

Hoofdstuk 11 Marktmisbruik

M. Nelemans

1 Inleiding

Het begrip ‘marktmisbruik’ wordt gebruikt als verzamelnaam voor handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie.¹ Marktmisbruik is als zodanig niet verboden. De drie verschijningsvormen zijn wel verboden. Ter illustratie geef ik van ieder een voorbeeld.

Het eerste voorbeeld betreft het gebruik maken van voorwetenschap. Stel dat een bestuurder van een beursgenoteerd *social network* op de hoogte is van slecht nieuws: hackers hebben toegang gekregen tot de database van het bedrijf en een grote hoeveelheid betaalgegevens en wachtwoorden buitgemaakt. Het is aannemelijk dat als deze informatie bekend wordt gemaakt, dit tot grote maatschappelijke ophef zal leiden en dat de koers van de aandelen van het bedrijf zal dalen. De bestuurder verkoopt een deel van zijn aandelen in het bedrijf vlak voordat het nieuws 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 sprake van het gebruik maken van voorwetenschap.

Een volgend voorbeeld gaat over de wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap. Stel dat je met een vriendin hebt afgesproken in een café in Amsterdam. Deze vriendin werkt bij een grote bank op de Zuidas. Vol trots vertelt zij over de zaken en *deals* waarmee zij op dit moment bezig is. Daarbij laat zij ook de naam vallen van een klein *biotech* bedrijf waarvan de aandelen op Euronext worden verhandeld. Ze vertelt dat ze bezig is met de financiering van de overname van dit bedrijf door een grote Amerikaanse farmaceut. Wat de vriendin kennelijk niet weet, is dat zij daarmee het verbod op wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap heeft overtreden. Het gaat namelijk om belangrijke informatie (over een mogelijke overname) ten aanzien van een beursgenoteerd bedrijf.

Ten slotte bespreek ik een voorbeeld van marktmanipulatie. Stel dat een bestuurder van een beursgenoteerde fabrikant van elektrische auto’s op de hoogte is van tegenvallende financiële resultaten. Het is aannemelijk dat deze tegenvallende financiële resultaten de fabrikant 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 fabrikant en dat meer elektrische auto’s zijn verkocht dan verwacht. 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 fabrikant en misinformeert het belegend publiek. In dit geval is er sprake van marktmanipulatie.

De bovenstaande gedragingen zijn door de Europese wetgever verboden omdat zij verschillende schadelijk effecten zouden hebben: ‘Marktmisbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten.’²

Met betrekking tot de schadelijke gevolgen van handel met voorwetenschap, merkt de Europese wetgever het volgende op:

1 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, *PbEU* 2014, L 173. Zie overweging 7 van de preambule.

2 Verordening marktmisbruik, overweging 2 van de preambule.

‘Het essentiële kenmerk van handel met voorwetenschap is dat een oneerlijk voordeel wordt behaald uit voorwetenschap ten nadele van derde partijen die niet van deze informatie op de hoogte zijn en dat, in het verlengde hiervan, sprake is van ondermijning van de integriteit van financiële markten en het beleggersvertrouwen.’³

De Europese wetgever refereert niet rechtstreeks aan de schade van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap. Echter, het doorgeven van voorwetenschap zorgt voor een verhoogd risico van handel met voorwetenschap. In zoverre is de schade vergelijkbaar met de schade van handel met voorwetenschap.

De Europese wetgever gaat niet in op de specifieke gevolgen van transactiemaniplatie. Wel wordt gerefereerd aan de schadelijke effecten van informatiemaniplatie:

‘[Informatiemaniplatie] is met name schadelijk voor beleggers, omdat zij daardoor hun beleggingsbeslissingen baseren op onjuiste of verdraaide informatie. Het is ook schadelijk voor uitgevende instellingen, omdat het vertrouwen in de hun betreffende beschikbare informatie vermindert. Een gebrek aan vertrouwen in de markt kan vervolgens de mogelijkheden voor een uitgevende instelling in gevaar brengen om nieuwe financiële instrumenten uit te brengen of om krediet te verzekeren van andere marktdeelnemers teneinde zijn activiteiten te financieren. Informatie verspreidt zich zeer snel over de markt. Als gevolg daarvan kunnen de nadelige gevolgen voor beleggers en uitgevende instellingen betrekkelijk lang aanhouden totdat de informatie onjuist of misleidend is gebleken en door de uitgevende instelling of degene die voor de verspreiding ervan verantwoordelijk is, kan worden gecorrigeerd.’⁴

