van de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting. De werkingssfeer van artikel 21 MAR moet evenwel verenigbaar zijn met de reikwijdte van de bescherming van de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in de media.³⁸ Dit strookt met de doelstelling van de verordening, zoals blijkt uit overweging 77 MAR. Daarin staat te lezen dat elke verwijzing naar deze grondrechten in de tekst van de verordening tot doel heeft ervoor te zorgen dat rekening wordt gehouden met die grondrechten zoals zij worden erkend in het Handvest en het EVRM.

75. Dit geldt a fortiori tegen de achtergrond dat artikel 21 MAR anders slechts een relatief beperkte werkingssfeer zou hebben. De reden hiervoor is dat de publicatie van informatie, althans voor zover zij plaatsvindt in een ruim verspreid persorgaan, reeds geheel los van de toepassing van artikel 21 MAR is toegestaan. Een dergelijke publicatie heeft namelijk tot gevolg dat er niet langer voldaan is aan het vereiste dat informatie niet publiekelijk bekend is, zodat deze informatie niet langer als voorwetenschap kan worden aangemerkt.³⁹

76. Het Europees Hof voor de Rechten van de Mens (EHRM) benadrukt met betrekking tot artikel 10 EVRM⁴⁰ weliswaar de taak van de journalistiek om informatie en ideeën te verspreiden over alle aangelegenheden van openbaar belang⁴¹, maar hieruit kan niet worden geconcludeerd

³⁸ Indien daarentegen in het geval van een restrictieve uitlegging de genoemde grondrechten in elk geval in aanmerking zouden moeten worden genomen bij het onderzoek van de normale uitoefening van het beroep van journalist in de zin van artikel 10, lid 1, MAR, zouden artikel 21 MAR of de restrictieve uitlegging ervan op hun beurt geen enkele praktische relevantie hebben.

³⁹ Zie in die zin arrest van 10 mei 2007, Georgakis (C-391/04, EU:C:2007:272, punt 39), waarin is geoordeeld dat handel met voorwetenschap niet kan worden gepleegd jegens een ingewijde, omdat er in dat geval geen sprake is van een verstoring van het evenwicht op informatiegebied. De situatie kan anders liggen wanneer de informatie wordt gepubliceerd in een perspublicatie met een zeer beperkte reikwijdte.

⁴⁰ De waarborgen van artikel 10 EVRM corresponderen – in de zin van artikel 52, lid 3, van het Handvest – met die van artikel 11 van het Handvest wat de vrijheid van meningsuiting en de persvrijheid betreft. Zie de toelichtingen bij het Handvest (PB 2007, C 303, blz. 21, 33), alsmede de arresten van 4 mei 2016, Philip Morris Brands e.a. (C-547/14, EU:C:2016:325, punt 147), en 14 februari 2019, Buivids (C-345/17, EU:C:2019:122, punt 65). Bij de oriëntatie op de waarborgen van de corresponderende rechten van het EVRM moet blijkens de toelichtingen bij artikel 52, lid 3, van het Handvest (PB 2007, C 303, blz. 33) niet alleen rekening worden gehouden met de bewoordingen ervan, maar ook met de rechtspraak van het EHRM. Zie arrest van 30 juni 2016, Toma en Biroul Executorului Judecătoresc Horațiu-Vasile Cruduleci (C-205/15, EU:C:2016:499, punt 41).

⁴¹ Zie EHRM, 7 februari 2012, Axel Springer tegen Duitsland (CE:ECHR:2012:0207JUD003995408, § 79), en 8 november 2016, Magyar Helsinki Bizottság tegen Hongarije (CE:ECHR:2016:1108JUD001803011, § 168). Zie ook arrest van 16 december 2008, Satakunnan Markkinapörssi en Satamedia (C-73/07, EU:C:2008:727, punt 61).

dat feitelijk ook slechts de eigenlijke publicatie van informatie en nauw daarmee samenhangende activiteiten worden beschermd door de persvrijheid. Het EHRM is veeleer uitdrukkelijk van oordeel dat de door de persvrijheid geboden bescherming zich mede uitstrekt tot activiteiten die – zoals onderzoeken – louter als voorbereidingen dienen voor latere verspreiding of publicatie. Deze activiteiten worden zelfs geacht in bijzondere mate bescherming te vereisen.⁴² Tegen deze achtergrond valt de in de tweede prejudiciële vraag, onder b), bedoelde verificatie van feiten bij een bron⁴³ vóór de publicatie ervan zonder meer binnen de reikwijdte van de bescherming van de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in de media en dus binnen de werkingssfeer van artikel 21 MAR. Dit zou ook gelden wanneer verzoeker in het hoofdgeding bij een dergelijke verificatie te kennen zou hebben gegeven dat hij op het punt stond een artikel over die feiten te publiceren.

