

**M. Nelemans, Annotation Spector case re: buy-back programme and insider trading (in Dutch),
Jurisprudence Business & Law, 23 December 2009**

Hof van Justitie van de Europese Unie 23 december 2009

Spector Photo Group NV, Chris van Raemdonck / Commissie voor het Bank-, Financie- en
Assurantiewezen (CBFA)

Auteur noot: mr.dr. M. Nelemans

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V. te Amsterdam

1. Het Hof van Justitie van de Europese Unie (hierna: het Hof) heeft naar aanleiding van prejudiciële vragen in een Belgische procedure ten aanzien van Spector Photo Group NV (hierna: Spector) onder meer uitleg gegeven aan de interpretatie van het bestanddeel “gebruik te maken van” in het verbod van misbruik van voorwetenschap zoals neergelegd in artikel 2 lid 1 van de richtlijn 2003/6/EG (hierna: richtlijn marktmisbruik). Dit bestanddeel omschrijft de te bewijzen schakel tussen het beschikken over voorwetenschap en het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten. Dientengevolge heeft de interpretatie van dit bestanddeel een invloed op de reikwijdte van het verbod van misbruik van voorwetenschap en de bewijspositie van de handhavende autoriteiten.
2. Na het Georgakis-arrest (HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156, m.nt. Hoff (*Okonomikon/Georgakis*)) heeft het Hof in de onderhavige Spector-zaak een nieuwe stap gezet om de reikwijdte van het verbod van misbruik van voorwetenschap aan te scherpen. In het Georgakis-arrest werd vastgesteld dat er geen sprake is van gebruik maken van voorwetenschap als leden van een groep over dezelfde informatie beschikken, en derhalve op voet van gelijkheid met elkaar staan, waardoor geen van de leden van de groep een voordeel kan halen uit de informatie (zie met name r.o. 39 van het Georgakis-arrest). In het Spector-arrest wordt in meer algemene termen een *carve out* omschreven voor situaties waarin een transactie niet zou *kunnen* resulteren in een ongerechtvaardigd voordeel, althans waarin voorwetenschap geen rol speelt bij de transactie.
3. Het feitencomplex in de Spector-zaak kan als volgt worden samengevat. Spector is een Belgische vennootschap met een notering op NYSE Euronext Brussels. In 2003 kocht Spector op de beurs aandelen teneinde te kunnen voldoen aan de lopende verplichtingen uit hoofde van een aandelenoptieplan. In de periode tussen 28 mei 2003 en 30 augustus 2003 werden zes orders geplaatst. De eerste vijf orders bedroegen 2.000 aandelen en werden geheel uitgevoerd. De zesde order bedroeg 18.000 aandelen en werd nagenoeg geheel uitgevoerd. Spector wijzigde aldus haar aankooppatroon, dat wil zeggen de ordergrootte en de prijslimiet. Zij deed dit kort voor het bekendmaken van haar omzetgegevens en een voorgenomen overname. Dit nieuws resulteerde in een koersstijging van het aandeel Spector van acht procent.
4. De Belgische toezichthouder, de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (hierna: CBFA), startte een onderzoek naar een mogelijke overtreding van het Belgische verbod van misbruik van voorwetenschap. Gesteld werd dat de wijziging van het aankooppatroon was ingegeven door voorwetenschap en de intentie om de aandelen in te kopen voordat de aandelenkoers van Spector zou gaan stijgen. De CBFA legde Spector uiteindelijk een boete op van EUR 80.000 voor overtreding van het verbod van misbruik van voorwetenschap. Spector is in beroep gegaan tegen de boete bij het Hof van Beroep te Brussel. De procedure werd door het Hof van Beroep te Brussel geschorst om een aantal prejudiciële vragen te stellen over de uitleg van

artikel 2 lid 1 richtlijn marktmisbruik, waaronder de uitleg van het bestanddeel “gebruik te maken van”.