Hoewel in het voorgaande verschillende bewoordingen worden gekozen, zijn de voornaamste redenen voor het reguleren van voorwetenschap en marktmanipulatie, kort gezegd, het waarborgen van het vertrouwen in de goede werking van de effectenmarkten en de bescherming van beleggers die acteren op deze effectenmarkten.⁵

2 De Verordening marktmisbruik en Richtlijn marktmisbruik

2.1 Historische ontwikkeling

Het begin van de regulering van marktmisbruik op Europees niveau gaat circa een halve eeuw terug. De ontwikkeling richting de huidige Verordening marktmisbruik⁶ en de Richtlijn marktmisbruik⁷ die sinds 3 juli 2016 van kracht zijn, wordt hieronder samengevat weergegeven.

Op 13 november 1989 stelde de Raad van de Europese Gemeenschappen een eerste richtlijn vast ter regulering van transacties van ingewijden. De Richtlijn transacties van ingewijden⁸

3 Verordening marktmisbruik, overweging 23 van de preambule.

4 Verordening marktmisbruik, overweging 47 van de preambule.

5 Zie Engelen 2018 voor een uitvoerige behandeling van de economische en ethische grondslagen voor het verbieden van handel met voorwetenschap.

6 Engelen 2018.

7 Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik, *PbEU* 2014, L 173.

8 Richtlijn van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG), *PbEG* 1989, L 334/30.

verplichtte de lidstaten een verbod op handel met voorwetenschap in te voeren. Bovendien werden zij opgedragen een mededelings- en aanbevelingsverbod in te voeren.⁹

In 1999 werd door de Europese Commissie het actieplan financiële diensten opgesteld om het functioneren van de financiële markten verder te bevorderen.¹⁰ Een van de maatregelen die werd voorgesteld was een richtlijn om ook marktmanipulatie te verbieden.¹¹ Vier jaar later volgde Richtlijn 2003/6/EG,¹² de opvolger van de Richtlijn transacties ingewijden. In deze richtlijn werd naast handel met voorwetenschap ook marktmanipulatie verboden. Verder kwam er onder meer een verplichting voor uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Ook werden bepalingen opgenomen die ingingen op de verdeling van taken en bevoegdheden bij handhaving en samenwerking tussen lidstaten en toezichthouders. Anders dan de Richtlijn transacties ingewijden, strekte Richtlijn 2003/6/EG tot volledige harmonisatie waarmee werd gestreefd naar vergaande uniformiteit van de marktmisbruikregelgeving binnen de Europese Unie.

De kredietcrisis, die begon in 2007, zorgde ervoor dat de Europese Commissie meer grip wilde krijgen op het toezicht op financiële instellingen. Daarom werd in oktober 2008 de commissie-De Larosière ingesteld om te adviseren hoe het Europese toezicht op financiële instellingen kon worden verbeterd.¹³ Zes jaar later, in 2014, volgde de Verordening marktmisbruik, de opvolger van Richtlijn 2003/6/EG. In de Verordening marktmisbruik is getracht de marktmisbruikregelgeving aan te passen aan de ontwikkelingen op het gebied van wetgeving, technologie en financiële markten.¹⁴ Zo zijn er bijvoorbeeld wijzigingen in de verbods- en gebodsbepalingen, nieuwe bepalingen op het gebied van handhaving en samenwerking, en is de reikwijdte van de marktmisbruikregelgeving uitgebreid door deze ook van toepassing te verklaren op onder meer emissierechten, spotcontracten, benchmarks, en financiële instrumenten die worden verhandeld op Multilateral Trading Facilities (MTF's) en Organised Trading Facilities (OTF's).¹⁵