77. Volgens de uiteenzetting van de AMF dienden de gesprekken tussen verzoeker in het hoofdgeding en de latere kopers evenwel niet ter verificatie van informatie, maar waren zij beperkt tot alleen maar de mededeling dat de publicatie van een artikel over het gerucht in kwestie ophanden was.

78. De door de persvrijheid geboden bescherming kan zich evenwel ook uitstrekken tot een dergelijke handeling. In dit verband eist het EHRM niet dat de betreffende handeling rechtstreeks ten goede komt aan een bepaalde publicatie. Zo werd in het geval van een journalist die regelmatig over strafzaken bericht, het aan een medewerker van het parket gericht verzoek om vertrouwelijke informatie, met het doel in het algemeen op de hoogte te blijven van onderzoeken, zonder aan een specifieke publicatie of onderzoek te werken, zonder meer geacht binnen de reikwijdte van de bescherming van de persvrijheid te vallen.⁴⁴

79. Derhalve is het voor de vraag of de door de persvrijheid geboden bescherming zich uitstrekt tot een bepaalde handeling of activiteit, en dus voor de toepasselijkheid van artikel 21 MAR, alleen van belang dat die handeling of activiteit wordt verricht in een journalistieke en niet in een privéhoedanigheid.⁴⁵ Hiervoor is vereist dat de betreffende handeling of activiteit zowel objectief als qua intentie verband houdt met de journalistieke activiteit van de betrokken persoon. Een dergelijke journalistieke activiteit moet in het algemeen gericht zijn op de verspreiding van informatie onder het publiek. De handeling in kwestie hoeft evenwel niet te bestaan in het informeren van het publiek.

80. Derhalve zou de mededeling van de ophanden zijnde publicatie van het artikel in casu reeds een openbaarmaking „ten behoeve van journalistieke doeleinden” in de zin van artikel 21 MAR vormen indien de verwijzende rechter tot de slotsom zou komen dat de onderzoeksactiviteit van een financieel journalist in de praktijk wordt gekenmerkt door contacten met financiële analisten, in het kader waarvan ook informatie over ophanden zijnde artikelen en de publicatie daarvan wordt uitgewisseld.

⁴² EHRM, 25 april 2006, Dammann tegen Zwitserland (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 52).

⁴³ Zie aangaande de bescherming van bronnen onder meer arresten van 27 maart 1996, Goodwin tegen Verenigd Koninkrijk (CE:ECHR:1996:0327JUD00174889), en 5 oktober 2017, Becker tegen Noorwegen (CE:ECHR:2017:1005JUD002127212).

⁴⁴ EHRM, 25 april 2006, Dammann tegen Zwitserland (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 28).

⁴⁵ Als „gevolg van het handelen als journalist”. Zie EHRM, 20 oktober 2015, Pentikäinen tegen Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 35), en 5 januari 2016, Erdtmann tegen Duitsland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 16).

81. Een andere beoordeling zou echter vereist zijn indien de contacten in kwestie niet zouden hebben plaatsgevonden in het kader van informatiegaring voor (toekomstige) artikelen, maar geheel los daarvan tot doel zouden hebben gehad een informatievoorsprong te creëren of uit te buiten. De verwijzende rechter moet de voor deze beoordeling noodzakelijke feitelijke vaststellingen doen.⁴⁶

82. Een vraag die moet worden onderscheiden van de vraag naar de toepasselijkheid van artikel 21 MAR, is opnieuw of een dergelijke journalistieke praktijk uiteindelijk een rechtmatige openbaarmaking van voorwetenschap oplevert. Anders dan verzoeker in het hoofdgeding stelt, leidt het feit dat aan de voorwaarden van artikel 21 MAR is voldaan, niet tot een uitzondering op het openbaarmakingsverbod. Op dit aspect heeft de derde prejudiciële vraag betrekking.

