

Hoofdstuk 12

Marktmisbruik

M. Nelemans¹

1	Inleiding.....	1
2	De voorschriften in hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht.....	2
3	De oorsprong en de uitleg van de verbodsbepalingen in hoofdstuk 5.4 Wft.....	3
4	Het verbod van gebruik van voorwetenschap.....	6
4.1	Inleiding.....	6
4.2	De definitie van voorwetenschap.....	6
4.3	Het verbod van gebruik van voorwetenschap.....	13
4.4	De uitzonderingen op het verbod van gebruik van voorwetenschap	17
5	Het tipverbod.....	19
5.1	Inleiding.....	19
5.2	Het tipverbod.....	19
5.3	De uitzonderingen op het tipverbod.....	20
6	Marktmanipulatie	23
6.1	Inleiding.....	23
6.2	Het verbod van informatiemaniplatie	23
6.3	Het verbod van transactiemaniplatie	25
7	Slot.....	30

1 Inleiding

Het begrip ‘marktmisbruik’ wordt gebruikt als verzamelnaam voor twee gedragingen, namelijk handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.² Marktmisbruik is als zodanig niet verboden. Handel met voorwetenschap en marktmanipulatie zijn wel verboden. In dit hoofdstuk wordt onder handel met voorwetenschap niet alleen geschaard het gebruik maken van voorwetenschap bij het verrichten van transacties in financiële instrumenten, maar ook het mededelen van voorwetenschap aan een derde of het op grond daarvan doen van aanbevelingen aan een derde.³

Ter illustratie geef ik zowel van handel met voorwetenschap als marktmanipulatie een voorbeeld.

Het eerste voorbeeld betreft het gebruik maken van voorwetenschap. Stel dat een bestuurder van een beursgenoteerde oliemaatschappij op de hoogte is van een olielek dat is ontstaan bij het op

¹ Mr. M. Nelemans is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V. te Amsterdam.

² Dit volgt uit Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *Pb EU* 2003, L 96/16. Zie overweging 12 van de preambule: “Marktmisbruik omvat handel met voorwetenschap en marktmanipulatie”. Zie o.m. Crum en Kristen 2002 over de richtlijn marktmisbruik.

³ Zie ook Kristen 2004, p. 29.

grote diepte boren naar olie. Het is aannemelijk dat het olielek tot een ecologische ramp zal leiden en dat de koers van de aandelen van de oliemaatschappij zal dalen bij het bekend worden van deze informatie. De bestuurder verkoopt een deel van zijn aandelen in de oliemaatschappij vlak voordat het nieuws over het olielek aan de markt wordt medegedeeld. De bestuurder wil hiermee voorkomen dat hij zijn aandelen op een later moment tegen een gedaalde prijs zal dienen te verkopen. In dit geval is er sprake van het gebruik maken van voorwetenschap.

Het tweede voorbeeld betreft marktmanipulatie. Stel dat een bestuurder van een beursgenoteerde autofabrikant op de hoogte is van tegenvallende financiële resultaten die het gevolg zijn van slecht management. Het is aannemelijk dat deze tegenvallende financiële resultaten de autofabrikant in de problemen kunnen brengen en dat de koers van de aandelen van het bedrijf zal dalen bij het bekend worden van deze informatie. De bestuurder besluit niettemin in een persconferentie te melden dat het uitstekend gaat met de autofabrikant. Hij doet dit omdat hij het bedrijf niet in de problemen wil brengen en – tegen beter weten in – hoopt dat de resultaten op korte termijn zullen verbeteren. De bestuurder negeert derhalve de werkelijke staat van de autofabrikant en misinformeert het beleggend publiek. In dit geval is er sprake van marktmanipulatie.

De bovenstaande gedragingen zijn verboden omdat zij verschillende schadelijk effecten zouden hebben:

“Handel in effecten met gebruik van voorwetenschap schaadt het vertrouwen in de goede werking van de effectenmarkten, omdat degenen die dit doen op basis van een informatievoorsprong een ongerechtvaardigd voordeel beogen te behalen ten nadele van andere beleggers. Om het vertrouwen van beleggers te waarborgen is het dan ook van belang om te voorzien in een adequate regeling ter voorkoming van gebruik van voorwetenschap. Daarnaast maken de steeds grotere centrale rol die financiële markten vervullen in het economische verkeer, de snelle veranderingen en de talrijke nieuwe producten en ontwikkelingen, een aanscherping en aanvulling van de Europese regels inzake marktmisbruik wenselijk om de integriteit en de goede werking van die markten te waarborgen. Tot slot is het van belang dat beleggers worden voorzien van volledige, correcte en toegankelijke informatie, waarbij gelijkheid van informatieverschaffing een belangrijk element is. Transparante informatievoorziening is van groot belang voor een efficiënte prijsvorming. Handel met voorwetenschap en marktmanipulatie vormen hiervoor een belemmering.”⁴

De voornaamste redenen voor het verbieden van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie zijn dan ook het waarborgen van het vertrouwen in de goede werking van de effectenmarkten en de bescherming van beleggers die acteren op deze effectenmarkten.

2 De voorschriften in hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht

In hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) zijn regels opgenomen ter voorkoming van marktmisbruik. Hoofdstuk 5.4 Wft bestaat uit drie afdelingen. Afdeling 5.4.1 Wft bevat een aantal definities, waaronder de definitie van voorwetenschap (art. 5:53 lid 1 Wft). Afdeling 5.4.2 Wft is de meest uitgebreide afdeling en bevat de voornaamste verbods- en gebodsbepalingen. In paragraaf 5.4.2.1 Wft zijn de volgende verbodsbepalingen opgenomen:

- (i) het verbod van gebruik van voorwetenschap (art. 5:56 Wft);
- (ii) het zogenoemde tipverbod (art. 5:57 Wft); en
- (iii) het verbod van marktmanipulatie (art. 5:58 Wft).

⁴ *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 2-3 (MvT).*

De verbodsbepalingen dienen een bijdrage te leveren aan het voorkomen van marktmisbruik dan wel een grondslag te bieden voor bestraffing van marktmisbruik.

De gebodsbepalingen in afdelingen 5.4.2 en 5.4.3 Wft ondersteunen de verbodsbepalingen en zijn bedoeld om marktmisbruik te voorkomen dan wel om de AFM beter in staat te stellen marktmisbruik te detecteren. In paragraaf 5.4.2.2 Wft zijn verschillende gebodsbepalingen opgenomen, waaronder:

- (i) de verplichting voor een uitgevende instelling om een lijst bij te houden van de personen die incidenteel kennis kunnen hebben van voorwetenschap (art. 5:59 Wft);
- (ii) de verplichting voor leidinggevende personen om transacties in financiële instrumenten te melden bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) voor zover deze transacties betrekking hebben op de uitgevende instelling waar zij werkzaam zijn (art. 5:60 Wft);
- (iii) de verplichting voor een beleggingsonderneming om een vermoeden van gebruik van voorwetenschap of marktmanipulatie onverwijld te melden bij de AFM (art. 5:62 Wft); en
- (iv) de verplichting om te voldoen aan bepaalde transparantieplichtingen ten aanzien van beleggingsaanbevelingen (art. 5:64 Wft).

In afdeling 5.4.3 Wft is vastgelegd dat financiële instellingen interne voorschriften dienen vast te stellen voor het omgaan met voorwetenschap en privétransacties van medewerkers (art. 5:68 Wft).

Tot 1 januari 2009 bevatte hoofdstuk 5.4 Wft ook de verplichting voor uitgevende instellingen om voorwetenschap onverwijld openbaar te maken (art. 5:59 (oud) Wft). Thans bevat hoofdstuk 5.1 Wft deze openbaarmakingsplicht (art. 5:25i Wft). Volgens de Nederlandse wetgever is deze openbaarmakingsplicht verplaatst om uitvoering te geven aan de transparantierichtlijn^{5, 6}.

De navolgende bespreking is beperkt tot de verbodsbepalingen zoals neergelegd in paragraaf 5.4.2.1 Wft. Deze verbodsbepalingen omschrijven de gedragingen die tezamen worden aangeduid als marktmisbruik.

3 De oorsprong en de uitleg van de verbodsbepalingen in hoofdstuk 5.4 Wft

De verbodsbepalingen in hoofdstuk 5.4 Wft zijn gebaseerd op de verbodsbepalingen in de Europese richtlijn marktmisbruik en zijn geïmplementeerd door middel van de Wet marktmisbruik⁷. De Nederlandse wetgever heeft bij het vormgeven van de nationale verbodsbepalingen de Europese verbodsbepalingen nagenoeg letterlijk overgenomen. Dit is het gevolg van het feit dat de Europese wetgever met de richtlijn marktmisbruik volledige harmonisatie nastreeft om zo in de lidstaten geharmoniseerde verbodsbepalingen tot stand te brengen.⁸ Het was lidstaten derhalve niet toegestaan om strengere dan wel minder strenge verbodsbepalingen te formuleren. Wel was

⁵ Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *Pb EU* 2004, L 390/38.

⁶ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 6.

⁷ Wet marktmisbruik, *Stb.* 2005, 467. Zie o.m. Italianer en Tillema 2005 over de Wet marktmisbruik.

⁸ Kristen 2004, p. 200-201; Nelemans 2007, p. 133-134.

het toegestaan om lichte taaltechnische wijzigingen aan te brengen teneinde de verbodsbepalingen adequaat te kunnen inpassen in de nationale rechtsstelsels.

De verbodsbepalingen in hoofdstuk 5.4 Wft staan onder voortdurende invloed van het Europese recht. Ten eerste dienen de Nederlandse verbodsbepalingen richtlijnconform te worden geïnterpreteerd. Dit houdt in dat de verbodsbepalingen worden uitgelegd in lijn met de inhoud en strekking van de richtlijn marktmisbruik.⁹ Ten tweede is een voorname rol weggelegd voor het Hof van Justitie van de Europese Unie (Hof van Justitie) bij de interpretatie van de verbodsbepalingen. Het Hof van Justitie heeft sinds de inwerkingtreding van de richtlijn marktmisbruik verschillende arresten gewezen op het terrein van marktmisbruik.¹⁰ Ten derde publiceert de Committee of European Securities Regulators (CESR¹¹) regelmatig standpuntbepalingen. CESR geeft met deze zienswijzen, welke doorgaans zijn gebaseerd op ervaringen van nationale toezichthouders, nader invulling aan de verbodsbepalingen.

Voor de uitleg van de regels in afdeling 5.4 Wft zijn verder van belang het Besluit marktmisbruik Wft¹² en de verordening inkoop en stabilisatie¹³. In het Besluit marktmisbruik Wft zijn onder meer verschillende uitzonderingen opgenomen ten aanzien van het verbod van gebruik van voorwetenschap, het tipverbod en het verbod van marktmanipulatie. Het Besluit marktmisbruik Wft is grotendeels gebaseerd op de uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking¹⁴, de uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen¹⁵ en de uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en

⁹ Zie o.m. Kristen 2004, p. 61-97.

¹⁰ Arresten ten aanzien van het verbod van gebruik van voorwetenschap: HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70 (m.nt. Nelemans), *NJ* 2010, 239 (*Spector*); HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156 (m.nt. Hoff), *NJ* 2007, 418 (m.nt. Mok; *Georgakis*); HvJ EG 3 mei 2001, zaak C-28/99, *Jur.* 2001, I-03399 (*Verdonck, Everaert en Baedts*); Arresten ten aanzien van het tipverbod: HvJ EG 22 november 2005, *NJ* 2006, 336 (m.nt. Mok; *RealDanmark*). Op dit moment zijn er geen arresten ten aanzien van het verbod van marktmanipulatie. Wel is er een prejudiciële vraag gesteld over de uitleg van het begrip 'houden' in het verbod van marktmanipulatie (zie CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18 (m.nt. Nelemans; *IMC*)).

¹¹ CESR is een onafhankelijke Europese commissie bestaande uit afgevaardigden van de nationale financiële toezichthouders in de verschillende lidstaten. CESR heeft als taken het verbeteren van de coördinatie tussen de verschillende Europese toezichthouders, het adviseren van de Europese Commissie ten aanzien van beleidskwesties en het bijdragen aan een consistente toepassing van de Europese regelgeving (o.m. via richtsnoeren).

¹² Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht, zoals laatstelijk gewijzigd door het Besluit van 11 december 2006, *Stb.* 2006, 662.

¹³ Verordening 2273/2003 van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van de richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft, *Pb EG* 2003, L 336/33.

¹⁴ Richtlijn 2003/124/EG van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, *Pb EU* 2003, L 339/70.

¹⁵ Richtlijn 2003/125/EG van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft, *Pb EU* 2003, L 339/73.

meldingsregeling¹⁶. In de verordening inkoop en stabilisatie zijn uitzonderingen geconcretiseerd voor wat betreft de inkoop van eigen aandelen en het stabiliseren van de koers bij emissies. Deze verordening heeft directe werking en is derhalve niet omgezet in een Nederlandse regeling.

Het voorgaande brengt met zich dat de interpretatie van de verbodsbepalingen in hoofdstuk 5.4 Wft wordt geregeerd door het Europese recht. Niettemin blijft er ruimte voor de AFM en Nederlandse rechters om zelf accenten te leggen bij de uitleg van de verbodsbepalingen.