Naast de Verordening marktmisbruik werd ook een richtlijn uitgevaardigd die lidstaten verplicht om maatregelen te nemen teneinde handel met voorwetenschap, het wederrechtelijk mededelen van voorwetenschap en marktmanipulatie strafbaar te stellen in ernstige gevallen en indien opzettelijk gepleegd.¹⁶ Aangezien het Nederlandse rechtsstelsel reeds een uitgebreid kader had voor strafrechtelijke aansprakelijkheid bij marktmisbruik, heeft de Richtlijn marktmisbruik tot weinig aanpassingen geleid.¹⁷

2.2 Structuur Verordening marktmisbruik en Richtlijn marktmisbruik

De structuur van de Verordening marktmisbruik is als volgt:

- Algemene bepalingen over onder meer het toepassingsgebied en enkele uitzonderingen (deel 1);
- De verbodsbepalingen met betrekking tot handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie, uitzonderingen op de verbodsbepalingen, en bepalingen rondom preventie en opsporing van marktmisbruik (deel 2);

⁹ Zie Kristen 2018, p. 9-11; Kristen 2018, p. 7-8; Azarfane 2018, p. 4-5.

¹⁰ COM(1999) 232 def.

¹¹ Kristen 2017, p. 9; COM(1999) 232 def., p. 1, 5 en 14.

¹² Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *PbEU* 2003, L 96/16.

¹³ Kristen 2018, p. 12; Kristen 2017, p. 14. Zie het mandaat opgenomen in De Larosière 2009, p. 69.

¹⁴ Verordening marktmisbruik, overweging 3 van de preambule.

¹⁵ Zie voor een overzicht van wijzigingen o.m. Kristen 2017, p. 21-31; Dinant 2017; Langedijk & Wilmink 2016; Busch & 't Hart 2016; Van Straaten & Schouten 2016.

¹⁶ Art. 3, 4, 5 en 6 Richtlijn marktmisbruik; Kristen 2018, p. 76; Kristen 2017, p. 31-52.

¹⁷ Zie Azarfane 2018, p. 10; Van Straaten & Schouten 2016, p. 483. Zie Doorenbos 2016 voor een uitgebreide bespreking van de wijze van strafbaarstelling onder de Verordening marktmisbruik in het economisch strafrecht.

- Voorschriften inzake openbaarmaking van voorwetenschap, insiderlijsten, transacties door leidinggevend en beleggingsaanbevelingen (deel 3);
- Bepalingen over de European Securities and Markets Authority (ESMA) en de bevoegde autoriteiten in de lidstaten (deel 4);
- Bepalingen over administratieve maatregelen en sancties (deel 5);
- Bepalingen rondom gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen (deel 6);
- Overgangs- en slotbepalingen (deel 7);
- Bijlage I: Indicatoren van manipulatieve handelingen;
- Bijlage II: Correspondentietabel.

Enkele bepalingen in de Verordening marktmisbruik zijn nader uitgewerkt in uitvoeringsverordeningen en gedelegeerde verordeningen, waaronder:

- artikel 11 Verordening marktmisbruik in Uitvoeringsverordening (EU) 2016/959;
- artikel 17 Verordening marktmisbruik in Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055;
- artikel 18 Verordening marktmisbruik in Uitvoeringsverordening (EU) 2016/347;
- artikel 19 Verordening marktmisbruik in Uitvoeringsverordening (EU) 2016/523;
- artikel 6, 12, 17, 19 en Annex I Verordening marktmisbruik in Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522;
- artikel 5 Verordening marktmisbruik in Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052;
- artikel 11 Verordening marktmisbruik in Gedelegeerde verordening (EU) 2016/960;
- artikel 16 Verordening marktmisbruik in Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/957.

De Richtlijn marktmisbruik is korter dan de Verordening marktmisbruik en bevat bepalingen waarin lidstaten de opdracht krijgen om de nodige maatregelen te nemen om handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie ook strafrechtelijk te kunnen aanpakken, naast bestuursrechtelijke handhaving. Lidstaten moeten het strafrecht in ieder geval kunnen inzetten bij ernstige gevallen van marktmisbruik en indien opzettelijk gepleegd (art. 3, 4 en 5 Richtlijn marktmisbruik). Daarnaast zijn er bepalingen voor het strafbaar stellen van uitlokking, medeplichtigheid en poging, en bepalingen voor het invoeren van strafrechtelijke sancties voor natuurlijke personen en rechtspersonen (art. 6, 7, 8 en 9 Richtlijn marktmisbruik).