5. Naar aanleiding van de prejudiciële vragen stelt het Hof dat een marktpartij die over voorwetenschap beschikt en een transactie verricht of bewerkstelligt, gebruik maakt van voorwetenschap in de zin van artikel 2 lid 1 richtlijn marktmisbruik, onder voorbehoud van eerbiediging van de rechten van de verdediging en inzonderheid van het recht om dat vermoeden te weerleggen (r.o. 62). Er is volgens het Hof derhalve sprake van een bewijsvermoeden van gebruikmaking, waarbij de marktpartij de mogelijkheid wordt geboden om dit vermoeden te weerleggen. Het Hof is niet eenduidig met betrekking tot de inhoud van het bewijsvermoeden. Zo blijft onduidelijk welke precieze feiten worden vermoed vast te staan en door de marktpartij zouden kunnen worden weerlegd. Ook is de bewijslastverdeling een punt van aandacht. Deze onderwerpen worden in het onderstaande behandeld.
6. Het bewijsvermoeden strekt zich mijns inziens uit over twee – voor het begrip – te onderscheiden verschijningsvormen van gebruik maken van voorwetenschap. De eerste vorm van gebruik maken is descriptief van aard, namelijk het zich *mentaal* bedienen van voorwetenschap. Een marktpartij bedient zich mentaal van voorwetenschap als hij de informatie op een zekere wijze meeneemt in zijn denk- en/of besluitvormingsproces. De tweede vorm van gebruik maken is normatief van aard, namelijk het *ongeoorloofd* inzetten van voorwetenschap. Een marktpartij zet voorwetenschap ongeoorloofd in als hij de informatie aanwendt op een wijze zoals omschreven in de navolgende punten 11 en 12. Het meenemen van de informatie in het denk- en/of besluitvormingsproces is een *conditio sine qua non* voor het ongeoorloofd inzetten van voorwetenschap. Het is uiteraard mogelijk om informatie mee te nemen in het denk- en/of besluitvormingsproces zonder de informatie ongeoorloofd in te zetten. Tegen deze achtergrond worden vier vraagstukken besproken.
7. Het eerste vraagstuk betreft het bewijsvermoeden ten aanzien van het zich mentaal bedienen van de voorwetenschap. Het Hof geeft in feite aan dat mag worden vermoed dat een primaire ingewijde, die beschikte over voorwetenschap ten tijde van een transactie, zich mentaal heeft bediend van de informatie (r.o. 36, 54 en 62; zie ook r.o. 70, conclusie AG Kokott). Daarbij wordt door het Hof aangetekend dat het vermoeden zou kunnen worden weerlegd. Het Hof geeft evenwel niet aan welk vermoeden zou kunnen worden weerlegd en op welke wijze dat zou kunnen worden gedaan. De vraag *in concreto* is of een primaire ingewijde (bijvoorbeeld) aannemelijk dient te maken (i) dat voorwetenschap geen rol speelde in het besluitvormingsproces voorafgaand aan zijn transactie, (ii) dat hij zich niet bewust was (en niet bewust behoorde te zijn) van het feit dat hij over voorwetenschap beschikte ten tijde van zijn transactie, of (iii) dat voorwetenschap niet doorslaggevend is geweest in het besluitvormingsproces aangaande zijn transactie.
8. Het Hof en Advocaat-Generaal J. Kokott (hierna: AG Kokott) verantwoorden de introductie van het bewijsvermoeden (mede) met hun veronderstelling dat voorwetenschap in beginsel een rol speelt in het besluitvormingsproces (r.o. 36; r.o. 70, conclusie AG Kokott). Gegeven de omschrijving van het bewijsvermoeden en de daaraan ten grondslag liggende veronderstelling, zou een primaire ingewijde aannemelijk dienen te maken dat voorwetenschap geen rol speelde in het besluitvormingsproces of dat hij zich niet bewust was (en niet bewust behoorde te zijn) van het feit dat hij over voorwetenschap beschikte. Een marktpartij kan het bewijsvermoeden overigens niet weerleggen door uitsluitend aannemelijk te maken dat voorwetenschap niet doorslaggevend is geweest in het besluitvormingsproces (zie ook r.o. 59 en 60, conclusie AG Kokott).