¹⁶ Richtlijn 2004/72/EG van de commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat gebruikelijke marktpraktijken, de definitie van voorwetenschap met betrekking tot van grondstoffen afgeleide instrumenten, het opstellen van lijsten van personen met voorwetenschap, de melding van transacties van leidinggevende personen en de melding van verdachte transacties betreft, *Pb EU* 2004, L 162/70.

4 Het verbod van gebruik van voorwetenschap

4.1 Inleiding

Het verbod van gebruik van voorwetenschap is neergelegd in artikel 5:56 Wft. Dit artikel verbiedt personen om een transactie te verrichten of te bewerkstelligen met gebruikmaking van voorwetenschap. In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op de definitie van voorwetenschap (paragraaf 4.2), het verbod van gebruik van voorwetenschap (paragraaf 4.3) en enkele uitzonderingen op het verbod (paragraaf 4.4).

4.2 De definitie van voorwetenschap

Eén van de kernbestanddelen van het verbod van gebruik van voorwetenschap is het begrip 'voorwetenschap'. Art. 5:53 lid 1 Wft definieert voorwetenschap als volgt:

"(...) bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling (...) waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten."

Het verbod van gebruik van voorwetenschap is beperkt tot informatie die kwalificeert als voorwetenschap. Informatie kwalificeert als voorwetenschap indien het gaat om:

- (i) informatie die concreet is;
- (ii) informatie die betrekking heeft op de uitgevende instelling of de handel;
- (iii) informatie die niet openbaar gemaakt is; en
- (iv) informatie die bij openbaarmaking significante invloed op de koers zou kunnen hebben.

De voorgaande voorwaarden zijn cumulatieve voorwaarden. Indien aan één of meer van de voorwaarden niet is voldaan, kwalificeert de informatie niet als voorwetenschap.

Alvorens deze cumulatieve voorwaarden te behandelen, wordt eerst kort ingegaan op het begrip 'informatie'. Informatie is, ingeval van een grammaticale uitleg, te onderscheiden van gegevens, omdat informatie is verrijkt met een subjectieve interpretatie. Voor het bestaan van informatie zijn gegevens noodzakelijk, maar niet voldoende. Zodoende is het normaal te spreken over 'informatie' als het gaat om geïnterpreteerde gegevens en over 'gegevens' als deze niet zijn geïnterpreteerd. Niettemin wordt het begrip 'informatie' in de definitie van voorwetenschap (en het in hoofdstuk 6 te behandelen verbod van marktmanipulatie) ruim uitgelegd, waardoor er niet alleen geïnterpreteerde maar ook ongeïnterpreteerde gegevens onder vallen.¹⁷

4.2.1 Informatie die concreet is

De eerste vraag is wanneer informatie kan worden gekwalificeerd als concrete informatie. Artikel 1 lid 1 van de uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking bepaalt dat informatie concreet is indien:

¹⁷ Zie Kristen 2004, p. 853; Nelemans 2007, p. 146-147.

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

Hieruit volgt dat de informatie dient te voldoen aan twee cumulatieve voorwaarden:

- (i) de informatie dient betrekking te hebben op een bestaande situatie, een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden, een situatie waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan of een gebeurtenis waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden; en
- (ii) de informatie dient specifiek genoeg te zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers.

Het begrip ‘gebeurtenis’ is niet nader gedefinieerd en lijkt derhalve een grote reikwijdte te hebben. Een relevante vraag is onder welke omstandigheden redelijkerwijs zou mogen worden aangenomen dat een gebeurtenis zal plaatsvinden of ontstaan. Dit hangt af van de mate van (on)waarschijnlijkheid dat de gebeurtenis zal plaatsvinden of ontstaan, althans de overtuigingskracht van de (contra-)indicaties voor het plaatsvinden van de gebeurtenis. Van belang hierbij is hoe deze (on)waarschijnlijkheid dient te worden vastgesteld. CESR heeft hierover het volgende opgemerkt:

“When considering what may reasonably be expected to come into existence, the key issue is whether it is reasonable to draw this conclusion based on the ex ante information available at the time.”¹⁸

Het gaat hier om een geobjectiveerde toets. Volgens CESR dient bij de beantwoording van de vraag of het op T=1 aannemelijk was dat de gebeurtenis binnen een bepaalde periode zou gaan plaatsvinden, uitsluitend toegestaan om informatie te betrekken die op T=1 bij de partij in kwestie bekend was. Bij het beantwoorden van deze vraag is het irrelevant of een bepaalde onzekere gebeurtenis al dan niet op T=2 daadwerkelijk heeft plaatsgevonden. Met andere woorden: er mag niet worden geredeneerd met de “*benefit of hindsight*”. Het is onvoldoende om enkel te bepalen of het op T=1 aannemelijk was dat de gebeurtenis *te eniger tijd* zou gaan plaatsvinden. In dat geval kan niet worden gesproken over concrete informatie (of informatie die specifiek genoeg is). Uit de informatie die op T=1 bekend was, moet redelijkerwijs kunnen worden geconcludeerd (i) *dat* het op T=1 aannemelijk was dat de gebeurtenis zou gaan plaatsvinden en ook (ii) binnen welke afzienbare en beperkte tijdspanne dit zou gebeuren.

De tweede voorwaarde van de concreetheidseis is dat de informatie specifiek genoeg dient te zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers. Hoewel deze voorwaarde een overlap vertoont met de hieronder te bespreken eis van koersgevoeligheid, zijn er verschillen. Ten eerste dient de informatie specifiek te zijn. Volgens CESR hoeft de informatie niet uitgebreid of volledig te zijn.¹⁹ Uiteraard dient de informatie wel een of meer waardevolle elementen te bevatten, bijvoorbeeld gegevens over “wie”, “wat”, “waar”, “hoe” en/of “wanneer”. Ten tweede dient de informatie een basis te vormen voor het trekken van een conclusie over de

¹⁸ Zie CESR, *Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, Ref: CESR/06-562b, July 7 2007, p. 4-5.

¹⁹ *Ibid.*, p. 5.

mogelijke koersinvloed. CESR merkt daarbij op dat dit bijvoorbeeld het geval kan zijn wanneer (i) de informatie een redelijk handelende belegger in staat stelt een beleggingsbeslissing te nemen zonder of tegen een heel laag financieel risico; of (ii) wanneer het informatie betreft waarvan het waarschijnlijk is dat deze meteen door de markt wordt uitgewonnen.²⁰ Uit de voorbeelden van CESR volgt dat op basis van de informatie in ieder geval in redelijkheid moet kunnen worden vastgesteld: (i) dat een zekere vorm van koersinvloed bij openbaarmaking te verwachten is en (ii) wat de richting van de koersinvloed is, althans hoe de informatie bij openbaarmaking de koers zou kunnen beïnvloeden.²¹ Als dat niet het geval zou zijn, kan moeilijk worden gesproken over een beleggingsbeslissing tegen een heel laag financieel risico of over een mogelijkheid voor de markt om de informatie uit te winnen.

In bepaalde gevallen is er een samenloop van een gebeurtenis en een in het verschiet liggende gebeurtenis, waarbij de gebeurtenis die heeft plaatsgevonden irrelevant is en de in het verschiet liggende gebeurtenis niet aannemelijk is. De vraag is dan of er sprake kan zijn van concrete informatie. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van een voorbeeld. Indien een CEO van een beursvennootschap met zijn CFO overlegt of een vijandig bod op een andere beursvennootschap eventueel in de toekomst zou moeten worden overwogen, dan zou dit gesprek kunnen worden aangemerkt als een gebeurtenis, terwijl op basis van het gesprek niet redelijkerwijs mag worden aangenomen dat een vijandig bod zal plaatsvinden. In de geschetste situatie is de informatie over het gesprek tussen de CEO en CFO niet relevant aangezien het niet draait om de vraag of een gesprek heeft plaatsgevonden. Het draait in deze casus uitsluitend om de vraag of het aannemelijk is dat een vijandig bod zal worden uitgebracht, hetgeen op basis van de gegeven feiten niet het geval is.

4.2.2 Informatie die betrekking heeft op de uitgevende instelling of de handel

De informatie dient betrekking te hebben (i) op de uitgevende instelling waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of (ii) op de handel in deze financiële instrumenten.

Voor wat betreft de eerste categorie informatie, die betrekking heeft op de uitgevende instelling, is het niet relevant of de informatie rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op de uitgevende instelling. Verder is het niet relevant of de informatie uitsluitend betrekking heeft op de uitgevende instelling in kwestie of dat het gaat om informatie die de gehele bedrijfstak betreft.

Als we het hebben over informatie die betrekking heeft op de uitgevende instelling kan het gaan om informatie die beschikbaar is binnen de uitgevende instelling (interne informatie) of om informatie die de uitgevende instelling nog niet heeft bereikt maar wel van invloed zou kunnen zijn op de uitgevende instelling (externe informatie).

Ik geef enkele voorbeelden van interne informatie en externe informatie. Bij interne informatie zou bijvoorbeeld kunnen worden gedacht aan nog niet gepubliceerde informatie over (i) de enigszins tegenvallende halfjaar- of kwartaalcijfers, (ii) de ontdekking van een oliebron, (iii) een nog niet aangekondigde winstwaarschuwing, (iv) de voorbereiding van een voorkeursrecht-emissie, (v) een onverwachte bestuurswissel, (vi) een voorgenomen overname van een concurrent of (vii) de ontdekking van fraude binnen de organisatie. Bij externe informatie zou bijvoorbeeld kunnen worden gedacht aan informatie over (i) het besluit van een concurrent om een vijandig bod uit te brengen op de uitgevende instelling, (ii) het oordeel van de mededingingsautoriteiten om een overname van de uitgevende instelling af te keuren, (iii) de intentie van het openbaar ministerie om de uitgevende instelling te vervolgen voor fraude of (iv) het besluit van de overheid om de activiteiten van de uitgevende instelling (nader) te reguleren.

²⁰ Ibid., p. 5.

²¹ Ibid., p. 5 (zie ook het voorbeeld van CESR over de richting van de koers bij een overnamebod).

De tweede categorie informatie betreft informatie die betrekking heeft op de handel. Deze uitbreiding is met name bedoeld om *front running* binnen de reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap te brengen. Bij *front running* draait het om het gebruik van koersgevoelige informatie over toekomstige transacties van derden.²²

Ik geef een voorbeeld van *front running*. Een marktpartij die weet dat een andere marktpartij een aantal grote kooptransacties zal gaan verrichten, bijvoorbeeld omdat hij is gevraagd om de kooptransacties namens de opdrachtgever te verrichten, kan een voordeel behalen door vlak daarvoor zelf een aantal kooptransacties te verrichten en te wachten tot de koers van de aandelen stijgt als gevolg van de grote kooptransacties van de derde. Indien de marktpartij vervolgens zijn gekochte aandelen verkoopt tegen de gestegen prijs heeft hij een netto voordeel behaald.

Een relevante vraag is wanneer informatie over toekomstige transacties van derden als koersgevoelig zou kunnen worden gekwalificeerd. Dit is in mijn optiek het geval indien de informatie betrekking heeft op toekomstige transacties van derden die zouden kunnen leiden tot significante koersinvloed. Of transacties kunnen leiden tot significante koersinvloed hangt onder meer af van de relatieve grootte van de transacties, de wijze waarop ze worden verricht en de informatielading van de transacties. Zo hebben kleine transacties mogelijk koersinvloed als het fonds illiquide is, terwijl grote transacties mogelijk geen koersinvloed hebben indien het fonds buitengewoon liquide is. Daarbij moet worden meegewogen of er een voornemen is dat de transacties geconcentreerd of verspreid worden uitgevoerd. Ook is van belang of de transacties naar verwachting een signaal geven over de waarde van de aandelen met een mogelijke koersaanpassing als gevolg.

Aangezien algemene marktinformatie ofwel macro-economische informatie rechtstreeks of middellijk betrekking of invloed kan hebben op de uitgevende instelling alsook op de handel in financiële instrumenten, kan dergelijke informatie kwalificeren als voorwetenschap, onder de voorwaarde dat ook aan de andere bestanddelen van de definitie van voorwetenschap is voldaan. Het gaat bij algemene marktinformatie bijvoorbeeld om productiecijfers, inflatiecijfers, werkloosheidscijfers, rentestanden en belangrijke maatschappelijke gebeurtenissen. Deze algemene marktinformatie kan van invloed zijn op de prijsvorming van de financiële markten in hun geheel of op bepaalde groepen van financiële instrumenten. Vanwege het feit dat algemene marktinformatie geen betrekking heeft op één specifieke uitgevende instelling of financieel instrument en de potentiële invloed ervan vaak niet eenvoudig is te beoordelen, zal een groot deel van deze informatie niet als voldoende concreet of koersgevoelig kwalificeren.²³

4.2.3 Informatie die niet openbaar gemaakt is

Informatie die reeds openbaar is, kan niet kwalificeren als voorwetenschap. Met reeds openbaargemaakte informatie kan ook geen (ongerechtvaardigd) voordeel worden behaald.