83. In zoverre volgt reeds uit de bewoordingen van artikel 21 MAR dat „[v]oor de toepassing van artikel 10, [...] wanneer informatie openbaar wordt gemaakt [...], [...] deze openbaarmaking [...] [wordt] beoordeeld met inachtneming van de bepalingen inzake de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in andere media, en de journalistieke gedragscodes”. Die bepaling gaat er dus kennelijk van uit dat ook in het geval waarin voorwetenschap openbaar wordt gemaakt voor journalistieke doeleinden, artikel 10, lid 1, MAR de relevante bepaling voor de beoordeling van de rechtmatigheid van deze openbaarmaking blijft. Met de in het geding zijnde grondrechten en met de gedragscodes kan alleen rekening worden gehouden binnen de context van laatstgenoemde bepaling. Artikel 21 MAR sorteert dan ook geen autonoom rechtsgevolg en kan alleen al om die reden geen autonome uitzondering op het openbaarmakingsverbod vormen.

84. Hieruit volgt dat de rechtmatigheid of wederrechtelijkheid van de openbaarmaking voor journalistieke doeleinden in een tweede fase afhangt van de beoordeling of de openbaarmaking heeft plaatsgevonden in het kader van de normale uitoefening van het beroep van journalist in de zin van artikel 10, lid 1, MAR.⁴⁷ Dit rechtvaardigt dan weer dat de werkingssfeer van artikel 21 MAR wordt gelijkgesteld met de reikwijdte van de bescherming van de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in de media, en dat bijgevolg steeds moet worden aangenomen dat voorwetenschap „ten behoeve van journalistieke doeleinden” openbaar wordt gemaakt wanneer dat gebeurt in een journalistieke hoedanigheid.⁴⁸

2) *Bewijs van het bestaan van journalistieke doeleinden in het individuele geval*

85. Uit de bovenstaande overwegingen⁴⁹ blijkt reeds dat het onderzoek naar en het bewijs van het (al dan niet) bestaan van journalistieke doeleinden feitelijk gesproken moeilijkheden kan opleveren.

86. Volgens de algemene regels rust de bewijslast ter zake van een overtreding van het verbod op openbaarmaking op de bevoegde overheidsinstanties. Zij moeten dus ook bewijzen dat de openbaarmaking niet voor journalistieke doeleinden heeft plaatsgevonden. Daartoe moeten zij de objectieve omstandigheden van het feit bewijzen en op basis daarvan moet de aangezochte rechter vaststellen of uit die omstandigheden voortvloeit dat er een verband bestaat met de journalistieke activiteiten van de betrokkene, dan wel dat er daarvoor op zijn minst concrete aanwijzingen kunnen worden gevonden.

⁴⁶ Zie dienaangaande meer in detail hieronder, punten 85 e.v. van deze conclusie.

⁴⁷ Zie dienaangaande punten 89 e.v. van de onderhavige conclusie.

⁴⁸ Zie dienaangaande punt 79 van de onderhavige conclusie.

⁴⁹ Zie met name punt 80 van de onderhavige conclusie.

87. Daarbij ligt het voor de hand dat een rechter gemakkelijker het bestaan van journalistieke doeleinden zal kunnen aannemen wanneer de betrokken journalist uiteenzet hoe de verweten handeling past in zijn journalistieke activiteit. Dit mag er evenwel niet toe leiden dat de bewijslast ter zake van het bestaan van journalistieke doeleinden uiteindelijk bij de betrokkene wordt gelegd. Veeleer komt iedere betrokkene ook in een procedure betreffende een administratieve sanctie het recht toe om te zwijgen⁵⁰, waarvan de uitoefening niet in zijn nadeel mag zijn. Evenzo geldt het vermoeden van onschuld (artikel 48, lid 1, van het Handvest) ook op het gebied van de vervolging van strafbare feiten van ingewijden.⁵¹ Derhalve kan van een journalist niet worden verlangd dat hij iets zegt over de doeleinden die worden nagestreefd met de openbaarmaking van de informatie in kwestie. Dit beantwoordt immers aan de behoeften van journalistieke bronbescherming.

88. Bij twijfel kan in het geval van beroepsjournalisten openbaarmaking „ten behoeve van journalistieke doeleinden” in de zin van artikel 21 MAR dan ook alleen worden uitgesloten indien de objectieve omstandigheden van de handeling op generlei wijze inherent zijn aan hun beroepsactiviteiten. Bij gebreke daarvan moet – met gebruikmaking van de methoden waarin het nationale recht voorziet – kunnen worden aangetoond dat de openbaarmaking subjectief voor niet-beroepsmatige of persoonlijke doeleinden plaatsvond.

b) Onderzoek van de „normale uitoefening van [...] [het] beroep” van journalist in de zin van artikel 21 juncto artikel 10, lid 1, MAR