Met de inwerkingtreding van Verordening marktmisbruik op 3 juli 2016 zijn de oude marktmisbruikbepalingen in Hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) komen te vervallen.¹⁸

3 De uitleg van de verbodsbepalingen in de Verordening marktmisbruik

Alvorens in te gaan op de verbodsbepalingen en de verschillende bestanddelen wordt eerst kort aandacht besteed aan de wijze waarop de Nederlandse toezichthouder (de Autoriteit Financiële Markten (AFM)), het Openbaar Ministerie en rechters de verbodsbepalingen in de Verordening marktmisbruik dienen te interpreteren.

3.1 Interpretatie van communautaire verbodsbepalingen

Een van de gevolgen van het gebruik van een verordening voor de regulering van marktmisbruik is dat de bepalingen rechtstreeks van toepassing zijn in elke lidstaat (art. 288 VWEU) en dat deze derhalve niet hoeven te worden omgezet in nationale bepalingen. Dat betekent dat niet alleen de nationale wetgever, maar ook de toezichthouder, het Openbaar Ministerie en rechters zijn gehouden aan de communautaire betekenis van de bepalingen in de

¹⁸ Alleen art. 5:68 en 5:69 Wft zijn thans nog in werking.

Verordening marktmisbruik en dat zij daarbij geen mogelijkheid hebben om daarvan af te wijken.¹⁹

De communautaire betekenis van de verbodsbepalingen laat zich evenwel niet altijd meteen kennen doordat gebruik is gemaakt van een gelaagd systeem van een verordening, uitvoeringsverordeningen en gedelegeerde verordeningen. Daarnaast is de totstandkomingsgeschiedenis van de Verordening marktmisbruik gefragmenteerd waardoor het niet altijd goed is na te gaan waarom de Europese wetgever voor een bepaalde formulering heeft gekozen en wat daarvan de achterliggende bedoeling is.

Bij de uitleg van de verbodsbepalingen zal met name een grammaticale interpretatiemethode kunnen worden gevolgd, waarbij het van belang is dat alle taalversies van de Verordening marktmisbruik een gelijk gewicht hebben. Het is dus niet mogelijk om alleen de Nederlandse taalversie van de Verordening marktmisbruik te raadplegen, omdat die qua betekenis kan afwijken van een andere taalversie. Om achter de communautaire betekenis van een begrip te komen zal derhalve moeten worden nagegaan wat de gemeenschappelijke deler is van een bepaald begrip in de verschillende taalversies.²⁰

Naast de grammaticale interpretatiemethode kan gebruikt worden gemaakt van een teleologische interpretatiemethode waarbij de interpretatie van een bepaald begrip wordt afgeleid van het achterliggende doel van de bepaling of het Europese rechtsinstrument waarvan het onderdeel uitmaakt. Het achterliggende doel kan mogelijk worden afgeleid van de preambule van het instrument waarin onder meer de achtergrond van het Europese rechtsinstrument en de doelstellingen staan uitgeschreven.²¹

Mocht een rechter zich in een positie bevinden dat hij of zij twijfelt over de communautaire betekenis van een bestanddeel in een verbodsbepaling, dan kan de rechter een prejudiciële vraag stellen aan het Hof van Justitie van de Europese Unie (Hof van Justitie) conform de prejudiciële procedure (art. 267 VWEU). Het Hof van Justitie heeft sinds de inwerkingtreding van de Richtlijn marktmisbruik in 2003 verschillende arresten gewezen op het terrein van marktmisbruik.²² Aangezien de relevante bestanddelen in de Verordening marktmisbruik inhoudelijk niet wezenlijk zijn veranderd, vormen deze arresten een belangrijke bron om de bepaling in de Verordening marktmisbruik uit te leggen. De interpretatie van het communautaire recht zoals deze blijkt uit deze arresten is bindend voor alle nationale rechters.²³

3.2 Betekenis van de richtsnoeren van ESMA en nationale toezichthouders

De European Securities and Markets Authority (ESMA) is een onafhankelijke Europese toezichthouder. ESMA heeft verschillende functies en geeft onder meer technisch advies aan de Europese Commissie over nieuwe Europese rechtsinstrumenten, en vaardigt ook richtsnoeren uit voor de gemeenschappelijke, uniforme en consistente toepassing van bepaalde