²² Hieronder valt niet informatie die betrekking heeft op het voornemen van een marktpartij om een transactie te gaan verrichten. Dit valt binnen de exceptie van de eigen voorwetenschap. Zie hierover paragraaf 4.2.5.

²³ Zie Kristen 2004, p. 324-327 voor de reikwijdte van de definitie van voorwetenschap in de richtlijn marktmisbruik op het punt van algemene marktinformatie.

Volgens de efficiënte markt hypothese²⁴ wordt openbare informatie direct en adequaat in de koers verwerkt door handelaren die op basis van deze informatie transacties verrichten waardoor de informatie snel haar (nieuws)waarde verliest.²⁵

Informatie is openbaar gemaakt indien de informatie beschikbaar of toegankelijk is voor het beleggend publiek.²⁶ Dit is concreet het geval indien de persdiensten en de beurs het persbericht aanbieden aan het beleggend publiek of voor het publiek beschikbaar stellen.²⁷ Op dat moment is de informatie voorwetenschap af en kan er vrijelijk gebruik van worden gemaakt. De markt hoeft namelijk geen gelegenheid te worden geboden om de informatie te absorberen.²⁸

Stel dat bepaalde informatie die kwalificeert als voorwetenschap op $T=2$ door de persdiensten wordt aangeboden aan het beleggend publiek. Indien een marktpartij op $T \leq 2$ transacties verricht met gebruikmaking van de informatie, handelt deze marktpartij mogelijk met voorwetenschap. Indien een marktpartij op $T > 2$ transacties verricht met gebruikmaking van de informatie, handelt de marktpartij per definitie niet met voorwetenschap.

4.2.4 Informatie die bij openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers

Voorwetenschap betreft informatie die niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten. Er kan dus uitsluitend sprake zijn van voorwetenschap als informatie significant koersgevoelig is.

Als een persoon op $T=1$ over bepaalde waardevolle informatie beschikt en graag op $T=2$ wil gaan handelen op basis van deze informatie, zal hij dienen vast te stellen of de informatie op $T=2$ significant koersgevoelig is en of het al dan niet is toegestaan om te handelen. Als de toezichthouder of een rechter zich dient te buigen over enkele verdachte transacties die door een bepaald persoon zijn uitgevoerd op $T=2$, en die mogelijk met gebruikmaking van voorwetenschap door deze persoon zijn verricht, zal de toezichthouder of de rechter op $T=3$ dienen vast te stellen of de informatie waarover de persoon op $T=2$ beschikte al dan niet significant koersgevoelig was.

In beide hiervoor beschreven situaties dient te worden vastgesteld of de informatie op $T=2$ als koersgevoelig kwalificeert dan wel kwalificeerde. Dit dient te geschieden aan de hand van een hypothetische toets waarbij de vraag moet worden beantwoord of de informatie waarover de persoon op $T=2$ beschikt of beschikte bij een denkbeeldige openbaarmaking op $T=2$ een

²⁴ De efficiënte markt hypothese is een economische hypothese. Volgens deze hypothese zijn financiële markten efficiënt en komt de intrinsieke waarde van een financieel instrument, zoals bijvoorbeeld een aandeel, tot uitdrukking in de koers van het aandeel. Arbitrageurs zijn op zoek naar aandelen waarvan de koers afwijkt van de intrinsieke waarde, zodat zij door het kopen (verkopen) van het aandeel en het verkopen (kopen) van een substituuat een risicoloos voordeel kunnen behalen. Arbitrageurs, die op basis van de beschikbare informatie de juiste waarde van het aandeel achterhalen zullen meteen handelen op het moment dat de koers van de intrinsieke waarde wordt weggedreven door andere marktpartijen. Hierdoor blijft de koers in principe gelijk aan de intrinsieke waarde van het aandeel. Dit houdt ook in dat nieuw beschikbare informatie direct en adequaat in de koers wordt verwerkt. Zie verder Nelemans 2007, p. 20-30.

²⁵ Nelemans 2007, p. 20-30.

²⁶ Italianer 2008, p. 75; Kristen 2004, p. 340-341.

²⁷ Kristen 2004, p. 342.

²⁸ Kristen 2004, p. 342.

significante invloed op de koers zou kunnen hebben (gehad). Er wordt gesproken over een 'hypothetische' toets omdat de informatie niet werkelijk maar denkbeeldig op T=2 openbaar wordt gemaakt om te bepalen of de informatie invloed op de koers zou kunnen hebben (gehad).

In sommige gevallen is het zo dat de toezichthouder of de rechter op T=3 moet bepalen of bepaalde informatie op T=2 significant koersgevoelig is geweest, terwijl de informatie op T=2, of zeer kort daarna, openbaar is geworden en tot een feitelijke koersverandering heeft geleid. In dat geval mag de toezichthouder of de rechter het feitelijke koersverloop onder bepaalde omstandigheden gebruiken ter verificatie van zijn oordeel op basis van de hypothetische toets.²⁹ Echter, hij mag het feitelijke koersverloop niet in de plaats stellen van de uitkomst van de hypothetische toets. Het aanwenden van het feitelijke koersverloop is overigens alleen mogelijk indien er op T=2 geen andere belangrijke informatie vrijkomt of andere belangrijke omstandigheden zijn aan te wijzen die van invloed kunnen zijn geweest op het feitelijke koersverloop.

Als de hypothetische toets is uitgevoerd, is de vraag of de potentiële invloed al dan niet als significant kan worden gekwalificeerd. Op grond van de *Flexovit*-uitspraak wordt het begrip 'significant' ook wel uitgelegd als "*in een niet onbetekende mate*"³⁰. Het is evenwel lastig om het begrip 'significant' nader te concretiseren. Pogingen daartoe leiden doorgaans tot tautologische uitdrukkingen. Het blijft voor de toezichthouder en rechters in concreto dan ook de vraag op welk niveau zij de lat moeten of kunnen leggen om in ieder geval te voldoen aan het wettelijk vastgelegde minimale niveau van 'significante koersinvloed'.

Het voorgaande maakt het niet altijd even eenvoudig voor een vennootschap, een individu, de toezichthouder of een rechter om te beoordelen of bepaalde informatie al dan niet significant koersgevoelig is. Met name in situaties waarin de informatie betrekking heeft op onzekere en stapsgewijze processen, kan het lastig zijn om te beoordelen op welk moment het omslagpunt in het proces is bereikt dat de informatie over de stand van zaken in het proces voor het eerst kwalificeert als informatie die bij een (denkbeeldige) openbaarmaking zou kunnen resulteren in significante koersinvloed. Daarbij kan onder meer worden gedacht aan fusie- en overnameprocessen.³¹

Door de Europese regelgever is in artikel 1 lid 2 uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking een aanvullende uitleg gegeven aan de eis van significante koersinvloed. Volgens de Europese regelgever wordt onder informatie die bij een (denkbeeldige) openbaarmaking zou kunnen resulteren in een significante koersinvloed verstaan:

"(...) informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren."

²⁹ Zie overweging 2 van de richtlijn definities en openbaarmaking: "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."

³⁰ HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185 m.nt. Italianer, *NJ* 2005, 458 (*Flexovit*).

³¹ Zie voor jurisprudentie over de koersgevoeligheid van informatie in de context van een mogelijke overname onder meer Rb. Rotterdam 22 juli 2010, LJN BN2146 (*Numico*), voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009/234 (m.nt. Hoff; *Vedior*); Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10 (m.nt. Kristen; *VPV*); HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185 (m.nt. Italianer), *NJ* 2005, 458 (*Flexovit*); HR 6 mei 2003, *JOR* 2003/150 (m.nt. Italianer; *Pie Medical*).

Op grond van dit criterium zou moeten worden bepaald of de informatie van een persoon, indien deze ter beschikking zou worden gesteld aan een redelijk handelende belegger, door deze redelijk handelende belegger waarschijnlijk zou worden gebruikt. Het gaat ook hierbij om een hypothetische toets waarbij de informatie (denkbeeldig) in handen wordt gegeven van de redelijk handelende belegger die fungeert als een criteriumfiguur of maatman. Vervolgens dient te worden beoordeeld of het waarschijnlijk is dat de redelijk handelende belegger van de informatie gebruik zal maken. Degene die dit beoordeelt (degene die de informatie bezit, de toezichthouder of de rechter) is gehouden het perspectief te nemen van de redelijk handelende belegger ofwel te kijken door de bril van de redelijk handelende belegger. Ten slotte is het dan de vraag of de redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van de informatie.

Gegeven dat artikel 5:53 lid 1 Wft bepaalt dat informatie uitsluitend kan worden gekwalificeerd als voorwetenschap indien de informatie een significante invloed op de koers zou kunnen hebben, kan deze hoofdregel noch worden ingewisseld voor het genoemde 'redelijk handelende belegger'-criterium van de Europese regelgever noch hierdoor worden uitgehold.

Met andere woorden, bij ieder oordeel over de koersgevoeligheid van informatie moet worden bepaald of de informatie in kwestie bij een (denkbeeldige) openbaarmaking een significante koersinvloed zou kunnen hebben, waarbij het 'redelijk handelende belegger'-criterium slechts kan worden gebruikt als hulpmiddel. Deze uitleg is in lijn met de uitleg van CESR:

"The 'reasonable investor test' set out above assists in determining the type of information to be taken into account for the purposes of the "significant price effect" criterion. In this context it should be noted Article 17.2 of MAD makes clear that implementing measures do not modify the essential provisions of the Level 1 Directive."³²

In de praktijk is evenwel regelmatig waar te nemen dat de toezichthouder en rechters helaas meer aandacht hebben voor het criterium van artikel 1 lid 2 van de uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking dan voor de hoofdregel, het criterium van significante koersinvloed. Dit zou geen probleem zijn, ware het niet dat de door de toezichthouder en rechters gehanteerde redelijk handelende belegger soms niet uitblinkt in redelijkheid en vrij veel informatie interessant acht. Hierdoor wordt informatie tamelijk snel als voorwetenschap gekwalificeerd, hetgeen niet alleen invloed heeft op de reikwijdte van het verbod in artikel 5:56 lid 1 Wft maar ook op de openbaarmakingsplicht neergelegd in artikel 5:25i lid 1 Wft.

4.2.5 Informatie die kwalificeert als eigen voorwetenschap

Bepaalde informatie kwalificeert als eigen voorwetenschap.³³ Indien een marktpartij uitsluitend over eigen voorwetenschap beschikt, kan hij het verbod van gebruik van voorwetenschap niet overtreden. Van eigen voorwetenschap is in beginsel sprake indien het informatie betreft omtrent een eigen voornemen om transacties te verrichten welke informatie bij openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers. De exceptie voor eigen voorwetenschap is bedoeld om te voorkomen dat een marktpartij die voornemens is een grote transactie te verrichten, terwijl informatie over dit voornemen mogelijk koersgevoelig is, deze transactie niet zou mogen verrichten.³⁴ De exceptie voor

³² CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, Ref: CESR/06-562b, July 2007, p. 6.

³³ Zie Lamp 2008 en Kristen 2004, p. 702-721 voor een bespreking van het leerstuk eigen voorwetenschap.

³⁴ Zie ook overweging 30 van de preambule bij de richtlijn marktmisbruik.

eigen voorwetenschap geldt ook voor het geval een uitgevende instelling transacties verricht om een positie op te bouwen in een doelvennootschap met het oog op een openbaar bod.³⁵

De Hoge Raad en de Rechtbank Amsterdam hebben in de *Cardio Control*-zaak³⁶ en de *VHS*-zaak³⁷ het begrip eigen voorwetenschap nader uitgelegd door te bepalen dat zelf geschapen bijzonderheden, in ieder geval bijzonderheden die het resultaat zijn van marktmanipulatie, vallen binnen de definitie van eigen voorwetenschap. Eén van de consequenties van deze uitspraken is dat marktmanipulatie niet kan worden vervolgd onder het verbod van gebruik van voorwetenschap.³⁸

In de *Cardio Control*-zaak ging het om een marktpartij die door middel van zelf gecreëerde leugenachtige berichten en het verrichten van transacties de koers van het aandeel Cardio Control had trachten te inflateren. Daarmee beschikte de marktpartij over informatie waarover de rest van de markt niet beschikte. De Hoge Raad oordeelde in deze zaak dat wetenschap omtrent bijzonderheden die zelf geschapen zijn, eigen voorwetenschap is die niet kwalificeert als voorwetenschap.

In de *VHS*-zaak heeft de verdachte gedurende meerdere jaren, van medio 2000 tot medio 2004, in aandelen VHS gehandeld voor eigen risico maar op naam van anderen waarbij bepaalde transacties onder meer het doel zouden hebben gehad de koers van VHS op een bepaald niveau te stabiliseren. Ook in deze zaak beschikte de marktpartij over informatie waarover de rest van de markt niet beschikte. Volgens de Rechtbank Amsterdam moet de wetenschap daarover worden aangemerkt als wetenschap over eigen voorgenomen transacties.