89. Volgens artikel 10, lid 1, MAR is de openbaarmaking van voorwetenschap niet wederrechtelijk indien zij plaatsvindt „uit hoofde van de normale uitoefening van [...] [het] beroep”. In dit verband rijst de vraag of binnen de werkingssfeer van artikel 21 MAR alleen de openbaarmaking valt die – in de zin van het arrest Grøngaard en Bang – strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van het beroep van journalist en het evenredigheidsbeginsel in acht neemt.⁵²

90. De Grøngaard en Bang-rechtspraak, die oorspronkelijk werd gewezen met betrekking tot artikel 3, onder a), van richtlijn 89/592/EEG⁵³, kan zonder meer op overeenkomstige wijze worden toegepast op artikel 10, lid 1, MAR. De bepalingen zijn immers grotendeels identiek geformuleerd en de overwegingen die het Hof tot deze uitlegging van het criterium „normale uitoefening van het beroep” hebben gebracht, zijn nog steeds relevant. Met name wordt de openbaarmaking van voorwetenschap nog steeds beschouwd als een ernstige bedreiging voor de werking van en het vertrouwen van de beleggers in de kapitaalmarkten⁵⁴, en om die reden moeten uitzonderingen op het openbaarmakingsverbod beperkt blijven. Het belang dat de wetgever hecht aan de bescherming van de marktintegriteit wordt nog versterkt door het feit dat de regeling ten gevolge van de MAR de vorm van een verordening heeft gekregen.⁵⁵

⁵⁰ Zie arrest van 2 februari 2021, Consob (C-481/19, EU:C:2021:84, punt 42).

⁵¹ Zie overweging 27 van richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (richtlijn marktmisbruik) (PB 2014, L 173, blz. 179).

⁵² Zie dienaangaande reeds punt 62 van de onderhavige conclusie.

⁵³ Richtlijn van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (PB 1989, L 334, blz. 30).

⁵⁴ Aldus de argumentatie in het arrest van 22 november 2005, Grøngaard en Bang (C-384/02, EU:C:2005:708, punt 33). Zie dienaangaande de overwegingen 2 en 5 van richtlijn 89/592 respectievelijk overwegingen 1, 2 en 23 MAR.

⁵⁵ Zie in die zin ook overweging 4 MAR. Bovendien wordt dit bevestigd door het feit dat richtlijn 2014/57, met name artikel 4 ervan, strafrechtelijke sancties in het recht van de lidstaten voorschrijft voor bepaalde gevallen van strafbare feiten van ingewijden.

91. De verwijzende rechter vraagt zich evenwel af of die rechtspraak ook van toepassing is in het kader van artikel 21 MAR (juncto artikel 10, lid 1, MAR). Aangezien namelijk de voornaamste taak van de pers juist bestaat in de verspreiding van ideeën en informatie over onderwerpen van openbaar belang⁵⁶, wordt de uitoefening van het beroep van journalist op een bijzondere wijze beperkt door een strikte handhaving van het verbod op openbaarmaking.

92. Anders dan de verwijzende rechter in het kader van de vierde prejudiciële vraag in overweging neemt, volgt hieruit evenwel niet dat de strikte voorwaarden die het Hof heeft gesteld aan een uitzondering op het openbaarmakingsverbod in de journalistieke context, a priori niet zouden gelden. Veeleer blijkt uit artikel 21 MAR slechts dat deze rechtspraak aldus moet worden toegepast dat zij niet leidt tot een inbreuk op de persvrijheid en de vrijheid van meningsuiting in de media.

93. Hierbij moet op het gebied van de financiële journalistiek een onderscheid worden gemaakt naargelang de journalistieke activiteiten uitsluitend worden verricht binnen de belangensfeer van het beleggerspubliek dan wel ook betrekking hebben op onderwerpen van algemeen politiek of maatschappelijk belang. Volgens de rechtspraak van het EHRM bestaat er in de context van maatschappelijk of politiek relevante debatten namelijk weinig ruimte om de persvrijheid te beperken⁵⁷, terwijl aan berichten met een beperkt openbaar belang niet hetzelfde gewicht hoeft te worden toegekend.⁵⁸

94. Naar deze maatstaven bestaat er een grote behoefte aan voorlichting over en dus een verhoogde publieke belangstelling voor de openbaarmaking van wangedrag van ondernemingen, die vaak gepaard gaat met een publieke discussie over economische regelgeving of mogelijke tekortkomingen van overheidsinstanties.⁵⁹ Dit is met name ook het geval omdat ondernemingen veeleer geneigd zijn geen informatie te publiceren die negatief voor hen is, ook al kan dit in voorkomend geval in strijd zijn met de uit artikel 17, lid 1, MAR voortvloeiende verplichting tot ad-hocpubliciteit. De pers fungeert dus als een „publieke waakhond”.⁶⁰ Om deze taak doeltreffend te kunnen vervullen, moet het haar echter binnen een vrij genereus kader worden toegestaan om voorwetenschap te verwerken en, indien nodig, openbaar te maken.