19 Zie Kristen 2018, p. 16-17; Kristen 2017, p. 56-58.

20 Zie Kristen 2018, p. 32-35.

21 Kristen 2018, p. 365.

22 Arresten ten aanzien van het verbod op handel met voorwetenschap: HvJ EU 11 maart 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162, *JOR* 2016/304, m.nt. Hoff (*Lafonta*); HvJ EU 28 juni 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, *JOR* 2012/259, m.nt. Hoff (*Gelt/Daimler AG*); HvJ EU 23 december 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, *JOR* 2010/70, m.nt. Nelemans, *NJ* 2010/239 (*Spector*); HvJ EG 10 mei 2007, C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272, *JOR* 2007/156, m.nt. Hoff, *NJ* 2007/418, m.nt. Mok (*Georgakis*); HvJ EG 3 mei 2001, C-28/99, ECLI:EU:C:2001:238, *Jur.* 2001, p. I-03399 (*Verdonck, Everaert en Baedts*); arrest ten aanzien van het mededelingsverbod: HvJ EG 22 november 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, *NJ* 2006/336, m.nt. Mok (*RealDanmark*). Arrest ten aanzien van marktmanipulatie: HvJ EU 7 juli 2011, C-445/09, ECLI:EU:C:2011:459, *JOR* 2011/9, m.nt. Nelemans en Živković (*IMC*).

23 Zie Kristen 2018, p. 36-37.

Europese rechtsinstrumenten zoals onder meer de Verordening marktmisbruik.²⁴ De juridische betekenis van deze richtsnoeren is niet geheel duidelijk, aangezien ESMA in feite opereert als een onafhankelijke Europese toezichthouder en geen onderdeel is van de Europese wetgevende instanties.²⁵ De richtsnoeren kunnen in principe worden gebruikt als houvast bij toepassing van de Verordening marktmisbruik. Echter, daarbij dient te worden opgemerkt dat de uitleg van ESMA van het communautaire recht niet juist hoeft zijn. Uiteindelijk kan slechts het Hof van Justitie een gezaghebbende uitspraak doen over de betekenis van het communautaire recht. Met name in contentieuze situaties, waarin richtsnoeren tegen een marktpartij zouden worden gebruikt, is de vraag wat de juridische status van een richtsnoer is en in hoeverre het richtsnoer een weerspiegeling is van de betekenis van het communautaire recht op dat punt. Hetzelfde geldt voor richtsnoeren die zijn uitgevaardigd door nationale toezichthouders.²⁶

4 Het verbod op handel met voorwetenschap

4.1 Inleiding

Het verbod op handel met voorwetenschap is neergelegd in artikel 8 Verordening marktmisbruik. Dit artikel verbiedt personen om financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden met gebruikmaking van voorwetenschap.²⁷ In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op de definitie van voorwetenschap (par. 4.2), het verbod op handel met voorwetenschap (par. 4.3) en enkele uitzonderingen op het transactieverbod (par. 4.4).

4.2 De definitie van voorwetenschap

Een van de kernbestanddelen van het verbod van gebruik van voorwetenschap is het begrip ‘voorwetenschap’. Artikel 7 lid 1 Verordening marktmisbruik definieert voorwetenschap als volgt:

‘(...) niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten. (...).’

Het verbod op handel met voorwetenschap is beperkt tot informatie die kwalificeert als voorwetenschap. Informatie kwalificeert als voorwetenschap indien het gaat om:

24 Zie bijvoorbeeld ESMA, Final Report: ESMA’s technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, 3 februari 2015, www.esma.europa.eu, ESMA, Final report: Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28 september 2015, www.esma.europa.eu, ESMA, Final Report: Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13 juli 2016, www.esma.europa.eu, ESMA, Final Report Draft Implementing Technical Standards on sanctions and measures under MAR, ESMA/2016/117, 26 juli 2016, www.esma.europa.eu, ESMA, Report to the Commission on the application of accepted market practices, ESMA70-145-1184, 16 januari 2019, www.esma.europa.eu, ESMA, ESMA, Questions and answers on the Market Abuse Directive, ESMA/2016/419, 1 april 2016, www.esma.europa.eu, ESMA, Richtsnoeren MAR voor personen die marktpelingen ontvangen, ESMA/2016/1477, 10 november 2016, www.afm.nl, en Questions and Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-11, 29 maart 2019, www.esma.europa.eu.