4.3 Het verbod van gebruik van voorwetenschap

Artikel 5:56 lid 1 Wft verbiedt bepaalde personen gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen. In verband met deze verbodsbepaling zullen de volgende punten worden behandeld:

- (i) het begrip 'gebruik maken van' voorwetenschap;
- (ii) de categorie personen tot wie de verbodsbepaling is gericht; en
- (iii) de categorie transacties tot welke de verbodsbepaling is gericht.

4.3.1 Het begrip 'gebruik maken van' voorwetenschap

Het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap is een voornaam bestanddeel. Het omschrijft de te bewijzen schakel tussen het beschikken over voorwetenschap en het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten. De interpretatie van dit bestanddeel heeft invloed op de reikwijdte van het verbod en de bewijspositie van de handhavende autoriteiten. Volgens de Nederlandse wetgever zou bewustheid van voorwetenschap reeds voldoende kunnen zijn.³⁹ Deze uitleg is evenwel bekritiseerd vanwege afwijking van de richtlijn marktmisbruik.⁴⁰

³⁵ *Kamerstukken II* 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4, 8. Zie ook overweging 30 van de preambule bij de richtlijn marktmisbruik.

³⁶ HR 6 februari 2007, *NJ* 2008, 467 (m.nt. Kristen); *JOR* 2007/73 (m.nt. Corthals en Italianer; *Cardio Control*).

³⁷ Rb. Amsterdam, 3 april 2009, *JOR* 2009/167 (m.nt. Nelemans en Liem; *VHS*).

³⁸ Zie ook Nelemans 2006.

³⁹ *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 7, p. 20.

⁴⁰ Kristen 2005, p. 614.

Daarnaast hebben twee recente arresten van het Hof van Justitie, namelijk het *Georgakis*-arrest⁴¹ en het *Spector*-arrest⁴², nieuw licht doen schijnen op de uitleg van het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap. In het *Georgakis*-arrest bepaalde het Hof van Justitie dat er geen sprake is van 'gebruik maken van' voorwetenschap indien alle medecontractanten over dezelfde informatie beschikken. In het *Spector*-arrest heeft het Hof van Justitie het standpunt ingenomen dat gelijktijdigheid van voorwetenschap en transacties voldoende kan zijn voor het bewijs van 'gebruik maken van' voorwetenschap, althans dat er op dat moment een bewijsvermoeden van 'gebruik maken van' voorwetenschap is dat door de marktpartij kan worden ontzenuwd.

In de *Georgakis*-zaak had een aantal leden van de *Georgakis*-groep gezamenlijk besloten om de koers van het Parnassos-aandeel te ondersteunen en was hieraan tevens uitvoering gegeven. Het Hof van Justitie werd een prejudiciële vraag gesteld over de uitleg van het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap. Het Hof van Justitie stelde zich op het standpunt dat de kennis over het bestaan van de beslissing tot ondersteuning en de inhoud ervan voorwetenschap vormde voor degenen die haar gezamenlijk hadden genomen. Volgens het Hof van Justitie hadden de leden evenwel geen gebruik gemaakt van de voorwetenschap omdat alle leden over dezelfde informatie beschikten, de transacties tussen de leden plaatsvonden en er dus ook geen ongerechtvaardigd voordeel ten opzichte van elkaar kon worden behaald.

In de *Spector*-zaak kocht Spector Photo Group NV op de beurs aandelen teneinde te kunnen voldoen aan de lopende verplichtingen uit hoofde van een aandelenoptieplan. Spector wijzigde haar aankooppatroon, dat wil zeggen de ordergrootte en de prijslimiet, kort voor het bekendmaken van haar omzetgegevens en een voorgenomen overname. Het Hof van Justitie werd een prejudiciële vraag gesteld over de uitleg van het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap. Het Hof van Justitie stelde zich op het standpunt dat bij gelijktijdigheid van voorwetenschap en transacties er sprake is van een bewijsvermoeden van 'gebruik maken van' voorwetenschap, waarbij de marktpartij de mogelijkheid wordt geboden om dit vermoeden te weerleggen.

Gegeven de Europese arresten, en dan met name het *Spector*-arrest, is de uitleg van de Nederlandse wetgever, dat bewustheid ten aanzien van voorwetenschap voldoende zou kunnen zijn, niet meer houdbaar.⁴³ Indien er sprake is van gelijktijdigheid van voorwetenschap en transacties heeft een primaire ingewijde een mogelijkheid om het bewijsvermoeden te ontkrachten, zelfs als hij zich bewust was ten aanzien van de voorwetenschap.

Een primaire ingewijde (zie ook paragraaf 4.3.2) heeft in mijn optiek ten minste twee opties om het bewijsvermoeden te kunnen ontkrachten. Ten eerste zou hij aannemelijk kunnen 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. Ten tweede zou hij aannemelijk kunnen maken (i) dat zijn transactie geen afbreuk heeft gedaan aan de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik of, meer specifiek, (ii) dat hij de voorwetenschap niet op een ongeoorloofde manier heeft ingezet. Een marktpartij zou (ii) kunnen onderbouwen door (a) aannemelijk te maken dat hij met zijn transacties geen voordeel zou hebben *kunnen* behalen of (b) dat zijn voordeel gerechtvaardigd was. Een marktpartij zou zich kunnen beroepen op (a) als hij bijvoorbeeld contraire transacties verrichtte of, zoals volgt uit het *Georgakis*-arrest, alle medecontractanten over dezelfde informatie beschikten. Het is niet duidelijk onder welke omstandigheden een marktpartij zich zou kunnen

⁴¹ HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156 (m.nt. Hoff), *NJ* 2007, 418 (m.nt. Mok; *Georgakis*).

⁴² HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70 (m.nt. Nelemans), *NJ* 2010, 239 (*Spector*). Zie ook de noot van Doorenbos in *Ondernemingsrecht* 2010/66, p. 332-336.

⁴³ Zie ook Gorissen en Lamp 2010, p. 43.

beroepen op (b), althans wanneer een marktpartij met bepaalde transacties wel een voordeel zou kunnen behalen maar een dergelijk voordeel niet als ongerechtvaardigd wordt aangemerkt.⁴⁴

Een simpel voorbeeld illustreert een aantal consequenties van het *Spector*-arrest. Stel dat een marktpartij op T=2 de beschikking krijgt over voorwetenschap en dat deze informatie op T=5 niet meer kwalificeert als voorwetenschap. Indien de marktpartij op T=4 een order inlegt of een transactie verricht, dan is er een bewijsvermoeden dat hij gebruik heeft gemaakt van de voorwetenschap. Indien de marktpartij op T=1 een order inlegt die op T=3 wordt uitgevoerd, kan hij bevestiging hebben gevonden in de voorwetenschap om de order te laten staan. De meningen zijn verdeeld of hier sprake is van het gebruik maken van voorwetenschap.⁴⁵ Gegeven het *Spector*-arrest valt niet geheel uit te sluiten dat de toezichthouder, onder bepaalde omstandigheden, het bewijsvermoeden zal aanwenden waarna de marktpartij dit bewijsvermoeden dient te ontzenuwen door te onderbouwen dat het laten staan van een order geen afbreuk heeft gedaan aan de doelstellingen van de richtlijn marktmisbruik.

Het *Spector*-arrest heeft geen invloed op de bewijslastverdeling. De handhavende autoriteiten dragen de bewijslast en het bewijsrisico ten aanzien van het gebruik van voorwetenschap. Zij kunnen niettemin steunen op een bewijsvermoeden. 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 strafrecht als in het bestuursstrafrecht.⁴⁶ Daarbij zij opgemerkt dat de toezichthouder en rechters ook een zelfstandige onderzoeksplicht hebben zodra een voldoende aanleiding bestaat om zich te "vergewissen dat effectief ongerechtvaardigd gebruik wordt gemaakt van de voorwetenschap"^{47, 48}.

Onlangs is de eerste uitspraak gedaan in een Nederlandse voorwetenschapzaak na het verschijnen van het *Spector*-arrest. De Rechtbank Amsterdam oordeelde als volgt voor wat betreft het bewijs van het bestanddeel 'gebruik maken':

"Bij deze stand van zaken, getoetst aan de hiervoor aangehaalde uitspraak van het Europese Hof van Justitie, de memorie van toelichting en de geldende wettelijke bepaling, is de rechtbank – met de verdediging, maar anders dan de officier van justitie – van oordeel dat aannemelijk is geworden dat de verdachte met de aankoop van aandelen Qurius op 18 december 2006 niet de intentie heeft gehad gebruik te maken van zijn voorwetenschap."⁴⁹

De Rechtbank Amsterdam lijkt met deze formulering te suggereren dat de intentie van de verdachte van belang is bij het bepalen of er gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Dat de intentie van de verdachte een rol zou dienen te spelen volgt niet uit artikel 5:56 lid 1 Wft of het *Spector*-arrest. Het was wellicht meer in lijn geweest met het *Spector*-arrest als was geconcludeerd dat de voorwetenschap geen rol had gespeeld in het besluitvormingsproces van de verdachte en dat er dus geen gebruik was gemaakt van de voorwetenschap.

⁴⁴ Zie Nelemans bij HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70 (m.nt. Nelemans; *Spector*), p. 880-882.

⁴⁵ Italianer 2008, p. 80; Kristen 2004, p. 620.

⁴⁶ Zie onder meer Borgers en Kristen 2005, p. 570-576 en Hartmann 1998, p. 132-142.

⁴⁷ HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70 (m.nt. Nelemans; *Spector*), r.o. 55.

⁴⁸ Idem Nelemans in zijn noot onder het arrest.

⁴⁹ Rechtbank Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232 (m.nt. Italianer; *Parcom*), r.o. 3.3.4.

4.3.2 De categorie personen tot wie de verbodsbepaling is gericht

Het verbod van artikel 5:56 Wft richt zich tot eenieder die beschikt over voorwetenschap waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen twee groepen: de primaire en de secundaire insiders.

Primaire insiders zijn personen die direct betrokken zijn bij de uitgevende instelling. Bij primaire insiders hoeft niet te worden bewezen dat zij wisten of redelijkerwijs hadden moeten vermoeden dat zij over voorwetenschap beschikten ten tijde van de door hen verrichte transacties. Zij worden geacht te weten dat zij over voorwetenschap beschikten vanwege hun functie binnen de uitgevende instelling of de verhouding ten opzichte van de uitgevende instelling. Artikel 5:56 lid 2 Wft wijst vier groepen personen aan die gelden als primaire insiders:

- (i) personen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij het dagelijks beleid bepalen of mede bepalen (zoals bestuurders) dan wel toezicht houden op het beleid en de algemene gang van zaken van de uitgevende instelling (zoals commissarissen);
- (ii) personen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij beschikken over een gekwalificeerde deelneming in de uitgevende instelling;
- (iii) personen die toegang hebben tot de informatie uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of functie; en
- (iv) personen die over voorwetenschap beschikken uit hoofde van betrokkenheid bij strafbare feiten⁵⁰.

Secundaire insiders vormen de restcategorie. Indien een persoon niet kwalificeert als een primaire insider, maar wel beschikt over voorwetenschap, wordt hij aangemerkt als een secundaire insider. Bij secundaire insiders moet wel worden bewezen dat zij wisten of redelijkerwijs moesten vermoeden dat zij over voorwetenschap beschikten. Daarbij is de vraag hoe de bestanddelen 'weten' en 'redelijkerwijs moet vermoeden' dienen te worden uitgelegd. Ten aanzien van de uitleg van het bestanddeel 'weten' kan ik me vinden in de uitleg van De Hullu die stelt dat "het bestanddeel 'weten' een algemene en gewone uitdrukking voor opzet is, waarvoor in beginsel het vaststellen van voorwaardelijk opzet voldoende is"⁵¹.⁵² Een secundaire insider zal derhalve minimaal voorwaardelijk opzet moeten hebben gehad, dat wil zeggen dat hij willens en wetens de aanmerkelijke kans heeft genomen dat de informatie waarover hij beschikte als voorwetenschap kwalificeerde. De 'redelijkerwijs moet vermoeden'-variant omvat in mijn optiek niet alleen bewuste maar ook onbewuste schuld.⁵³ Derhalve dient te worden vastgesteld of de verdachte in de gegeven omstandigheden anders had moeten vermoeden dan hij heeft gedaan ten aanzien van de vraag of hij over voorwetenschap beschikte, ongeacht of de verdachte lichtzinnig heeft gehandeld of zelfs helemaal niet heeft nagedacht.

4.3.3 De categorie transacties tot welke de verbodsbepaling is gericht

Volgens artikel 5:56 Wft is het verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen.

⁵⁰ Aangezien de andere drie groepen personen direct betrokken zijn bij de uitgevende instelling is deze vierde groep personen in zekere zin een buitencategorie.

⁵¹ De Hullu 2009, p. 241.

⁵² Vgl. Nelemans 2007, p. 164; Kristen 2004, p. 487-489.

⁵³ Vgl. Nelemans 2007, p. 164-165; Kristen 2004, p. 489-492.