95. Daarentegen zijn beperkingen op de openbaarmaking van voorwetenschap wellicht beter te rechtvaardigen in het geval van berichten die uitsluitend van belang zijn voor de groep van beleggers. Deze berichten dienen louter het algemene informatiebelang van de markt, dat – gelet op de doelstellingen van informatie-efficiëntie en transparantie in de kapitaalmarktregelgeving – moet worden beschouwd als een zelfstandig openbaar belang.⁶¹ Dit belang wordt echter reeds nagestreefd door middel van de publiciteitsmechanismen waarin de kapitaalmarktregelgeving

⁵⁶ Zie dienaangaande reeds punt 76 en voetnoot 41 van de onderhavige conclusie.

⁵⁷ EHRM, 7 juni 2007, Dupuis e.a. tegen Frankrijk (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 40); 10 december 2007, Stoll tegen Zwitserland (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 117 e.v.), en 29 maart 2016, Bédat tegen Zwitserland (CE:ECHR:2016:0329JUD005692508, § 49).

⁵⁸ Zie in die zin EHRM, 23 juni 2016, Brambilla tegen Italië (CE:ECHR:2016:0623JUD002256709, § 59).

⁵⁹ Een prominent voorbeeld is het artikel „Is Enron Overpriced?” van Bethany McLean (*Fortune*, 5 maart 2001), dat er mede toe leidde dat een van de grootste bedrijfsschandalen in de Verenigde Staten aan het licht werd gebracht. Een ander voorbeeld is het onderzoek van Renate Daum, die in Duitsland het boekhoudschandaal in de ComRoad-zaak aan het licht bracht („Außer Kontrolle. Wie ComRoad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen”, 2003). Tevens hebben journalisten van de *Financial Times* reeds in 2015 twijfels geuit over de integriteit van de financiële verslaggeving van Wirecard AG (Dan McCrum, „The House of Wirecard”, *Financial Times*, 27 april 2015).

⁶⁰ Zie in die zin laatstelijk EHRM, 20 mei 2021, Amaghlobeli e.a. tegen Georgië (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 36).

⁶¹ Zie dienaangaande reeds punt 1 van de onderhavige conclusie.

voorziet.⁶² Bij bedrijfsovernamen, zoals in casu, is bijvoorbeeld behalve in de reeds genoemde publicatie ad hoc ook voorzien in de publicatie van het overnamebod door de bieder overeenkomstig richtlijn 2004/25/EG⁶³.

96. Voor de toepassing van artikel 21 juncto artikel 10, lid 1, MAR en het onderzoek van het criterium van de strikte noodzakelijkheid van de openbaarmaking betekent dit het volgende: volgens de rechtspraak van het EHRM moet, ook wanneer er een groot openbaar belang bij de berichtgeving bestaat, in elk geval worden onderzocht of er kennelijk alternatieve manieren waren om de journalistieke doelstellingen te bereiken.⁶⁴

97. In een geval als het onderhavige kan bovendien aan de hand van een strengere toetsingsmaatstaf ook worden nagegaan of de informatie reeds voldoende was geverifieerd, wat in beginsel ter beoordeling van de journalist staat. Hoe dan ook kan worden onderzocht of de verificatie ook had kunnen worden verricht zonder de ophanden zijnde publicatie van het artikel te vermelden. Mocht de verwijzende rechter tot de slotsom komen dat de vermelding van de publicatie van het artikel geen verband hield met de verificatie⁶⁵, dan zou moeten worden onderzocht of de openbaarmaking anderszins daadwerkelijk vereist was voor de vervulling van de journalistieke taken, met name of dit de enige manier was om de informatiestroom voor toekomstige artikelen te waarborgen.

98. Tegen deze achtergrond lijkt het in casu niet uitgesloten dat de verwijzende rechter tot de slotsom komt dat de mededeling van de ophanden zijnde publicatie niet strikt noodzakelijk was.