25 Zie Roth 2018, p. 457-460.

26 Zo publiceert de AFM regelmatig brochures en Q&A waarin de regelgeving eenvoudig wordt uiteengezet, en die mogelijk ook interpretaties kunnen bevatten. Zie bijvoorbeeld. AFM 2017 en AFM 2016.

27 Het verbod op handel met voorwetenschap is ook van toepassing op informatie in verband met grondstofderivaten en emissierechten. Zie art. 7 lid 1 onder b en c Verordening marktmisbruik. Deze vormen van voorwetenschap worden in dit hoofdstuk niet behandeld.

1. informatie die concreet is;
2. informatie die betrekking heeft op een uitgevende instelling of een financieel instrument;
3. informatie die niet openbaar gemaakt is; en
4. informatie die bij openbaarmaking een 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, in geval 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 op marktmanipulatie) ruim uitgelegd, waardoor er niet alleen geïnterpreteerde maar ook ongeïnterpreteerde gegevens onder vallen.²⁸

4.2.1 Informatie die concreet is

De eerste vraag is wanneer informatie kan worden gekwalificeerd als concrete informatie. Artikel 7 lid 2 Verordening marktmisbruik bepaalt dat informatie concreet is indien:

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

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

1. 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
2. de informatie dient specifiek genoeg te zijn om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed op de koers.

De begrippen 'situatie' en 'gebeurtenis' zijn niet nader gedefinieerd en lijken derhalve een grote reikwijdte te hebben. Een relevante vraag is onder welke omstandigheden redelijkerwijs zou mogen worden aangenomen dat een situatie of gebeurtenis zal ontstaan c.q. plaatsvinden. Dit is bijvoorbeeld van belang als iemand informatie heeft over een eventuele toekomstige gebeurtenis zoals bijvoorbeeld een overname, maar waarbij het nog niet zeker is of die doorgaat. Is dan al sprake van voorwetenschap of nog niet? Volgens het Hof van Justitie kan sprake zijn van concrete informatie in het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden. In een dergelijk proces kan niet alleen de (uiteindelijke) situatie of gebeurtenis maar kunnen ook de tussenstappen van dit proces die verband houden met de verwezenlijking van die (uiteindelijke) situatie of gebeurtenis concrete

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

informatie opleveren.²⁹ De interpretatie in het arrest is neergelegd in artikel 7 lid 2 Verordening marktmisbruik. Hierin staat:

‘In het geval van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, of dat resulteert in een bepaalde situatie of gebeurtenis, kan deze toekomstige situatie of deze toekomstige gebeurtenis, alsook de tussenstappen in dat proces die verband houden met het ontstaan of het plaatsvinden van die toekomstige situatie of die toekomstige gebeurtenis, in dit verband als concrete informatie worden beschouwd.’

Dit betekent bijvoorbeeld dat iedere tussenstap in een overnameproces reeds concreet zou kunnen zijn, zoals de eerste aftastende gesprekken tussen twee bedrijven over een overname.³⁰ Bij de beoordeling van de concreetheid van de informatie dient wel te worden nagegaan of de tussenstap zelf voldoet aan de criteria voor voorwetenschap (art. 7 lid 3 Verordening Marktmisbruik) en of ‘het een toekomstige situatie of gebeurtenis [betreft] waarvan het op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zal ontstaan of plaatsvinden’³¹. Verder dient bij de beantwoording van de vraag of het op T=2 reëel is te veronderstellen dat de situatie of gebeurtenis in de nabije toekomst zal ontstaan of plaatsvinden, alleen informatie te worden betrokken die op T=2 bij de partij in kwestie bekend was. Het zou irrelevant moeten zijn of een bepaalde onzekere gebeurtenis al dan niet op T=4 daadwerkelijk heeft plaatsgevonden. Met andere woorden: er zou niet moeten worden geredeneerd met de *benefit of hindsight*.

Soms 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.