Uit de richtlijn marktmisbruik valt af te leiden dat er sprake is van een transactie op het moment dat een obligatoire overeenkomst tot stand komt die de grondslag vormt voor de overdracht van de financiële instrumenten.⁵⁴ De AFM heeft een niet-limitatieve lijst met voorbeelden van transacties gegeven: "(...) het kopen, schrijven en uitoefenen van opties, het converteren van converteerbare obligaties, de terugkoop van een obligatie, schenking van financiële instrumenten, verkrijging van financiële instrumenten uit een erfenis, toekenning van personeelsopties, maar ook het emitteren van aandelen, obligaties of andere financiële instrumenten door een uitgevende instelling."⁵⁵

De AFM hanteert een ruim begrip van het verrichten of bewerkstelligen van een transactie: "Het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in de zin van artikel 5:56 Wft wordt gedefinieerd als het direct of indirect, voor eigen rekening of voor rekening van een derde, kopen of verkopen van financiële instrumenten, dan wel het verrichten van een andere rechtshandeling strekkende tot verkrijging of vervreemding van financiële instrumenten."⁵⁶

Het verbod van gebruik van voorwetenschap is slechts van toepassing op bepaalde financiële instrumenten, namelijk die zijn genoemd in artikel 1:1 Wft en artikel 5:53 lid 3 Wft:

- (i) effecten, waaronder verhandelbare aandelen, verhandelbare schuldinstrumenten (zoals obligaties) en verhandelbare waardebewijzen;
- (ii) geldmarktinstrumenten;
- (iii) rechten van deelneming in een beleggingsinstelling, niet zijnde een effect;
- (iv) derivatencontracten die betrekking hebben op (a) financiële instrumenten die kunnen worden afgewikkeld door middel van materiële aflevering of in contanten; of (b) op grondstoffen;
- (v) afgeleide instrumenten voor de overdracht van kredietrisico;
- (vi) financiële contracten ter verrekening van verschillen;
- (vii) derivatencontracten met betrekking tot klimaatvariabelen, vrachttarieven, emissierechten, inflatiepercentages of andere officiële economische statistieken; en
- (viii) elk ander instrument dat op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor een beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96 tot de handel is toegelaten of waarvoor toelating tot de handel op een gereguleerde markt is aangevraagd.⁵⁷

4.4 De uitzonderingen op het verbod van gebruik van voorwetenschap

Het verbod van gebruik van voorwetenschap kent een aantal uitzonderingen welke zijn opgenomen in artikel 5:56 lid 5 Wft en in artikel 2 Besluit marktmisbruik Wft. De ratio achter de uitzonderingen is dat de transacties die in deze uitzonderingen zijn omschreven niet geacht worden schadelijke effecten te hebben, althans dat een belemmering van deze transacties negatieve economische effecten zou kunnen hebben.

⁵⁴ Vgl. Kristen 2004, p. 511-519.

⁵⁵ Zie de AFM-interpretatie "*Begrip 'transactie' in de zin van de artikelen 5:56 en 5:60 Wft*" van 11 januari 2007 op www.afm.nl.

⁵⁶ Zie de AFM-interpretatie "*Begrip 'transactie' in de zin van de artikelen 5:56 en 5:60 Wft*" van 11 januari 2007 op www.afm.nl.

⁵⁷ Zie voor een nadere bespreking Grundmann-van de Krol 2010, p. 53-56.

Een marktpartij zou zich bij de volgende transacties kunnen beroepen op artikel 5:56 lid 5 Wft, mits wordt voldaan aan de in de uitzondering opgenomen voorwaarden: (i) transacties ter nakoming van een opeisbare verbintenis (art. 5:56 lid 5 sub a Wft); (ii) transacties in het kader van het monetaire beleid, valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld (art. 5:56 lid 5 sub b Wft); en (iii) transacties ter stabilisatie en terugkoop financiële instrumenten (art. 5:56 lid 5 sub c en d Wft en art. 2 sub i Besluit marktmisbruik Wft).⁵⁸

Daarnaast zou een marktpartij zich bij de volgende transacties kunnen beroepen op artikel 2 Besluit marktmisbruik Wft: (i) de toekenning van financiële instrumenten in het kader van een personeelsregeling (art. 2 sub a Besluit marktmisbruik Wft); (ii) de uitoefening van rechten in het kader van een personeelsregeling (art. 2 sub b Besluit marktmisbruik Wft); (iii) transacties ter voldoening aan verplichtingen tot levering (art. 2 sub c Besluit marktmisbruik Wft); (iv) de toezegging van een aandeelhouder in het kader van een openbaar bod (art. 2 sub d Besluit marktmisbruik Wft); (v) de toezegging in het kader van een emissie (art. 2 sub e Besluit marktmisbruik Wft); (vi) het uitgeven of verkrijgen van stockdividend (art. 2 sub f Besluit marktmisbruik Wft); (vii) transacties van tussenpersonen (art. 2 sub g Besluit marktmisbruik Wft); (viii) transacties afgescheiden door Chinese Walls (art. 2 sub h Besluit marktmisbruik Wft); en (ix) transacties in het kader van een personeelsregeling ter voldoening van een daaruit voortvloeiende belastingplicht (art. 2 sub j Besluit marktmisbruik Wft).⁵⁹

Vóór de inwerkingtreding van de Wet Marktmisbruik was er behoefte aan deze uitzonderingen, aangezien het verbod van gebruik van voorwetenschap reeds kon worden overtreden als er sprake was van gelijktijdigheid tussen de transacties en de voorwetenschap. Na de implementatie van de richtlijn marktmisbruik is het belang van deze uitzonderingen enigszins afgenomen. Het zou thans mogelijk zijn bepaalde transacties, waaronder de transacties omschreven in de uitzonderingen, buiten de verbodsbepaling te houden door deze transacties te kwalificeren als transacties waarbij geen 'gebruik wordt gemaakt' van voorwetenschap. Met het *Spector*-arrest⁶⁰ is deze mogelijkheid des te concreter geworden, omdat dit arrest de ruimte biedt om transacties buiten het verbod te houden als een marktpartij er geen voordeel mee zou hebben *kunnen* behalen of dat zijn voordeel gerechtvaardigd was (zie ook paragraaf 4.3.1). Niettemin bieden de uitzonderingen (vooraf) concrete omschrijvingen van de transacties en geven zij marktpartijen de nodige houvast bij het inschatten of bepaalde transacties al dan niet buiten het verbod vallen. Indien een transactie niet is opgenomen als een uitzondering, kan de transactie echter dus nog steeds buiten het verbod vallen.

⁵⁸ Zie Italianer 2008, p. 87-91 voor een bespreking van de uitzonderingen.

⁵⁹ Zie Italianer 2008, p. 91-98 voor een bespreking van de uitzonderingen.

⁶⁰ HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70 m.nt. Nelemans, *NJ* 2010, 239 (*Spector*).

5 Het tipverbod

5.1 Inleiding

Artikel 5:57 Wft verbiedt degene die over voorwetenschap beschikt deze informatie aan een derde mede te delen of een derde aan te bevelen om transacties te verrichten in financiële instrumenten waarop de informatie betrekking heeft. Het gebruik maken van voorwetenschap is verboden. Een legitieme vraag is waarom een tipverbod nodig zou zijn. Indien het verbod van gebruik van voorwetenschap door eenieder zou worden nageleefd, zou het tipverbod overbodig zijn. Echter, de praktijk leert dat marktpartijen gebruik maken van voorwetenschap. Derhalve is een tipverbod nuttig om het doorsijpelen van voorwetenschap te beperken en te voorkomen dat het verbod van gebruik van voorwetenschap wordt omzeild. Gegeven dat een getipte niet per definitie gebruik zal maken van de getipte voorwetenschap, is het tipverbod in mijn optiek met name een preventieve maatregel. Het tipverbod zou ervoor moeten zorgen dat niet alleen de kans op het gebruik van voorwetenschap wordt beperkt maar ook de omvang van dit gebruik.

Eén van de kernbestanddelen van het tipverbod is het begrip 'voorwetenschap'. Voor een uitleg van dit begrip wordt verwezen naar paragraaf 4.2 hierboven. De uitleg is voor het tipverbod hetzelfde. In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op het tipverbod (paragraaf 5.2) en enkele uitzonderingen op het verbod (paragraaf 5.3).

5.2 Het tipverbod

In verband met het tipverbod zullen de volgende punten worden behandeld:

- (i) de begrippen 'mededelen' en 'aanbevelen';
- (ii) het begrip 'derde'; en
- (iii) de categorie personen tot wie het tipverbod is gericht.

5.2.1 De begrippen 'mededelen' en 'aanbevelen'

Het tipverbod bestaat uit twee onderdelen, namelijk het doorgifteverbod en het aanbevelingsverbod. Beide onderdelen worden hieronder kort besproken.

Artikel 5:57 lid 1 sub a Wft verbiedt het mededelen van voorwetenschap aan derden. Dit is het doorgifteverbod. Deze bepaling is bijvoorbeeld van toepassing op de situatie dat een persoon de voorwetenschap waarover hij beschikt, doorgeeft aan een andere persoon. Het is irrelevant op welke wijze de voorwetenschap wordt doorgegeven. Niet in alle situaties is het mededelen van voorwetenschap verboden. Er is een uitzondering voor het mededelen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie.⁶¹ Deze uitzondering geldt uitsluitend voor het doorgifteverbod en wordt in paragraaf 5.3 behandeld.

Artikel 5:57 lid 1 sub b Wft verbiedt een persoon die beschikt over voorwetenschap om transacties aan een derde aan te bevelen voor zover de voorwetenschap betrekking heeft op de transacties. Dit is het aanbevelingsverbod. Hieronder is ook begrepen het ertoe aanzetten om transacties te verrichten of te bewerkstelligen. Het artikel is bijvoorbeeld van toepassing op de situatie dat een

⁶¹ Zie Grundmann-van de Krol 2010, p. 386-390; Perrick en Chang 2008, p. 113-125.

persoon, die voorwetenschap heeft over uitgevende instelling ABC, een andere persoon aanbeveelt om aandelen ABC te kopen of deze persoon op een andere wijze aanzet om aandelen ABC te kopen.

5.2.2 Het begrip 'derde'

Artikel 5:57 lid 1 Wft kan enkel van toepassing zijn als de informatie of aanbeveling wordt gedeeld met een derde. Aangenomen wordt, hoewel daar discussie over bestaat, dat derden alle personen zijn behalve (i) de personen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij het dagelijks beleid bepalen of mede bepalen (zoals bestuurders) dan wel toezicht houden op het beleid en de algemene gang van zaken van de uitgevende instelling (zoals commissarissen) en (ii) personen die toegang hebben tot de informatie uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of functie.⁶² Dat betekent dat (groot)aandeelhouders, althans personen die over een (gekwalficeerde) deelneming in de uitgevende instelling beschikken, als derden worden beschouwd. Het is niettemin onder omstandigheden toegestaan om voorwetenschap te delen met (groot)aandeelhouders, zo lang dit gebeurt in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie, bijvoorbeeld in het geval van een voorgenomen openbaar bod of bij een voorgenomen uitgifte of herplaatsing van financiële instrumenten (zie hierover paragraaf 5.3).

5.2.3 De categorie personen tot wie het tipverbod is gericht

Het tipverbod richt zich tot eenieder die beschikt over voorwetenschap waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de twee eerder behandelde groepen: de primaire insiders (art. 5:57 lid 1 Wft) en de secundaire insiders (art. 5:57 lid 2 Wft). Zie paragraaf 4.3.2 voor een toelichting op beide categorieën insiders.

5.3 De uitzonderingen op het tipverbod

Het doorgifteverbod zou uitgevende instellingen en hun werknemers kunnen belemmeren bij normale bedrijfsmatige activiteiten. Zo zou gedacht kunnen worden aan (i) een directiesecretaresse die de notulen dient te circuleren met daarin voorwetenschap opgenomen, (ii) de persvoorlichter die voorwetenschap bekend moet maken aan de markt, (iii) de interne accountant die de kwartaalcijfers met de externe accountant moet bespreken of (iv) de advocaat die wordt gevraagd of bepaalde voorwetenschap direct openbaar gemaakt dient te worden.

Voor dergelijke gevallen is de uitzondering opgenomen in artikel 5:57 lid 1 sub a Wft waarin staat dat het doorgifteverbod niet van toepassing is indien de voorwetenschap wordt medegedeeld in de normale uitoefening van werk, beroep of functie.⁶³ De Nederlandse wetgever heeft hierover gesteld dat een persoon primair zelf dient te bepalen of zijn handelen hierbinnen valt. De rechter zou wel rekening kunnen houden met specifieke omstandigheden zoals (i) de vraag of een bepaald handelen gebruikelijk is binnen een bepaalde branche of soort onderneming of (ii) de situatie waarin de betreffende onderneming zich bevindt (bijvoorbeeld een faillissement).⁶⁴

Ondanks dat artikel 5:57 lid 3 Wft de Nederlandse wetgever de bevoegdheid geeft om bij AMvB de uitzondering te concretiseren, heeft de Nederlandse wetgever hiervan slechts beperkt gebruik

⁶² Zie Perrick en Chang 2008, p. 106-108.

⁶³ Zie Grundmann-van de Krol 2010, p. 386-390; Perrick en Chang 2008, p. 113-125.