99. Anders zou bij de afweging van persvrijheid en marktintegriteit in het kader van de evenredigheidstoetsing in eigenlijke zin enerzijds rekening moeten worden gehouden met het feit dat ten gevolge van de openbaarmaking van voorwetenschap handel met voorwetenschap heeft plaatsgevonden.⁶⁶

100. Daardoor ontstaat immers in eerste instantie echte financiële schade. Voor zover de beleggers die vertrouwen stellen in de markt, niet bekend zijn met de informatie in kwestie, zullen zij namelijk – naargelang van de inhoud van de informatie – hun effecten onder de waarde verkopen of boven de waarde kopen. Vooral bijzonder oplettende beleggers worden benadeeld, omdat zij zeer snel reageren op door handel met voorwetenschap veroorzaakte koersbewegingen die niet op een andere manier kunnen worden verklaard. Daarbij komt dat deze beleggers op middellange termijn het vertrouwen in de markt als geheel dreigen te verliezen en de markt dreigen te verlaten. Daardoor zijn het juist de (oplettende) beleggers die voor een snelle en

⁶² De pers kan echter ook een belangrijkere functie op dit gebied verkrijgen wanneer deze mechanismen dreigen te falen met betrekking tot bepaalde informatie. Zie dienaangaande reeds punt 94 van de onderhavige conclusie.

⁶³ Zie artikel 6 van richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod (PB 2004, L 142, blz. 12).

⁶⁴ Zo onderzoekt het EHRM of de gewenste informatie ook langs legale weg had kunnen worden verkregen. Zie bijvoorbeeld EHRM, 20 mei 2021, Amaghlobeli e.a. tegen Georgië (CE:ECHR:2021:0520JUD004119211, § 39), en 25 april 2006, Dammann tegen Zwitserland (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, §§ 53 en 56). Zie ook arrest van 20 oktober 2015, Pentikäinen tegen Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 101), in het kader waarvan het EHRM heeft onderzocht of de verzoeker zijn verslaglegging even goed had kunnen voortzetten als hij gehoor had gegeven aan het bevel van de politie.

⁶⁵ Zie aangaande de verschillende feitelijke hypothesen de punten 76 en 80 van de onderhavige conclusie.

⁶⁶ Zie aangaande de relevantie van een schending van het recht die heeft plaatsgevonden bij derden of ten aanzien van beschermd rechtsgoederen, EHRM, 1 juli 2014, A.B. tegen Zwitserland (CE:ECHR:2014:0701JUD005692508, § 55), onder verwijzing naar het arrest van 7 juni 2007, Dupuis e.a. tegen Frankrijk (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402). Zie ook arrest van 10 december 2007, Stoll tegen Zwitserland (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 130).

accurate koersvorming zorgen, die de markt verlaten. Daarnaast en als gevolg daarvan bestaat het risico dat het publiek in het algemeen het vertrouwen in de werking van de markten verliest⁶⁷, hetgeen volgens de wetgever vrijwel onmogelijk kan worden hersteld.⁶⁸

101. Anderzijds moet in de afweging worden betrokken dat de pers in het algemeen door de betreffende regeling of de toepassing ervan – concreet dus door het verbod op openbaarmaking – niet mag worden afgeschrikt om over bepaalde onderwerpen onderzoek te doen of te publiceren.⁶⁹ De zwaarte van de dreigende sanctie speelt hierbij een belangrijke rol.⁷⁰

102. Of de betrokken journalist in het individuele geval bescherming verdient, hangt echter af van het antwoord op de vraag of hij plichtsgetrouw en verantwoordelijk heeft gehandeld.⁷¹ Van bijzonder belang, maar uiteindelijk niet doorslaggevend, is in dit verband het antwoord op de vraag of hij rechtmatig heeft gehandeld.⁷² In een geval als het onderhavige kan dus een rol spelen in hoeverre een journalist – los van zijn eigen mogelijkerwijs strafbare gedrag – (bewust) deelneemt aan een strafbaar feit van een ander, zoals handel met voorwetenschap van een ander.