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. De Europese wetgever heeft hier verder geen nadere uitleg aan gegeven. Volgens de Committee of European Securities Regulators (CESR), de voorloper van ESMA, hoeft de informatie niet uitgebreid of volledig te zijn.³² En volgens het Hof van Justitie houdt het op bij vage of algemene informatie waaruit geen conclusies kunnen worden getrokken omtrent de mogelijke koersinvloed.³³

29 HvJ EU 28 juni 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, JOR 2012/259, m.nt. Hoff (*Geltl/Daimler*).

30 Zie bijvoorbeeld ook de uitspraken van het College van Beroep voor bedrijfsleven inzake de overname van Corporate Express door Staples. CBb 14 februari 2014, JOR 2014/166, m.nt. J.A.C. van Veersen (*Corporate Express*) en JOR 2014/165 (*Staples*).

31 HvJ EU 28 juni 2012, C-19/11, ECLI:EU:C:2012:397, JOR 2012/259, m.nt. Hoff (*Geltl/Daimler*).

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

33 HvJ EU 11 maart 2015, C-628/13, ECLI:EU:C:2015:162, JOR 2016/304, m.nt. Hoff (*Lafonta*), r.o. 31.

Ten tweede dient de informatie een basis te vormen voor het trekken van een conclusie over de mogelijke koersinvloed. Het Hof van Justitie heeft zich specifiek uitgelaten over deze voorwaarde en heeft geoordeeld dat deze niet voorschrijft dat uit de informatie met een voldoende mate van waarschijnlijkheid zou moeten kunnen worden afgeleid in welke richting de koers zal worden beïnvloed zodra zij openbaar wordt gemaakt.³⁴

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

De informatie dient betrekking te hebben op één of meer uitgevende instellingen of financiële instrumenten (art. 7 lid 1 onder a Verordening marktmisbruik).

Als wordt gerefereerd aan 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 en externe informatie. Bij interne informatie zou bijvoorbeeld kunnen worden gedacht aan nog niet gepubliceerde informatie over (1) de enigszins tegenvallende halfjaar- of kwartaalcijfers, (2) de ontdekking van een oliebron, (3) een nog niet aangekondigde winstwaarschuwing, (4) de voorbereiding van een voorkeursrecht-emissie, (5) een onverwachte bestuurswissel, (6) een voorgenomen overname van een concurrent of (7) de ontdekking van fraude binnen de organisatie. Bij externe informatie zou bijvoorbeeld kunnen worden gedacht aan informatie over (1) het besluit van een concurrent om een vijandig bod uit te brengen op de uitgevende instelling, (2) het oordeel van de mededingingsautoriteiten om een overname van de uitgevende instelling af te keuren, (3) de intentie van het Openbaar Ministerie om de uitgevende instelling te vervolgen voor fraude of (4) het besluit van de overheid om de activiteiten van de uitgevende instelling (nader) te reguleren.

Doorgaans zal informatie die direct betrekking heeft op de uitgevende instelling ook betrekking hebben op het door de uitgevende instelling uitgegeven financieel instrument. In bijzondere gevallen zal informatie mogelijk wel direct betrekking hebben op een financieel instrument maar geen betrekking hebben op de uitgevende instelling.³⁵

Een andere categorie is informatie die door een klant wordt verstrekt aan personen die belast zijn met de uitvoering van orders en verband houdt met de lopende orders van de klant (art. 7 lid 1 onder d Verordening marktmisbruik).³⁶ Deze categorie is met name bedoeld om *front-running* binnen de reikwijdte van het verbod op handel met voorwetenschap te brengen. Bij *front-running* draait het in wezen om het gebruik van voorwetenschap over toekomstige transacties van derden.³⁷

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 nettovoordel behaald.

34 *Lafonta*, r.o. 31.

35 Zie bijvoorbeeld Doorenbos 2018, p. 98.

36 Zoals eerder aangegeven is het verbod op handel met voorwetenschap ook van toepassing op informatie in verband met grondstofderivaten en emissierechten. Zie art. 7 lid 1 onder b en c Verordening marktmisbruik. Deze vormen van voorwetenschap worden in dit hoofdstuk niet behandeld.