⁶⁴ *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 7, p. 22.

gemaakt. Dat is begrijpelijk gezien het standpunt van de Nederlandse wetgever dat een persoon primair zelf dient te bepalen of zijn handelen binnen de uitzondering valt. In artikel 3 Besluit marktmisbruik Wft zijn in ieder geval twee situaties opgenomen die onder de uitzondering vallen, namelijk (i) het door een vennootschap polsen van één of meer (groot)aandeelhouders van een doelvennootschap gedurende de voorbereiding van een openbaar bod, en (ii) het door een vennootschap polsen van bestaande of potentiële (groot)aandeelhouders gedurende de voorbereiding van een emissie of een herplaatsing van financiële instrumenten.

Als de bieder de (groot)aandeelhouders van de doelvennootschap wenst te polsen moet de bieder aannemelijk kunnen maken dat het redelijkerwijs noodzakelijk is om die bepaalde (groot)aandeelhouders te polsen. De voorwaarde is dat de bereidheid van de te polsen (groot)aandeelhouders om mee te doen in het openbaar bod redelijkerwijs noodzakelijk is voor de beslissing tot het uitbrengen van het openbaar bod. Het criterium 'redelijkerwijs noodzakelijk' is een geobjectiveerd criterium. De AFM kan in voorkomende gevallen informatie opvragen en achteraf marginaal toetsen of feitelijk voldaan was aan dit criterium.⁶⁵ Vergelijkbare voorwaarden gelden voor het polsen bij de voorbereiding van een emissie of herplaatsing.

Bij het polsen van (groot)aandeelhouders wordt de voorwetenschap gedeeld met andere partijen en krijgen deze de beschikking over voorwetenschap. De ontvangers van de informatie mogen deze informatie niet doorgeven aan andere partijen en mogen vanaf het moment van ontvangst niet meer handelen in financiële instrumenten, of afgeleide financiële instrumenten, waarop de voorwetenschap betrekking heeft. Doorgaans wordt dit vastgelegd in een *Confidentiality & Standstill Agreement*. Het is van belang dat de geheimhouding *vooraf* aan het verstrekken van de informatie contractueel wordt vastgelegd aangezien artikel 5:25i lid 5 en 6 Wft bepaalt dat zonder deze gehoudenheid tot geheimhouding een plicht tot openbaarmaking van de informatie ontstaat.

Naast de in artikel 3 Besluit marktmisbruik Wft opgenomen situaties, zijn er verder geen andere situaties per AMvB geconcretiseerd. Voor toepassing van artikel 5:57 lid 1 sub a Wft dient derhalve te worden teruggevallen op jurisprudentie. In het *RealDanmark*-arrest⁶⁶ heeft het Hof van Justitie bepaald dat de lidstaten de uitzondering voor het mededelen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie in ieder geval restrictief dienen uit te leggen.

In de *RealDanmark*-zaak had een lid van de raad van bestuur van RealDanmark aan de voorzitter van de vakbond voor werknemers in de financiële sector informatie meegedeeld over het plan om onderhandelingen te beginnen met het oog op een fusie met de Danske Bank. Het Hof van Justitie diende zich uit te laten over de reikwijdte van de uitzondering voor het mededelen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Volgens het Hof van Justitie dient de uitzondering voor het mededelen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie restrictief te worden uitgelegd. Hiervoor geeft het Hof van Justitie twee criteria: (i) er dient een nauwe band te bestaan tussen de mededeling en de uitoefening van het werk, het beroep of de functie; en (ii) de mededeling dient strikt noodzakelijk te zijn voor de uitoefening van dit werk, dit beroep of deze functie. De nationale rechter zal tegen de achtergrond van de toepasselijke nationale regels met name rekening dienen te houden met: (i) het feit dat deze uitzondering op het verbod om voorwetenschap mee te delen, restrictief moet worden uitgelegd; (ii) de omstandigheid dat elke aanvullende mededeling het risico van handel met voorwetenschap verhoogt; en (iii) met de gevoeligheid van de voorwetenschap. Ondanks dat dit arrest betrekking had op richtlijn 89/592/EEG, de voorloper van de richtlijn marktmisbruik, is deze uitleg thans nog steeds relevant.

⁶⁵ Toelichting bij artikel 3 Besluit marktmisbruik Wft, *Stb.* 2006, 510, p. 32-33.

⁶⁶ HvJ EG 22 november 2005, *NJ* 2006, 336 (m.nt. Mok) en *JOR* 2006/49 (m.nt. Kristen; *RealDanmark*).

Ondanks dat de Nederlandse wetgever slechts één situatie per AMvB heeft geconcretiseerd, volgen uit de toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft wel enkele voorbeelden die, afhankelijk van de omstandigheden, onder de uitzondering *kunnen* vallen:

- (i) een advocaat, accountant, secretaresse of persvoorlichter die in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie koersgevoelige informatie aan een derde meedeelt;
- (ii) een uitgevende instelling die voornemens is een transactie (bijvoorbeeld een bedrijfsfusie of juridische fusie) te verrichten of bewerkstelligen en die, om het mogelijke succes daarvan te staven, het stemgedrag van bestaande (groot)aandeelhouders polst; en
- (iii) een uitgevende instelling die voornemens is een ingrijpende strategische beslissing (bijvoorbeeld een acquisitie of het afstoten van een onderdeel van de onderneming) te nemen en die, om het mogelijke succes daarvan te staven, het stemgedrag van bestaande (groot)aandeelhouders polst.⁶⁷

Een Nederlandse zaak waarin een beroep op de uitzondering niet werd ingewilligd was de *Spyker*-zaak.⁶⁸ Eén van de bestuurders van Spyker Cars N.V., die via een B.V. middellijk aandeelhouder was van Spyker Cars N.V., overtrad het doorgifteverbod door in een e-mailbericht aan een bank door te geven dat er de volgende dag een positief persbericht zou worden uitgebracht ten aanzien van Spyker Cars N.V. Omdat de bestuurder deze informatie niet aan zijn bank doorgaf als bestuurder van Spyker Cars N.V. maar als bestuurder van zijn B.V., althans als (middellijk) aandeelhouder in Spyker Cars N.V., ten behoeve van een verplichting uit een eigen effectenrekening bij de bank, kon hij zich niet beroepen op de uitzondering voor het doorgeven van voorwetenschap ten aanzien van Spyker Cars N.V. in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Dit vanwege het feit dat de uitzondering alleen zou gelden voor het geval de betrokkene als bestuurder van Spyker Cars N.V. zou hebben gehandeld, hetgeen niet het geval was.

⁶⁷ Toelichting bij artikel 3 Besluit marktmisbruik Wft, *Stb.* 2006/510, p. 32.

⁶⁸ Voorzieningenrechter Rb. Rotterdam 21 juli 2008, *JOR* 2008/273 (m.nt. Hoff; *Spyker*). Zie verder HR 6 oktober 2009, LJN BJ3301 (*HIM Furness*).

6 Marktmanipulatie

6.1 Inleiding

Het verbod van marktmanipulatie is neergelegd in artikel 5:58 lid 1 Wft. Dit verbod kan worden onderverdeeld in een verbod van informatiemanipulatie en een verbod van transactiemanipulatie. Informatiemanipulatie is kortweg het verspreiden van onjuiste of misleidende informatie die mogelijk invloed heeft op de koers van financiële instrumenten. Transactiemanipulatie is kortweg het verrichten van bepaalde transacties die ertoe leiden dat de koers van financiële instrumenten op een kunstmatig niveau belandt. In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op het verbod van informatiemanipulatie (paragraaf 6.2) en het verbod van transactiemanipulatie (paragraaf 6.3).

6.2 Het verbod van informatiemanipulatie

Het verspreiden van onjuiste of misleidende informatie is een relatief eenvoudig vergrijp. Daarbij komt dat de kosten van het verspreiden van een onjuist of misleidend bericht relatief laag zijn, met name ook door de mogelijkheden die het internet biedt, terwijl de potentiële opbrengsten hoog zijn. Ik geef een voorbeeld. Een marktpartij zou eerst een partij aandelen in het kapitaal van beursvennootschap ABC kunnen kopen, vervolgens een onjuist bericht kunnen verspreiden over nieuwe successen van beursvennootschap ABC en ten slotte de koersstijging als gevolg van het onjuiste bericht kunnen uitwinnen door zijn aandelen tegen de hogere koers te verkopen.⁶⁹

Vanwege de grote reikwijdte van het verbod van marktmanipulatie en het grote aantal marktpartijen dat zich bezighoudt met de dagelijkse informatievoorziening in de financiële markten, worden relatief veel marktpartijen geconfronteerd met het verbod en de daarin opgenomen eisen. Dan valt te denken aan beursvennootschappen die regelmatig persberichten verspreiden, accountants die financiële rapportages voorbereiden, dagbladen die redactionele artikelen plaatsen over financiële onderwerpen en handelaren die op blogs actief zijn.

Het verbod van informatiemanipulatie is neergelegd in artikel 5:58 lid 1 sub d Wft. Dit artikel verbiedt het verspreiden van informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. In verband met deze verbodsbepaling zullen de volgende drie punten achtereenvolgens worden behandeld:

- (i) het begrip 'onjuiste of misleidende informatie';
- (ii) het begrip 'signaal'; en
- (iii) het subjectief bestanddeel.

6.2.1 Het begrip 'onjuiste of misleidende informatie'

Het verbod van informatiemanipulatie heeft betrekking op informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is. Dit is een omslachtige formulering van de Europese wetgever. Het is logisch dat de informatie centraal staat wanneer een oordeel moet worden geveld

⁶⁹ Zie bijvoorbeeld Rechtbank Amsterdam 16 augustus 2007, *JOR* 2007/245 (m.nt. Nelemans; *Versatel*).

over de kwaliteit ervan, waarbij het signaal (zie hierover paragraaf 6.2.2) slechts een aanvullende kwalificatie is. Als de informatie onjuist of misleidend is, kan het signaal dat ook zijn. Als de informatie juist en leidend is, kan het signaal niet onjuist of misleidend zijn. Derhalve spreek ik in het vervolg over ‘onjuiste of misleidende informatie’ en behandel ik de eventuele signalen die hiervan uitgaan apart.⁷⁰

Het verbod heeft zowel betrekking op onjuiste informatie als op misleidende informatie. Een voorname vraag is wanneer er sprake is van onjuiste informatie. Het begrip ‘onjuist’ wordt doorgaans uitgelegd als in strijd met de werkelijkheid of vergelijkbare begrippen. Als informatie in overeenstemming is met de werkelijkheid of de onderliggende situatie waarop de informatie betrekking heeft, is deze als juist te kwalificeren. Sommige marktpartijen die informatie verspreiden zullen echter per ongeluk of moedwillig met hun informatie de werkelijkheid of de onderliggende situatie waar de informatie betrekking op heeft deels of in het geheel tegenspreken. We spreken dan van onjuiste informatie, ongeacht of de informatie kleine of grote onjuistheden bevat.⁷¹

De volgende vraag is wanneer er sprake is van misleidende informatie. In tegenstelling tot het vaststellen van de onjuistheid van informatie dient bij de beoordeling van het eventuele misleidende karakter van informatie ook de informatiecontext te worden verdisconteerd. Informatie is in mijn optiek in twee gevallen misleidend. Informatie kan ten eerste misleidend zijn als deze incompleet is. Een bericht waarin (belangrijke) informatie wordt weggelaten, is in beginsel misleidend. Informatie kan ten tweede misleidend zijn als deze inadequaat wordt gepresenteerd en/of verspreid. Een gebrekkige presentatie of verspreiding van de informatie, door bijvoorbeeld het bericht onbegrijpelijk te maken voor de gemiddelde ontvanger of door het bericht te overspoelen met andere informatie, kan eveneens leiden tot de conclusie dat de informatie misleidend is.⁷²

6.2.2 Het begrip ‘signaal’

Bij het reguleren van markten is het altijd zoeken naar een balans tussen het uitbannen van mogelijk schadelijk gedrag en het beperken van de kosten voor de markt. Het zou niet goed zijn als een beursvennootschap het verbod van marktmanipulatie zou kunnen overtreden op het moment dat er een lichte onjuistheid, verschrijving of typfout in een persbericht staat. Als dat zo zou zijn, dan zou de beursvennootschap mogelijk terughoudender worden met het verspreiden van informatie, hetgeen nadelig is voor de informatievoorziening in de financiële markten. Daar komt bij dat de voordelen van het tegengaan of filteren van irrelevante gebreken niet opweegt tegen de daarmee gepaard gaande kosten. Dit is bijvoorbeeld één van de redenen waarom de Amerikaanse equivalent van het verbod van informatiemanipulatie⁷³ een *materiality standard* bevat, waardoor het Amerikaanse verbod niet van toepassing is op irrelevante gebreken. Het Amerikaanse Hooggerechtshof heeft deze standaard als volgt geformuleerd: “there must be a substantial likelihood that the (...) fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the “total mix” of information made available”.⁷⁴

Het Nederlandse verbod van informatiemanipulatie bevat het begrip ‘onjuist of misleidend signaal’, maar geen expliciete *materiality standard* of relevantiestandaard zoals het Amerikaanse verbod.

⁷⁰ Nelemans 2007, p. 151-152.

⁷¹ Nelemans 2007, p. 76-78.