103. Met betrekking tot het mogelijkerwijs afschrikkende effect⁷³ van de wetgeving inzake voorwetenschap op de financiële journalistiek benadrukt verzoeker in het hoofdgeding dat hij geen enkele beroepsregel heeft geschonden die verbiedt om in de gegeven omstandigheden kennis te geven van de ophanden zijnde publicatie van een artikel.⁷⁴ In dit verband dient de verwijzende rechter evenwel na te gaan of hieruit volgt dat verzoekers handelwijze daadwerkelijk overeenstemde met journalistieke gebruiken. Daarbij komt dat zelfs de naleving van journalistieke gedragscodes – althans in de onderhavige context – niet zonder meer de gevolgtrekking wettigt dat de openbaarmaking van voorwetenschap rechtmatig was. De in de lidstaten geldende gedragscodes geven immers deels slechts een eerste aanzet tot regeling van het conflict tussen persvrijheid en de wetgeving inzake voorwetenschap⁷⁵, zodat het met artikel 21 MAR nagestreefde evenwicht tussen persvrijheid en marktintegriteit niet zou kunnen worden bereikt door enkel de gedragscodes voor journalistieke activiteiten in aanmerking te nemen. Derhalve blijven de waarborgen van de grondrechten van persvrijheid en vrijheid van meningsuiting de beslissende maatstaf. De inhoud van die waarborgen kan hoe dan ook niet vrijelijk worden bepaald door de gewone wetgever of door beroepsorganisaties.

⁶⁷ Zie dienaangaande overweging 2 en artikel 13, lid 2, onder a), MAR. Zie tevens punt 1 van de onderhavige conclusie.

⁶⁸ Zie bijvoorbeeld het voorstel van de Commissie voor de MAD van 19 november 2002, COM(2002) 625 def. (PB 2003, C 71E, blz. 62).

⁶⁹ EHRM, 25 april 2006, Dammann tegen Zwitserland (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 57), en 10 december 2007, Stoll tegen Zwitserland (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 154).

⁷⁰ Het EHRM heeft bijvoorbeeld een geldboete van 800 CHF als relatief gering beschouwd. Zie EHRM, 10 december 2007, Stoll tegen Zwitserland (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, § 157).

⁷¹ Zie over de argumentatiefiguur van „verantwoorde journalistiek” EHRM, 25 april 2006, Dammann tegen Zwitserland (CE:ECHR:2006:0425JUD007755101, § 55); 7 juni 2007, Dupuis e.a. tegen Frankrijk (CE:ECHR:2007:0607JUD000191402, § 43), en 20 oktober 2015, Pentikäinen tegen Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90).

⁷² EHRM, 20 oktober 2015, Pentikäinen tegen Finland (CE:ECHR:2015:1020JUD001188210, § 90), en 5 januari 2016, Erdtmann tegen Duitsland (CE:ECHR:2016:0105DEC005632810, § 20).

⁷³ Zie dienaangaande bijvoorbeeld EHRM, 22 november 2007, Voskuil tegen Nederland (CE:ECHR:2007:1122JUD006475201, § 65); 14 september 2010, Sanoma Uitgevers B.V. tegen Nederland (CE:ECHR:2010:0914JUD003822403, § 59), en 25 oktober 2011, Altuğ Taner Akçam tegen Turkije (CE:ECHR:2011:1025JUD002752007, § 75).

⁷⁴ Zie voor de betekenis van gedragscodes in dit verband EHRM, 10 december 2007, Stoll tegen Zwitserland (CE:ECHR:2007:1210JUD006969801, §§ 145 e.v.).

⁷⁵ Clausule 13 van de IPSO Editors' Code of Practice – die betrekking heeft op de financiële journalistiek – regelt bijvoorbeeld enkel het geval waarin een journalist zelf financieel wordt geraakt door voorwetenschap. In punt II, 1), a), van de relevante gedragscode van de Duitse raad voor journalistiek inzake de berichtgeving over de economische en financiële markten is enkel bepaald dat voorwetenschap „in beginsel” niet mag worden doorgegeven.

104. Indien een gedraging die een journalist louter op basis van de gedragscodes toelaatbaar zou kunnen achten, niettemin een schending van het verbod op openbaarmaking oplevert, kan met deze omstandigheid rekening worden gehouden door geen sanctie op te leggen.⁷⁶ Dit kan tevens zorgen voor een rechtszeker kader voor de activiteiten van journalisten op het voor de kapitaalmarkt relevante gebied.⁷⁷

