

# De redelijk handelende belegger in Nederland en de Verenigde Staten

## Inleiding

In zijn conclusie bij het arrest van de Hoge Raad van 31 mei 2005 inzake Flexovit<sup>1</sup> pleitte advocaat-generaal (A-G) Wortel ervoor om bij de toepassing van het begrip 'voorwetenschap' van artikel 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) acht te slaan op de Amerikaanse (*insider trading*) rechtspraak inzake het Amerikaanse leerstuk van 'materiality'. Volgens de A-G zal het leerstuk van 'materiality' als gevolg van de Richtlijn Marktmissbruik<sup>2</sup> en de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking<sup>3</sup> aan belang winnen. Deze richtlijnen nemen bij de beoordeling van koersgevoeligheid als uitgangspunt de vraag of de redelijk handelende belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing met een bepaalde inlichting rekening zou houden. Deze benadering lijkt volgens A-G Wortel sterk op 'the reasonable investor's trading decision' uit de Amerikaanse rechtspraak, dat als uitgangspunt wordt genomen bij het beoordelen van 'materiality'.

In deze bijdrage ga ik aan de hand van de wetsgeschiedenis en jurisprudentie nader in op de betekenis van het begrip 'redelijk handelende belegger' binnen het Nederlandse recht. Vervolgens behandel ik een tweetal uitspraken van de US Supreme Court inzake 'materiality' en de 'reasonable investor's trading decision'. Ten slotte vergelijk ik kort enkele andere aspecten van onze marktmissbruikwetgeving met de Amerikaanse praktijk. Hierbij komen aan de orde de verplichting voorwetenschap onverwijld openbaar te maken, de betekenis van het begrip 'gebruik maken van' in artikel 46 lid 1 Wte 1995, en de vraag of het begrip 'significante' in de definitie van voorwetenschap een kwalitatieve of kwantitatieve betekenis heeft.

### Informatie die een significante invloed op de koers zou kunnen hebben; de redelijk handelende belegger

Sinds de inwerkingtreding van de Wet marktmissbruik op 1 oktober 2005<sup>4</sup> wordt *voorwetenschap* in artikel 46 lid 1 Wte 1995 gedefinieerd als:

'bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op de rechtsper-

soon, vennootschap of instelling waarop de effecten betrekking hebben of op de handel in deze effecten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking *significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten*'.

De Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking omschrijft informatie die niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking een 'aanzienlijke' invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten in artikel 1 lid 2 als:

'informatie waarvan een *redelijk handelende belegger* waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren'.<sup>5</sup>

Bij de beoordeling van de vraag of een redelijk handelende belegger in de niet openbaar gemaakte gegevens aanleiding zou hebben zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren, dient volgens de conclusie van A-G Wortel bij het arrest Flexovit een weging te worden gemaakt van de omstandigheden van het geval.<sup>6</sup>

Hij verwijst naar de preambule bij de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking voor een omschrijving van deze weging:

'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 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.'

Het criterium van de 'redelijk handelende belegger' is een wettelijke maatstaf waarlangs de steeds wisselende omstandigheden van het geval moeten worden gelegd.

Reeds in het HCS-arrest<sup>7</sup> van 27 juni 1995 oordeelde de Hoge Raad dat voor strafbaarheid op grond van artikel

1. HR 31 mei 2005, NJ 2005, 448.

2. Richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 12 april 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (PbEU L 96; Richtlijn Marktmissbruik).

3. Richtlijn nr. 2003/124/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (PbEU L 339; Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking).

4. Wet van 23 juni 2005, Stb. 2005, 346 (Wet marktmissbruik).

5. Zie ook de memorie van toelichting bij de Wet marktmissbruik, Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8.

6. Zie de conclusie bij Flexovit.

7. HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662 (HCS).

336a (oud) Wetboek van Strafrecht (thans art. 46 Wte 1995) is vereist dat ten tijde van het verrichten of bewerkstelligen van de transactie naar *objectieve maatstaven* redelijkerwijs te verwachten is dat de bekendmaking van de bijzonderheid zal leiden tot een stijging dan wel tot een daling van de koers. Als gevolg van de HCS-zaak is artikel 46 Wte 1995 gewijzigd. In de memorie van toelichting bij het voorstel van wet stelt de wetgever dat informatie als koersgevoelig moet worden aangemerkt indien deze, op zichzelf beschouwd, naar geobjectiveerde verwachting zou kunnen leiden tot een duidelijke invloed op de koers. Met 'objectief' werd volgens de memorie van toelichting bedoeld:

'dat het moet gaan om informatie waarvan de ervaring heeft geleerd dat de openbaarmaking daarvan een invloed kan hebben op de koers. (...). Met andere woorden: het betreft (nog) niet openbaargemaakte informatie omtrent de instelling van het soort dat door beleggers relevant geacht wordt voor het nemen van beleggingsbeslissingen.'<sup>8</sup>

Door de invoering van de Wet marktmisbruik per 1 oktober 2005 is de rol van de 'redelijk handelende belegger' verder in ons recht verankerd. In recente uitspraak van de rechtbank van Amsterdam behandelt de rechtbank de vraag of informatie koersgevoelig is expliciet onder het kopje 'redelijke handelende belegger'.<sup>9</sup>

Ten slotte merk ik op dat de wetgever met het opnemen van het bestanddeel 'significant' in het huidige artikel 46 Wte 1995 niet beoogd heeft een verandering teweeg te brengen in de bestaande praktijk inzake voorwetenschap;<sup>10</sup> met andere woorden, de bewijzlijst voor het Openbaar Ministerie is door het opnemen van het bestanddeel 'significant' in de delictomschrijving niet verzwakt. De genoemde jurisprudentie inzake artikel 46 Wte 1995 (oud) blijft derhalve van belang bij de uitleg van het begrip voorwetenschap.

### Materiality in het Amerikaanse recht; de reasonable investor's trading decision

In het Amerikaanse recht gaat het niet om de vraag of informatie al dan niet koersgevoelig, maar of de informatie 'material' is. Het Amerikaanse recht inzake *insider trading* vindt in hoofdzaak zijn oorsprong in Rule 10b-5 van de Securities and Exchange Commission (SEC) ter uitvoering van section 10(b) van de Securities Exchange Act 1934 (SEA 1934). In deze bepalingen ligt de nadruk op de vraag of de informatie die wel of niet openbaar wordt gemaakt, juist, volledig en niet misleidend is.

8. Kamerstukken II 1996/97, 25 095, nr. 3, p. 7.

9. Rb. Amsterdam 19 januari 2006, LJN AU9945, 13/409008-05.

10. Zie de memorie van toelichting bij de Wet marktmisbruik, Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8.

Artikel 10(b) SEA 1934 bepaalt het volgende:

'It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange (...) (b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered (...), any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.'<sup>11</sup>

Rule 10b-5 van de SEC bepaalt vervolgens dat:

'It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,  
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,  
(b) To make any untrue statement of a *material fact* or to omit to state a *material fact* necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or  
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security.'

Wat opvalt, is dat zowel in section 10(b) SEA 1934 als in Rule 10b-5 van de SEC de term *insider trading* niet wordt gebruikt. Het huidige verbod op *insider trading* heeft zich dan ook voornamelijk ontwikkeld in de rechtspraak (veelal geïnitieerd door de Department of Justice en de SEC), waar nodig bijgestuurd door wetgeving en regelgeving. Het is onmogelijk om in het korte bestek van deze bijdrage een compleet overzicht te geven van het Amerikaans recht inzake *insider trading*.<sup>12</sup> Ik beperk mij in deze bijdrage tot de bespreking van een aantal uitspraken van de Amerikaanse rechter in het kader van het begrip 'materiality'.

### *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>13</sup>

*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* betreft de definitie van 'material fact' onder SEC Rule 14a-9 en is later bevestigd in een uitspraak onder Rule 10b-5. SEC Rule 14a-9 verbiedt onjuiste of misleidende verklaringen in zogenoemde 'proxy statements'. Een proxy statement is een aandeelhouderscirculaire waarin een bedrijf toelichting geeft op een

11. 15 U.S.C. § 78j(b).

12. Zie voor een overzicht van *insider trading law* in de Verenigde Staten: Stephen M. Bainbridge, *An Overview of US Insider Trading Law: Lessons for the EU?*, *European Company Law* (2005), issue 1, p. 22-26; zie verder, *Speech by SEC Staff: Insider Trading – A U.S. Perspective*, 19 september 1998, te vinden op website: [www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm](http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm).

13. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438.

aan de aandeelhouders voorgelegd besluit. National Industries had 34% van de aandelen in TSC Industries verkregen van de (familie van de) oprichter-grootheidhouder van TSC Industries. Meteen na de overname traden de oprichter en zijn zoon af als directeur van TSC en werden vier door National genomineerde personen benoemd tot directeur, waaronder de president en executive vice-president van National, die werden benoemd tot chairman, respectievelijk chairman van de executive committee.