⁷² Nelemans 2007, p. 80-87.

⁷³ Section 10(b) Securities Exchange Act 1934 en de daaronder uitgevaardigde Rule 10b-5.

⁷⁴ TSC Industries v. Northway, 426 U.S. 438 (1976), p. 449.

De Europese en Nederlandse wetgevers hebben aan het begrip 'signaal' geen nadere uitleg gegeven. Een logische uitleg van het begrip 'onjuist of misleidend signaal' houdt in dat niet iedere onjuiste of misleidende informatie onder het verbod valt maar enkel die onjuiste of misleidende informatie die tevens is te kwalificeren als een signaal, althans als een teken.⁷⁵ Daarmee dient het gebrek op relevantie te worden getoetst. Ook de AFM verwijst naar de relevantie van het gebrek: "Het verzwijgen van relevante feiten in een persbericht van een genoteerde instelling, is mogelijktevens tevens marktmanipulatie als bedoeld in artikel 5:58, lid 1d (...)." ⁷⁶ Het is voor de effectiviteit van het verbod van informatiemani­pula­tie van belang dat de relevantie van het gebrek een prominente plek krijgt bij het bepalen of er sprake is van een overtreding van het verbod. Daarmee wordt niet alleen aansluiting gevonden bij de meer ontwikkelde Amerikaanse praktijk op dit punt, maar wordt ook voorkomen dat beursvennootschappen mogelijk terughoudender worden met het verspreiden van informatie.⁷⁷

Het verbod van informatiemani­pula­tie kan ook van toepassing zijn op 'informatie (...) waarvan (...) een onjuist of misleidend signaal (...) te duchten' is. De praktische betekenis van dit onderdeel is onduidelijk en in mijn optiek gering. Het onderdeel lijkt op een gevaarzettingsvariant. Echter, als de Europese wetgever al een gevaarzettingsvariant heeft willen invoeren, hetgeen is te betwijfelen, dan nog zou de toezichthouder er verstandig aan doen deze te negeren. Het beantwoorden van de vraag of informatie onjuist of misleidend is geweest, is dermate elementair dat het niet goed te begrijpen zou zijn als de toezichthouder zou steunen op de 'te duchten'-variant.⁷⁸

De Nederlandse wetgever heeft, anders dan de Europese wetgever en ondanks volledige harmonisatie, de aanvullende eis gesteld dat het dient te gaan om signalen 'met betrekking tot het aanbod, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten'. De Nederlandse wetgever heeft evenwel een fout gemaakt bij het opstellen van de omzetting­sbepaling, door – naar het lijkt – uit te gaan van de voorbereidende documenten en niet van de finale versie van de richtlijn markt­misbruik. Echter, ook omdat de Nederlandse wetgever de toevoeging ruim lijkt uit te leggen, heeft de abusievelijke toevoeging geen praktische invloed.⁷⁹

6.2.3 Het subjectief bestanddeel

Het verbod van informatiemani­pula­tie kan uitsluitend worden overtreden als de verspreider ten tijde van het verspreiden van de onjuiste of misleidende informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat de informatie onjuist of misleidend is. Ingevolge de 'weten'-variant zal de verspreider van informatie minimaal voorwaardelijk opzet moeten hebben, dat wil zeggen willens en wetens de aanmerkelijke kans moeten hebben aanvaard dat de verspreide informatie onjuist of misleidend was. Als voorwaardelijk opzet niet kan worden bewezen, kan worden uitgeweken naar de 'redelijkerwijs moet vermoeden'-variant. In dat geval moet worden bewezen dat er bij de verspreider minimaal onbewuste schuld aanwezig was en dat de verdachte anders had moeten én kunnen handelen.⁸⁰

6.3 Het verbod van transactiemani­pula­tie

⁷⁵ Nelemans 2007, p. 219. Zie ook Raas 2008, p. 159. Raas stelt de vraag of er nog wel sprake is van een misleidend signaal indien de koers niet van zijn plaats komt.

⁷⁶ AFM, *Openbaarmaking Koersgevoelige Informatie*, januari 2007, p. 14.

⁷⁷ Nelemans 2007, p. 211-220.

⁷⁸ Zie Nelemans 2007, p. 156-157 voor een toelichting.

⁷⁹ Nelemans 2007, p. 160-161.

⁸⁰ Nelemans 2007, p. 162-167.

Transactiemaniplatie is een relatief ingewikkeld vergriep. De reden is dat het niet mogelijk is om simpel aandelen te kopen om de prijs op te drijven om vervolgens de aandelen tegen de hogere prijs weer te verkopen. Dit wordt uitgelegd aan de hand van een voorbeeld. Een marktpartij die de koers wil manipuleren zal aandelen kopen tegen een steeds hogere prijs (vanwege een vraagoverschot) om de koers weg te drijven van de initiële koers. Aangezien de intrinsieke waarde van het aandeel niet is veranderd, koopt de marktpartij de aandelen dus tegen een te hoge koers. De marktpartij kan de aandelen dan vervolgens weer verkopen. De marktpartij zal de aandelen dan moeten verkopen tegen een steeds lagere prijs (vanwege een aanbodoverschot) en zal zijn laatste aandelen verkopen tegen de initiële koers. De combinatie van aan- en verkooptransacties leveren netto dus niets op. Sterker: de marktpartij heeft een verlies geleden vanwege de transactiekosten die gepaard gaan met het verrichten van transacties. Niettemin bestaan er wel situaties waarin de “investering” die moet worden gedaan om de koers weg te drijven van de initiële koers met winst kan worden terugverdiend, hetgeen met name het geval is als de tegengestelde transacties weinig tot geen invloed hebben op de koers.⁸¹ Ondanks het feit dat transactiemaniplatie relatief ingewikkeld is, kan het verbod van transactiemaniplatie worden overtreden door zowel grote en professionele marktpartijen als door kleine handelaren.

Het verbod van transactiemaniplatie wordt gevormd door artikel 5:58 lid 1 sub a, b en c Wft. Sub b is de voornaamste bepaling van de drie. Sub b verbiedt het verrichten of bewerkstelligen van transacties of handelsorders teneinde de koers op een kunstmatig niveau te houden. Sub a verbiedt transacties of handelsorders waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten. Sub c verbiedt transacties of handelsorders waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding. De navolgende bespreking is beperkt tot de eerste twee categorieën. Sub c heeft een beperkte toegevoegde waarde aangezien bedrog en misleiding via de strafbaarstelling van oplichting (art. 326 Sr) en valsheid in geschrifte (art. 225 Sr) reeds in het commune strafrecht zijn verboden. In verband met het verbod van transactiemaniplatie zullen de volgende punten worden behandeld:

- (i) de koers op een kunstmatig niveau houden;
- (ii) het begrip ‘teneinde’;
- (iii) een onjuist of misleidend signaal; en
- (iv) de uitzonderingen op het verbod van transactiemaniplatie.

6.3.1 De koers op een kunstmatig niveau houden

In zaken ten aanzien van transactiemaniplatie is er doorgaans één hoofdvraag: heeft de marktpartij met zijn transacties de koers op een kunstmatig niveau gebracht of gehouden? Om te kunnen bepalen of de koers door de transacties van de marktpartij op een kunstmatig niveau is beland, dient eerst te worden vastgesteld wat een kunstmatig niveau is. Echter, dit is minder eenvoudig dan gedacht. Veelal wordt verondersteld dat een marktpartij die transacties verricht met de *intentie* om de koers te manipuleren, terwijl hij ook daadwerkelijk koersinvloed heeft, de koers op een kunstmatig niveau brengt. Het probleem is evenwel dat de intentie waarmee transacties worden verricht losstaat van de vraag of de transacties een positieve of negatieve bijdrage leveren aan de koersvorming. Geïnformeerde marktpartijen die de intentie hebben om de koers te

⁸¹ Zie Nelemans 2007, p. 363-409 voor verschillende voorbeelden in de context van o.m. *seasoned equity offerings*, converteerbare aandelen en optiecontracten.

manipuleren, en door hun transacties nieuwe informatie in de koers verwerken, kunnen juist een positieve bijdrage leveren aan de koersvorming. Ongeïnformeerde marktpartijen die geen intentie hebben om de koers te manipuleren, maar door hun (onbehouden) transacties toch een koersverandering veroorzaken, kunnen juist een negatieve bijdrage leveren aan de koersvorming. Het voorgaande maakt dat de intentie van een marktpartij niet het demarcatie criterium kan zijn om te bepalen of zijn transacties een positieve of negatieve bijdrage leveren aan de koersvorming en al dan niet binnen het verbod dienen te vallen.

Het verbod van transactiemaniipulatie dient uitsluitend van toepassing te zijn op die transacties die – gelijk aan onjuiste of misleidende informatie – een negatieve uitwerking hebben op de koersvorming. Maar welke transacties hebben een negatieve uitwerking op de koersvorming? Dat zijn transacties die resulteren in ongedekte koersdruk, hetgeen het geval is als de marktpartij onvoldoende informatie heeft om zijn koersdruk te verantwoorden.⁸² Transacties die resulteren in ongedekte koersdruk kwalificeren in mijn optiek als transacties die de koers op een kunstmatig niveau brengen of houden.⁸³ Ik geef twee voorbeelden. Stel dat aandelen ABC op dit moment worden verhandeld tegen 18 euro, terwijl een marktpartij over informatie beschikt dat de intrinsieke waarde van de aandelen 20 euro is. Als de marktpartij vervolgens transacties zou verrichten met een koersinvloed van +3 euro, dan is er sprake van ongedekte koersdruk. Stel dat een marktpartij te weten komt dat beursvennootschap ABC zijn succesvolle CEO over een paar dagen zal verliezen, wat bijvoorbeeld *grosso modo* resulteert in een waardeverandering van de aandelen ABC ter grootte van -1 euro. Als de marktpartij vervolgens transacties zou verrichten met een koersinvloed van -2 euro, dan resulteren zijn transacties in ongedekte koersdruk.⁸⁴ In beide voorbeelden zorgen de transacties ervoor dat de koers op een kunstmatig niveau belandt.

Het is uiteraard lastig om als toezichthouder te bepalen over welke informatie een bepaalde marktpartij op het moment van de transacties beschikte en hoe dit was te vertalen naar de toegestane koersdruk. Derhalve zal in de praktijk veelal gebruik moeten worden gemaakt van een indirecte bewijsmethode. De toezichthouder heeft in beginsel voldoende bewijs dat een marktpartij ongedekte koersdruk heeft uitgeoefend, en dus de koers op een kunstmatig koersniveau heeft gebracht, als de toezichthouder kan aantonen: (i) dat de marktpartij exceptioneel handelsgedrag vertoonde, en – cumulatief – (ii) dat er sprake was van een sensitieve situatie. De toezichthouder zal moeten bepalen of de marktpartij exceptioneel handelsgedrag heeft vertoond, dat wil zeggen dat de marktpartij handelsgedrag heeft vertoond dat afwijkt van zijn normale (legitieme) handelsgedrag. De toezichthouder zou kunnen beoordelen of de marktpartij bijvoorbeeld meer transacties heeft verricht dan normaal, grotere transacties heeft verricht dan normaal, geconcentreerder heeft gehandeld dan normaal, meer kapitaal heeft geïnvesteerd dan normaal of op een ander tijdstip heeft gehandeld dan normaal. Verder zal de toezichthouder moeten bepalen of de marktpartij transacties verrichtte op het moment dat er sprake was van een sensitieve situatie, gedefinieerd als een situatie waarin een marktpartij met het uitoefenen van ongedekte koersinvloed een voordeel zou kunnen behalen.⁸⁵

⁸² Zie Nelemans 2007, p. 37-68 en 106-113 over het begrip koersdruk en ongedekte koersdruk.

⁸³ Zie Nelemans 2007, p. 181-182.

⁸⁴ Dit staat los van de vraag of de marktpartij met zijn transacties het verbod van gebruik van voorwetenschap zou overtreden.

⁸⁵ Zie Nelemans 2007, p. 333-356 voor het bewijs van transactiemaniipulatie.

Het voorgaande is wellicht het best te duiden aan de hand van een voorbeeld. In de *IMC*-zaak⁸⁶ is één van de vragen of IMC de koers op een kunstmatig niveau heeft gehouden. IMC vernam op een bepaald moment dat ABN AMRO een stop loss order⁸⁷ had opgegeven met betrekking tot aandelen Wereldhave, waardoor ABN AMRO bij een bepaald laag koersniveau automatisch 5.000 aandelen zou verkopen. IMC schatte in dat de stop loss order mogelijk zou worden geactiveerd bij een koers van EUR 77,75. Op een gegeven moment was de koers van de aandelen EUR 80,35. IMC legde op dat moment een order in voor de verkoop van 10.000 aandelen met een limiet van EUR 76,50. Het gevolg was dat de stop loss order van ABN Amro werd geactiveerd en de koers wegzakte naar EUR 73,00. Aangezien IMC ook een order had ingelegd voor de koop van 10.000 aandelen tegen een koers van EUR 73,00 kon IMC op dat moment de aandelen kopen tegen een discount.