c) Voorlopige conclusie

105. Gelet op het voorgaande moet op de tweede tot en met de vierde prejudiciële vraag worden geantwoord dat er sprake is van openbaarmaking „ten behoeve van journalistieke doeleinden” in de zin van artikel 21 MAR indien die openbaarmaking geschiedt in een journalistieke hoedanigheid. Ook in dit geval hangt de rechtmatigheid van de openbaarmaking evenwel af van het antwoord op de vraag of zij plaatsvindt in het kader van de normale uitoefening van het werk of het beroep van de journalist in de zin van artikel 10, lid 1, MAR. Dit onderstelt dat openbaarmaking strikt noodzakelijk is voor die doeleinden en dat het evenredigheidsbeginsel in acht wordt genomen. Bij de beoordeling van de strikte noodzakelijkheid en de evenredigheid van de openbaarmaking voor journalistieke activiteiten moeten de vereisten van persvrijheid en vrijheid van meningsuiting in de media worden afgewogen tegen de gevaren die door de openbaarmaking ontstaan voor de integriteit van de kapitaalmarkten. Bij het onderzoek van de evenredigheid moet rekening worden gehouden met in het bijzonder het openbaar belang van het onderwerp van de journalistieke activiteiten in kwestie, de beschermenswaardigheid van de journalist en de zwaarte van de sanctie. Daarnaast is onder meer van belang of het risico op handel met voorwetenschap evident was en zich in het concrete geval heeft verwezenlijkt.

VI. Conclusie

106. Gelet op een en ander geef ik het Hof in overweging de door de Cour d'appel de Paris gestelde prejudiciële vragen te beantwoorden als volgt:

„1) Artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) juncto artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124/EG van de 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 moet aldus worden uitgelegd dat de van de auteur van een persartikel afkomstige informatie over de ophanden zijnde publicatie van dit artikel, dat gaat over een marktgerucht betreffende een bedrijfsovername, voldoet aan het concreetheidsvereiste van artikel 1, punt 1, van richtlijn 2003/6 juncto artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van richtlijn 2003/124 indien het onderwerp van het artikel in zijn gepubliceerde vorm zo specifiek is dat daaruit een conclusie kan worden getrokken over de mogelijke gevolgen voor de koers van één of meer financiële instrumenten. Dit is het geval indien de publicatie van het artikel aanknopingspunten oplevert voor de beoordeling van de betrouwbaarheid van de in dit artikel vervatte informatie en er economische gevolgen voor een emittent uit kunnen worden afgeleid. Betekenis kan toekomen aan de bekendheid en

⁷⁶ De MAR verplicht niet tot oplegging van sancties of administratieve sancties, maar voorziet tevens in de mogelijkheid van bijvoorbeeld een stakingsbevel voor de toekomst. Zie artikel 30, lid 2, onder a), MAR.

⁷⁷ Zie EHRM, 24 februari 2015, Haldimann e.a. tegen Zwitserland (CE:ECHR:2015:0224JUD002183009, § 61). Volgens dit arrest moet er rekening mee worden gehouden dat de journalisten te goeder trouw hebben gehandeld met betrekking tot de gedragscodes.

reputatie van de journalist die het artikel heeft ondertekend, aan het prestige van het persorgaan dat het artikel publiceert, en aan het feit dat in het artikel een bepaalde prijs voor het overnamebod in kwestie wordt vermeld.

Een eventuele koersschommeling na de bekendmaking van de betreffende informatie kan in de zin van overweging 2 van richtlijn 2003/124 worden gebruikt om na te gaan of de vooraf verstrekte informatie specifiek was in de zin van artikel 1, lid 1, tweede alternatief, van deze richtlijn.

- 2) Artikel 21 juncto artikel 10, lid 1, 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/EG van het Europees Parlement en de Raad en richtlijnen 2003/124/EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie moet aldus worden uitgelegd dat er sprake is van openbaarmaking van voorwetenschap ,ten behoeve van journalistieke doeleinden' indien die openbaarmaking geschiedt in een journalistieke hoedanigheid. Ook in dit geval hangt de rechtmatigheid van de openbaarmaking evenwel af van het antwoord op de vraag of zij plaatsvindt in het kader van de normale uitoefening van het werk of het beroep van de journalist in de zin van artikel 10, lid 1, van verordening nr. 596/2014. Dit onderstelt dat openbaarmaking strikt noodzakelijk is voor die doeleinden en dat het evenredigheidsbeginsel in acht wordt genomen. Bij de beoordeling van de strikte noodzakelijkheid en de evenredigheid van de openbaarmaking voor journalistieke activiteiten moeten de vereisten van persvrijheid en vrijheid van meningsuiting in de media worden afgewogen tegen de gevaren die door de openbaarmaking ontstaan voor de integriteit van de kapitaalmarkten. Bij het onderzoek van de evenredigheid moet rekening worden gehouden met in het bijzonder het openbaar belang van het onderwerp van de journalistieke activiteiten in kwestie, de beschermenswaardigheid van de journalist en de zwaarte van de sanctie. Daarnaast is van wezenlijk belang of het risico van handel met voorwetenschap evident was en zich in het concrete geval heeft verwezenlijkt.”