Vervolgens deed de board van TSC een voorstel tot liquidatie van TSC en tot verkoop van al haar activa aan National tegen omruiling van de aandelen TSC in aandelen National. TSC en National publiceerden gezamenlijk een proxy statement waarin het voorstel werd aanbevolen aan de aandeelhouders TSC.

De proxy solicitation verliep succesvol en dus werden de voorgestelde liquidatie en aandelenruil geëffectueerd.

Een TSC-aandeelhouder diende een claim in dat de proxy statement onjuist en misleidend was, nu hierin niet stond vermeld dat National door aankoop van het 34%-belang controle had gekregen over TSC en dat in de proxy statement ten onrechte enkele voor de TSC-aandeelhouders nadelige afspraken niet waren vermeld.

De Supreme Court oordeelde dat een feit 'material' is, indien:

‘there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote’.

Om te voldoen aan dit vereiste zegt de Supreme Court dat:

‘(...) there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information available.’

*Basic Inc. v. Levinson*<sup>14</sup>

Insider trading issues spelen vaak in het kader van overnames. Zo ook in de zaak *Basic Inc. v. Levinson*. Deze zaak betreft de definitie van ‘material fact’ onder SEC Rule 10b-5, ter uitvoering van section 10(b) SEA 1934. In december 1978 kwamen Combustion Engineering, Inc. en Basic Incorporated overeen te fuseren. Gedurende de voorafgaande twee jaar hadden er verscheidene besprekingen plaatsgevonden tussen vertegenwoordigers van beide ondernemingen. Tegelijkertijd heeft Basic tot drie keer toe in een openbare mededeling ontkend dat er fusieonderhandelingen aan de gang waren. Een groep van aandeelhouders van Basic die hun aandelen hadden verkocht tussen de eerste openbare mededeling en de schorsing van de handel in het aandeel Basic onmiddellijk voor de aankondiging van de fusie,

14. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

startte een zogenoemde ‘class action’ dat was gehandeld in strijd met SEA 1934 section 10(b) en Rule 10b-5.

De Supreme Court bevestigt haar uitspraak in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*:

‘The standard set forth in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (...), whereby an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor, is expressly adopted for the 10(b) and Rule 10b-5 context.’

Voorts stelt de Supreme Court vast dat het niet altijd zeker en duidelijk zal zijn wat de impact van een bepaalde ontwikkeling op de beslissing van de redelijk handelende belegger zal zijn:

‘The application of this materiality standard to preliminary merger discussions is not self-evident. Where the impact of the corporate development on the target’s fortune is certain and clear, the TSC Industries materiality definition admits straightforward application. Where, on the other hand, the event is contingent or speculative in nature, it is difficult to ascertain whether the ‘reasonable investor’ would have considered the omitted information significant at the time. Merger negotiations, because of the ever-present possibility that the contemplated transaction will not be effectuated, fall into the latter category.’

Of het bestaan en de status van fusieonderhandelingen relevant is voor de beleggingsbeslissing, wordt door de Supreme Court getoetst aan de hand van de ‘probability/magnitude’-test (voor het eerst toegepast in *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>15</sup>):

‘Whether merger discussions in any particular case are material therefore depends on the facts. Generally, in order to assess the *probability* that the event will occur, a factfinder will need to look to indicia of interest in the transaction at the highest corporate levels. Without attempting to catalog all such possible factors, we note by way of example that board resolutions, instructions to investment bankers, and actual negotiations between principals or their intermediaries may serve as indicia of interest. To assess the *magnitude* of the transaction to the issuer of the securities allegedly manipulated, a factfinder will need to consider such facts as the size of the two corporate entities and of the potential premiums over market value. No particular event or factor short of closing the transaction need be either necessary or sufficient by itself to render merger discussions material. (...) As we clarify today, materiality depends on the significance the reasonable investor would place on the withheld or misrepresented information.’

15. *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 849.

De vraag of een 'reasonable investor's trading decision' door bepaalde bijzonderheden zou worden bepaald en dus material is, hangt dus af van twee feitelijke waarderingen, de mate van 'probability' en daarnaast de 'magnitude'. De twee waarderingen kunnen volgens de Amerikaanse rechter niet los van elkaar worden gezien. Waar een transactie meer waarschijnlijk is, kan er toch sprake zijn van 'materiality', ook al is het relevante gewicht van de transactie minder groot.