De toezichthouder zal in dit geval moeten bewijzen dat IMC *exceptioneel handelsgedrag* heeft vertoond. De toezichthouder zou kunnen beoordelen of de IMC handelaar bijvoorbeeld meer transacties heeft verricht dan normaal of grotere transacties heeft verricht dan normaal. Anders zal de toezichthouder dienen te bewijzen dat de orders van IMC waren ingegeven door en afgestemd op de informatie over de stop loss order. Verder zal de toezichthouder moeten bepalen of IMC transacties verrichtte op het moment dat er sprake was van een *sensitieve situatie*. Het lijkt erop dat IMC, als zij ongedekte koersdruk zou hebben uitgeoefend, in het geheel genomen een winst zou hebben kunnen behalen, juist vanwege het activeren van de stop loss order, en dat er derhalve sprake was van een *sensitieve situatie*. Niettemin kan niet zomaar worden uitgesloten dat IMC op het moment van handelen – naast de informatie over de stop loss order – over informatie beschikte over een overwaardering waardoor de door IMC veroorzaakte neerwaartse koersdruk als gedekte koersdruk zou kunnen worden gekwalificeerd en de koers naar een natuurlijk niveau zou zijn gebracht.

Volgens artikel 5:58 lid sub b Wft is het verboden om transacties te verrichten ‘teneinde de koers van financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden’. Een interpretatiekwestie die op dit moment voorligt bij het Hof van Justitie is de uitleg van het begrip ‘houden’. De Rechtbank Rotterdam heeft in de *IMC*-zaak geoordeeld dat onder het begrip ‘houden’ tevens kan worden begrepen ‘brengen’. Ik kan me vinden in deze uitleg, onder meer om te voorkomen dat sommige manipulators wel en andere manipulators niet onder het verbod vallen, zelfs als zij identiek gedrag vertonen en identieke schade veroorzaken.⁸⁸ Het CBb heeft geoordeeld dat op basis van een grammaticale analyse (van verschillende taalversies van de richtlijn marktmisbruik) geen eenduidige conclusies kunnen worden getrokken ten aanzien van de betekenis van het begrip ‘houden’ in de Nederlandse versie van de richtlijn marktmisbruik.⁸⁹ Het CBb heeft om die reden het Hof van Justitie verzocht een prejudiciële uitspraak te doen over de uitleg van dit begrip. De

⁸⁶ Rb. Rotterdam 20 december 2007, *JOR* 2008/46 (m.nt. Nelemans; *IMC*); CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18 (m.nt. Nelemans; *IMC*). Zie voor andere transactiemaniplatiezaken in Nederland: Rb. Amsterdam 3 april 2009, *JOR* 2009/167 (m.nt. Nelemans en Liem; *VHS*); Voorzieningenrechter Rb. Amsterdam 6 maart 2008, *JOR* 2008/15 (*KBC*); HR 6 februari 2007, *NJ* 2008, 467 (m.nt. Kristen), *JOR* 2007/73 (m.nt. Corthals en Italianer; *Cardio Control*); Rb. Amsterdam 26 mei 2006, *JOR* 2006/189 (m.nt. Cross; *McGergor*).

⁸⁷ Een stop loss order is een order die wordt ingelegd in het orderboek en wordt uitgevoerd op het moment dat de koers een bepaald (laag) niveau bereikt. Hiermee kunnen beleggers een eventueel te incasseren verlies beperken.

⁸⁸ Zie Nelemans 2007, p. 189-190.

⁸⁹ CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18 (m.nt. Nelemans; *IMC*).

uitspraak van het Hof van Justitie, die nog even op zich zal laten wachten, zal mogelijk van invloed zijn op de reikwijdte van het verbod van transactiemaniplatie.

6.3.2 Het begrip 'teneinde'

Art. 5:58 lid 1 sub b Wft verbiedt het verrichten of bewerkstelligen van transacties 'teneinde de koers (...) op een kunstmatig niveau te houden'. Hierin is het begrip 'teneinde' opgenomen. De vraag is evenwel of rechters in de toekomst ervan uit zouden moeten gaan dat het artikel met het begrip 'teneinde' een oogmerkvereiste bevat en dat het oogmerk moet worden bewezen. Uit de Europese totstandkomingsgeschiedenis volgt namelijk dat de Europese wetgever geen subjectief bestanddeel heeft willen invoeren. De Nederlandse wetgever heeft het begrip 'teneinde' waarschijnlijk afgeleid van een gebrekkige Nederlandse taalversie van de richtlijn marktmisbruik waarin het begrip 'om' wordt gebruikt, hetgeen afwijkt van de overige taalversies waarin de begrippen 'die' of 'welke' worden gehanteerd. Het begrip 'om' is te vergelijken met het begrip 'teneinde' en lijkt op een oogmerkvereiste. De begrippen 'die' of 'welke' wijzen meer op een causaal verband. Om het artikel meer in overeenstemming te brengen met de Europese moederbepaling zou het begrip 'teneinde' mogelijk kunnen worden uitgelegd als 'waardoor'. In de finale Nederlandse omzettingsbepaling staat 'teneinde' en in het Conceptwetsvoorstel Wet Marktmisbruik 'waardoor'. Er is door de Nederlandse wetgever geen verantwoording afgelegd over de plotselinge keuze voor 'teneinde' in plaats van 'waardoor'. Indien het begrip 'teneinde' wordt uitgelegd als 'waardoor' zou er minder snel strijd zijn met de richtlijn marktmisbruik. Mocht er toch te weinig ruimte zijn voor deze uitleg, dan zal de Nederlandse wetgever in een nieuwe wetgevingsronde het begrip 'teneinde' moeten omzetten in het begrip 'die' of 'welke'.⁹⁰

6.3.3 Een onjuist of misleidend signaal

Artikel 5:58 lid 1 sub a Wft verbiedt transacties 'waarvan een onjuist of misleidend signaal is te duchten met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten'. Dit artikel biedt voor marktpartijen en toezichthouders minder houvast dan het hiervoor behandelde artikel 5:58 lid 1 sub b Wft.⁹¹ Ten behoeve van de rechtszekerheid zou van deze bepaling slechts gebruik moeten worden gemaakt als het gedrag niet valt onder artikel 5:58 lid 1 sub b Wft. Daarbij kan in ieder geval worden gedacht aan fictieve transacties, zoals wash sales en matched orders.⁹² Dat zijn tegengestelde transacties met een vergelijkbare omvang en prijs die door één of meerdere personen – volgens afspraak – nagenoeg op hetzelfde moment worden uitgevoerd. Het gaat om *fictieve* transacties omdat er wel transacties worden verricht maar de partij(en) een gelijke hoeveelheid aandelen behoudt of behouden. Hoewel fictieve transacties veelal niet resulteren in koersdruk (aangezien vraag een aanbod elkaar in evenwicht houden), kan worden beargumenteerd dat er onjuiste of misleidende signalen van uitgaan. De fictieve transacties zorgen er namelijk voor dat het handelsvolume groter is dan wanneer marktpartijen zouden handelen om aandelen in ieder geval voor een korte duur in hun portefeuille te houden of uit hun portefeuille te verwijderen. Beleggers kunnen door het relatief hoge handelsvolume op het verkeerde been worden gezet.⁹³

6.3.4 De uitzonderingen op het verbod van transactiemaniplatie

⁹⁰ Nelemans 2007, p. 184-186.

⁹¹ Zie Doorenbos 2007, p. 66-80 voor kritiek op de onbepaaldheid van art. 5:58 lid 1 sub a Wft.

⁹² Fictieve transacties worden regelmatig in verband gebracht met "*painting the tape*" om de schijn van handelsactiviteit te wekken. Zie Nelemans 2007, p. 408.

⁹³ Nelemans 2007, p. 403-409.

Het verbod van transactiemanipulatie is in beginsel van toepassing op iedere marktpartij en op iedere transactie of handelsorder. Op deze regel zijn enkele uitzonderingen geformuleerd. Ten eerste is het verbod niet van toepassing op bepaalde transacties die worden verricht in het kader van onder meer het monetaire beleid (art. 5:58 lid 2 sub a Wft). De ratio voor deze uitzondering is dat de lidstaten de Europese centrale bank en/of de nationale centrale banken niet dienen te hinderen bij het voeren van het monetaire beleid, het wisselkoersbeleid en het beheer van de overheidsschuld. Ten tweede is het verbod gedeactiveerd bij stabilisatie of de inkoop van eigen aandelen, mits de uitvoering in overeenstemming is met een aantal voorwaarden (art. 5:58 lid 2 sub b en c Wft).

Een aparte uitzondering is die voor geaccepteerde marktpraktijken (art. 5:58 lid 3 Wft). Transacties die onder het verbod van transactiemanipulatie zouden vallen, zijn gevrijwaard wanneer het gaat om een geaccepteerde marktpraktijk en er gerechtvaardigde beweegredenen bestaan. De door lidstaten geaccepteerde marktpraktijken zijn opgenomen op de website van CESR.⁹⁴ Als de toezichthouder of het openbaar ministerie aantoont dat de verdachte het verbod van transactiemanipulatie heeft overtreden, zou de verdachte een beroep kunnen doen op de uitzondering voor geaccepteerde marktpraktijken. De verdachte draagt een bewijsvoeringslast bij het invoeren van de uitzondering. De verdachte zal feiten en omstandigheden moeten aandragen waardoor het aannemelijk wordt dat de uitzondering van toepassing is. De verdachte draagt evenwel geen bewijslast of bewijsrisico.

7 Slot

Het begrip 'marktmisbruik' is een verzamelnaam voor twee gedragingen, namelijk handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. De Nederlandse verbodsbepalingen vinden hun oorsprong in de Europese richtlijn marktmisbruik. Uit het bovenstaande blijkt dat de verbodsbepalingen een aantal open normen bevatten die voor meerderlij uitleg vatbaar kunnen zijn. De toezichthouder en de rechter zullen bij de toepassing van de verbodsbepalingen en de open normen voortdurend acht dienen te slaan op het Europese recht. Dit is niet alleen noodzakelijk vanwege de eis dat Nederlandse verbodsbepalingen richtlijnconform worden geïnterpreteerd, maar ook vanwege het feit dat het Hof van Justitie de laatste jaren meer op de voorgrond treedt met de uitleg van de verbodsbepalingen. Zo heeft het Hof van Justitie in de *Spector*-zaak enkele vernieuwende uitgangspunten geformuleerd voor wat betreft het verbod van gebruik van voorwetenschap. Mogelijk dat het Hof van Justitie in de *IMC*-zaak eveneens met een aantal vernieuwende standpunten zal komen voor wat betreft het verbod van marktmanipulatie. Het is evident dat de Nederlandse verbodsbepalingen, ongeacht de ontwikkelingen op Europees niveau, de komende jaren een dynamisch bezit zullen blijven.

⁹⁴ www.cesr-eu.org.

Literatuurlijst

Borgers en Kristen 2005

M.J. Borgers en F.G.H. Kristen, 'Verweren en responderen, rubriek rechtspraak', *Delikt en Delinkwent* 2005, nr. 39, p. 570-576.

Crum en Kristen 2002

C.M. Crum en F.G.H. Kristen, 'Bouwen aan de interne markt: de richtlijn inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (market abuse)', *Ondernemingsrecht* 2002/1, p. 9-14.

Doorenbos 2007

D.R. Doorenbos, 'Ongekend gevaarlijk – strafbare marktmanipulatie', in: J.T. Attema et al., *Bouwen en bezinning: regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht*, Deventer: Kluwer, p. 63-80.

Gorissen en Lamp 2010

M.D. Gorissen en R.M.I. Lamp, 'Hof van Justitie verduidelijkt verbod op handel met voorwetenschap', *Bedrijfsjuridische berichten* 2010/11, p. 41-43.

Grundmann-van de Krol 2010

C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom 2010.

Hartmann 1998

A.R. Hartmann, *Bewijs in het bestuursstrafrecht (diss. Rotterdam)*, Rotterdam: Gouda Quint 1998.

Hullu 2009

J. de Hullu, *Materieel strafrecht. Over algemene leerstukken van strafrechtelijke aansprakelijkheid naar Nederlands recht*, Deventer: Kluwer 2009.

Italianer en Tillema 2005

J. Italianer en A.J.P. Tillema, 'De Wet Marktmissbruik – Introductie van een nieuw regime in Nederland', *Ondernemingsrecht* 2005/2, p. 34-37.

Italianer 2008

J. Italianer, 'Gebruik van voorwetenschap', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 71-98.

Kristen 2004

F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht (diss. Tilburg)*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004.

Kristen 2005

F.G.H. Kristen, 'Besluit marktmissbruik en de wisselwerking met de Wet marktmissbruik', *Ondernemingsrecht* 2005/17, p. 611-614.

Lamp 2008

R. Lamp, 'Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties', *Ondernemingsrecht* 2008/43, p. 152-159.

Nelemans 2006

M. Nelemans, 'Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap', *Delikt en Delinkwent* 2006, nr. 5, p. 502-520.

Nelemans 2007

M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.

Perrick en Chang 2008

S. Perrick en V.K. Chang, 'Tipverbod en preventieve maatregelen', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme, *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 99-138.

Raas 2008

R. Raas, 'Marktmanipulatie', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme, *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 141-173.