9. Het tweede vraagstuk betreft het bewijsvermoeden ten aanzien van het ongeoorloofd inzetten van de voorwetenschap. Indien een primaire ingewijde niet in staat is aannemelijk te maken dat hij zich niet mentaal heeft bediend van de voorwetenschap, dient volgens het Hof te worden vastgesteld of er sprake is van gebruik maken in de zin van artikel 2 lid 1 richtlijn marktmisbruik. Het Hof stelt met zoveel woorden dat een marktpartij het verbod van misbruik van voorwetenschap niet zou overtreden indien het gedrag niet in strijd is met één van de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik, namelijk het beschermen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van de beleggers, dat onder meer berust op de wetenschap dat zij met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap (r.o. 62).
10. De vraag is op welke wijze de handhavende autoriteiten dienen te bewijzen dat een marktpartij de voorwetenschap al dan niet ongeoorloofd heeft ingezet. Hier kunnen de handhavende autoriteiten wederom een rechtsvermoeden hanteren (r.o. 54). De marktpartij heeft het recht om dit vermoeden te weerleggen (r.o. 54 en 62). Een marktpartij zal dan aannemelijk dienen te maken (i) dat zijn transactie geen afbreuk heeft gedaan aan de doelstellingen van de richtlijn of, meer specifiek, (ii) dat hij de voorwetenschap niet op een ongeoorloofde manier heeft ingezet (zie de navolgende punten 11 en 12; zie over het onderscheid tussen geoorloofd en ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap ook F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht (diss. Tilburg)*, Nijmegen 2004, p. 617-621 en F.G.H. Kristen, “Besluit marktmisbruik en de wisselwerking met de Wet marktmisbruik”, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 613-614).
11. Het derde vraagstuk betreft de nadere invulling van het “ongeoorloofd gebruik maken” van de voorwetenschap. Het Hof lijkt “ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap” in te vullen door dit op een meso-niveau in verband te brengen met het afbreuk doen aan de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik (r.o. 46) en op een micro-niveau met het *kunnen* behalen van een ongerechtvaardigd voordeel door middel van de voorwetenschap (r.o. 48, 49 en 52). Het Hof stelt voorts dat het verbod van misbruik van voorwetenschap wordt overtreden op het moment dat een marktpartij *in overeenstemming* met de voorwetenschap handelt (r.o. 53). Dit is, ondanks de noodzakelijke redenering *a contrario*, een sterke aanwijzing dat het verbod van misbruik van voorwetenschap niet van toepassing is op een marktpartij die geen ongerechtvaardigd voordeel zou *kunnen* behalen (bijvoorbeeld) omdat hij contrair aan de voorwetenschap handelt.
12. AG Kokott besteedt eveneens aandacht aan de vraag wanneer sprake zou kunnen zijn van situaties die buiten het verbod van misbruik van voorwetenschap vallen (r.o. 62, conclusie AG Kokott). Naast een situatie genoemd in considerans 18 van de richtlijn marktmisbruik, wordt onder meer het voorbeeld van de contraire transacties opgevoerd (r.o. 67, conclusie AG Kokott). Zij concludeert ten slotte dat niet mag worden verondersteld dat het verbod van misbruik van voorwetenschap is overtreden in situaties waarin van meet af aan vaststaat dat voorwetenschap *geen rol speelt bij de transactie* die een persoon verricht (r.o. 69, conclusie AG Kokott). Hoewel het Hof en AG Kokott andere formuleringen hanteren, komen de benaderingen nagenoeg overeen: er wordt een *carve out* omschreven voor situaties waarin een transactie niet zou *kunnen* resulteren in een ongerechtvaardigd voordeel, althans waarin voorwetenschap geen rol speelt bij de transactie.
13. Het vierde vraagstuk betreft de bewijslastverdeling in Nederlandse procedures. De handhavende autoriteiten dragen de bewijslast en het bewijsrisico ten aanzien van het gebruik van voorwetenschap. Zij kunnen niettemin steunen op een rechtsvermoeden, zowel voor wat betreft het zich mentaal bedienen van de informatie als het ongeoorloofd inzetten ervan. Een marktpartij heeft een bewijsvoeringslast en dient aannemelijk te maken dat het bewijsvermoeden *in concreto* geen

gelding heeft. Een marktpartij draagt dus geen bewijslast maar uitsluitend een bewijsvoeringslast. Hij dient feiten en omstandigheden aan te dragen waaruit deze aannemelijkheid blijkt. De voorgaande uitgangspunten gelden zowel in het Nederlandse strafrecht als in het bestuursstrafrecht (zie onder meer M.J. Borgers en F.G.H. Kristen, *Verweren en responderen*, rubriek rechtspraak, *DD* (39) 2005, p. 570-576 en A.R. Hartmann, *Bewijs in het bestuursstrafrecht (diss. Rotterdam)*, Rotterdam: Gouda Quint 1998, p. 132-142).

14. Het Hof geeft tevens aan dat er een zelfstandige onderzoeksplicht bestaat en lijkt deze dwingend voor te schrijven: “(...) moet worden onderzocht (...)” (r.o. 62; zie ook r.o. 69, conclusie AG Kokott). Niettemin wordt deze zelfstandige onderzoeksplicht in r.o. 55 afgezwakt doordat het Hof deze clauseert: “(...) kan het vereist zijn dat in bepaalde situaties de feitelijke omstandigheden worden onderzocht opdat men zich ervan kan vergewissen dat effectief ongerechtvaardigd gebruik wordt gemaakt van de voorwetenschap.” Hieruit lijkt te volgen dat de zelfstandige onderzoeksplicht van toepassing is zodra een voldoende aanleiding bestaat om een dergelijk onderzoek te starten, ongeacht of een marktpartij hierom verzoekt of argumenten aandraagt ter weerlegging van het bewijsvermoeden. Dit geldt niet alleen voor rechters maar ook voor de Stichting Autoriteit Financiële Markten indien zij voornemens is een bestuurlijke boete op te leggen of andere bestuursrechtelijke maatregelen te nemen.

15. Voor de Nederlandse situatie is het aanvoeren van een bewijsvermoeden ter zake van het gebruik maken van voorwetenschap geen nieuwe omstandigheid (zie conclusie A-G voor HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185 m.nt. J. Italianer (*Flexovit*) en Hof Amsterdam 1 maart 2007, *JOR* 2008/199 m.nt. F.G.H. Kristen (*Landis*)). Wel nieuw is dat handhavende autoriteiten bij de beoordeling van transacties van marktpartijen die beschikken over voorwetenschap, naast de bestaande excepties, voor zover een voldoende aanleiding bestaat, ook rekening dienen te houden met de vraag of voorwetenschap ongeoorloofd is ingezet. Het verbod van misbruik van voorwetenschap vraagt daarmee om een meer rationele toepassing dan een mechanische toepassing. Vanwege het bewijsvermoeden en het feit dat een marktpartij een bewijsvoeringslast draagt, biedt de Spectoruitspraak geen garanties voor marktpartijen, wel een aantal verweermiddelen zoals uiteengezet in de punten 8, 11 en 12.