Onder de definitie van voorwetenschap van artikel 46 lid 4 Wte 1995 wordt gekeken naar of de informatie/bijzonderheid 'concreet' is en of de informatie of bijzonderheid een 'significante invloed kan hebben op de prijs'. De laatste test is hiervoor reeds besproken. Of informatie 'concreet is', hangt volgens de Brochure 'Voorwetenschap' van de Autoriteit Financiële Markten af van de waarschijnlijkheid dat een feit/bijzonderheid gaat plaatsvinden en of de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers.

De 'probability/magnitude'-test vertoont kenmerken van zowel het vereiste van 'concreetheid' als het vereiste van 'koersgevoeligheid', maar is niet slechts een 'koersgevoeligheidstest'. In 'CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive' wordt echter het standpunt ingenomen dat 'concreetheid' en 'koersgevoeligheid' weliswaar samenhangen, maar het mogelijk is de aparte factoren vast te stellen die bepalen of er concrete informatie is en die bepalen of informatie koersgevoelig is.<sup>16</sup>

### Nog meer Amerikaanse invloeden

Ten slotte bespreek ik kort enkele andere aspecten van onze marktmisbruikwetgeving waar het interessant kan zijn een vergelijking te maken met de Amerikaanse situatie.

#### *Bewijsvermoeden inzake 'gebruik maken van'; SEC Rule 10b 5-1*

De Europese regelgever maakt een onderscheid tussen geoorloofde en ongeoorloofde vormen van handelen met voorwetenschap. De formulering 'gebruik maken van' in de definitie van voorwetenschap dient ertoe dit onderscheid in de verbodsnorm aan te brengen.<sup>17</sup> Uit de wetsgeschiedenis van de Wet marktmisbruik<sup>18</sup> blijkt dat van 'gebruik maken van' voorwetenschap sprake is indien een persoon die een

transactie pleegt, zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet-openbare bijzonderheid<sup>19</sup> die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten. Er wordt derhalve met het bestanddeel 'gebruik maken van' niet gedoeld op een causaal verband. SEC Rule 10b 5-1 kent eenzelfde bewijsvermoeden. Deze Rule 10b 5-1 nadere regeling van 10b 5 bepaalt dat een koop of verkoop is gedaan op basis van 'material non-public information' indien degene die handelende in de effecten op het moment van handelen bekend was met die informatie. De regel voorziet in zogenoemde 'affirmative defenses' die het bewijsvermoeden kunnen ontkrachten. Dit is bijvoorbeeld het geval indien is gehandeld op grond van een vooropgesteld plan (een '10b 5-1 plan').

#### *Significante invloed op de koers – geen kwantitatief vereiste*

Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat het vereiste van een 'significante' invloed op de koers uit artikel 46 lid 4 Wte 1995 geen kwantitatief vereiste is. De wetgever heeft gekozen voor de term 'significant' omdat hij vindt dat deze term beter aansluit bij het 'redelijk handelende belegger'-criterium zoals opgenomen in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking, waarbij het volgens de wetgever gaat om informatie die betekenisvol is. Dit is een andere betekenis dan de term 'aanzienlijk', welke volgens de wetgever 'tamelijk groot' betekent, een meer kwantitatief criterium.<sup>20</sup> In dit kader wijs ik op het SEC Staff Accounting Bulletin No. 99 inzake Materiality. Het bulletin geeft richtlijnen inzake 'materialiteitsdrempels', toegepast in het kader van financiële rapportages. Volgens het bulletin kan bij de beoordeling van 'materiality' niet uitsluitend worden vertrouwd op kwantitatieve drempels. Van belang is een citaat van de SEC uit de Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 van de Financial Accounting Standards Board:

'The omission or misstatement of an item in a financial report is material if, in the light of surrounding circumstances, the magnitude of the item is such that it is probable that the judgment of a reasonable person relying upon the report would have been changed or influenced by the inclusion or correction of the item.'

In het accounting bulletin wordt vervolgens aangehaakt bij het leerstuk inzake 'reasonable investor's trading decision' uit de Amerikaanse rechtspraak, zoals hiervoor omschreven.

#### *Onverwijld openbaarmaking van voorwetenschap en non-public material information*

Anders dan artikel 47 Wte 1995 kent het Amerikaanse recht geen algemeen geldende wettelijke regel dat koersgevoelige informatie onverwijld openbaar moet worden gemaakt.

19. Zie Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 10, p. 2.

20. Zie de memorie van toelichting bij de Wet marktmisbruik, Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8.

16. CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, te vinden op de website van de Europese Unie, [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/cesr/cesr-02-089d\\_en.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/cesr/cesr-02-089d_en.pdf).

17. Zie het Besluit Marktmisbruik van 14 september 2005, Stb. 2005, 467; zie ook de conclusie van A-G Wortel bij het arrest van de Hoge Raad in de zaak Flexovit en nr. 116 e.v. uit de conclusie; zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, Beschouwingen omtrent het Nederlands effectenrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgeverij 2006, p. 266.

18. Zie Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 7, p. 20.



In zeer algemene termen dient non-public material information slechts dan openbaar gemaakt te worden indien dit is vereist in het kader van een SEC Filing (in het bijzonder in de specifieke gevallen opgenomen in het nieuwe Form 8-K), indien inmiddels gepubliceerde informatie onjuist blijkt te zijn, alvorens te handelen in effecten van de uitgevende instelling of wanneer dit wordt vereist door de regels van een aandelenbeurs. De Listed Company Manual van de New York Stock Exchange (NYSE) (regel 202) vereist van genoteerde ondernemingen dat zij informatie 'which might reasonably be expected to materially affect the market for its securities' onverwijld openbaar maken. De Listed Company Manual erkent echter impliciet dat er een aantal gebieden is, waaronder onderhandelingen inzake fusies en acquisities, die op zakelijke gronden geheimhouding rechtvaardigen. Wanneer de vertrouwelijkheid niet kan worden gewaarborgd, zal onder de Listed Company Manual steeds onverwijld tot openbaarmaking moeten worden overgegaan. Dit is bijvoorbeeld het geval indien de groep van mensen die bekend is met de informatie, te groot wordt.

De Wet marktmisbruik staat geheimhouding van informatie toe wanneer het uitstel een rechtmatig belang dient, van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is en de vertrouwelijkheid kan worden gewaarborgd. Uit de wetsgeschiedenis en de brochure van de AFM 'Openbaarmaking Koersgevoelige Informatie' blijkt dat hier bijvoorbeeld sprake van kan zijn wanneer openbaarmaking de uitkomst van lopende onderhandelingen kan beïnvloeden, in het bijzonder wanneer de financiële levensvatbaarheid van de uitgevende instelling in ernstig en eminent gevaar is. Uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap is dus slechts bij hoge uitzondering toegestaan. De wetgever en de AFM nemen hier een strengere standpunt in dan de NYSE.

### Conclusie

Met de implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik en de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking is het leerstuk van de 'redelijk handelende belegger' als objectieve maatstaf waaraan moet worden getoetst of informatie 'significante invloed kan hebben op de koers van effecten', verder in ons recht verankerd. Het is volgens de A-G niet uitgesloten dat de Nederlandse rechter voor de uitleg van het begrip 'redelijk handelende belegger' aansluiting zal zoeken bij uitspraken van de US Supreme Court inzake de 'reasonable investor's trading decision', dat door de Amerikaanse rechter als uitgangspunt wordt genomen bij het beoordelen van 'materiality'. De Amerikaanse rechter acht informatie 'material' indien het aannemelijk is dat een redelijke belegger de informatie van belang zal achten bij zijn overwegingen hoe te handelen. Dit is volgens de Amerikaanse rechter het geval indien openbaarmaking van de informatie vanuit het standpunt van de redelijke belegger belangrijke wijzigingen zou hebben aangebracht in het totale pakket aan informatie dat voor hem beschikbaar is. De vraag of fusieonderhandelingen voor een belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing relevant zijn, is niet

steeds eenvoudig te beantwoorden. In dit soort gevallen past de Amerikaanse rechter de 'probability/magnitude' toe, waarbij hij op basis van alle beschikbare informatie kijkt naar de waarschijnlijkheid dat de transactie zou plaatsvinden en het gewicht van de transactie voor de betreffende onderneming. Met de 'probability/magnitude'-test heeft de Amerikaanse rechter een kader uitgezet waarbinnen de 'reasonable investor's trading decision'-toets moet worden uitgevoerd. Deze test lijkt op de redelijk handelende belegger toets en heeft daarnaast kenmerken van de 'concreetheid'-test onder ons recht. Onder onze marktmisbruikwetgeving hangt de vraag of informatie relevant is voor een 'redelijk handelende belegger' weliswaar nauw samen met de toets of informatie 'concreet' is, maar moet apart worden beantwoord. Het is dus niet zeker of ons recht hier één op één aansluit bij het Amerikaanse recht. Het woord is nu aan de rechter.

*Mr. F.L. Pierik  
Allen & Overy*