37 De Verordening marktmisbruik refereert aan informatie over 'lopende orders'. Dit lijkt mij ruim te moeten worden opgevat. Anders zou *front-running* tussen het moment dat een broker een opdracht tot aan- of verkoop ontvangt en het moment dat de orders worden ingelegd nog steeds mogelijk zijn.

Een relevante vraag is wanneer informatie over toekomstige transacties van derden als koersgevoelig zou kunnen worden gekwalificeerd. Dit is het geval indien de informatie over de toekomstige transacties van derden bij openbaarmaking zou kunnen leiden tot significante koersinvloed. Of transacties zouden 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.

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. Volgens de efficiëntemarkthypothese³⁸ wordt openbare informatie in beginsel namelijk snel en tamelijk adequaat in de koers verwerkt door handelaren die op basis van deze informatie transacties verrichten waardoor de informatie snel haar (nieuws)waarde verliest.³⁹

Informatie is openbaar gemaakt indien de informatie beschikbaar of toegankelijk is voor het beleggend publiek.⁴⁰ Dit is concreet het geval indien de persdiensten en de beurs het persbericht aanbieden aan het beleggend publiek of voor het publiek beschikbaar stellen.⁴¹ Op dat moment is de informatie voorwetenschap af en kan er vrijelijk gebruik van worden gemaakt.

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

De markt hoeft geen gelegenheid te worden geboden om de informatie te absorberen.⁴² Wel kan het onder omstandigheden nodig zijn om een redelijke termijn aan te houden als een publicatie niet onverwijld leidt tot brede kennisneming door beleggers.⁴³

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

38 De efficiëntemarkthypothese is een economische hypothese. Volgens deze hypothese zijn financiële markten efficiënt en komt de intrinsieke waarde van een financieel instrument, zoals bijvoorbeeld een aandeel, grotendeels 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 snel handelen op het moment dat de koers van de intrinsieke waarde wordt weggedreven door andere marktpartijen. Hierdoor blijft de koers in principe dicht tegen de intrinsieke waarde van het aandeel zitten. Dit houdt ook in dat nieuw beschikbare informatie direct en adequaat in de koers wordt verwerkt. Zie verder Nelemans 2007, p. 20-30.

39 Nelemans 2007, p. 20-30.

40 Lamp & Živković 2018, p. 48; Italianer 2008, p. 75; Kristen 2004, p. 340-341.

41 Kristen 2004, p. 342.

42 Kristen 2004, p. 342.

43 Lamp & Živković 2018, p. 48-49.

uitsluitend sprake zijn van voorwetenschap als informatie potentieel significant koersgevoelig is.

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 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=4 moet bepalen of bepaalde informatie op T=2 potentieel 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.⁴⁴ 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. 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 beursvennootschap, een individu, de toezichthouder of een rechter om te beoordelen of bepaalde informatie al dan niet potentieel 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.⁴⁵

Door de Europese regelgever is in artikel 7 lid 4 Verordening marktmisbruik een aanvullende uitleg gegeven aan de eis van potentieel 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 zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.’

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

44 Verordening marktmisbruik, overweging 15 van de preambule.

45 Zie voor jurisprudentie over de koersgevoeligheid van informatie in de context van een mogelijke overname onder meer de uitspraken van het College van Beroep voor bedrijfsleven inzake de overname van Corporate Express door Staples. CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/166, m.nt. J.A.C. van Veersen (*Corporate Express*) en *JOR* 2014/165 (*Staples*). Zie ook Nelemans & Schouten 2013.

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 7 Verordening marktmisbruik 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 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.

In de praktijk is evenwel regelmatig waar te nemen dat de toezichthouder en rechters meer aandacht hebben voor het ‘redelijk handelende belegger’-criterium dan voor de hoofdregel, het criterium van potentieel significante koersinvloed. Dit hoeft geen probleem te zijn als de toezichthouder en rechters een goede ondergrens hanteren bij het soort informatie dat redelijk handelende beleggers relevant achten. Dit kan worden gewaarborgd door ook altijd na te gaan of de informatie (eveneens) zou voldoen aan het criterium van potentieel significante koersinvloed. Anders wordt informatie tamelijk snel als voorwetenschap gekwalificeerd, hetgeen niet alleen invloed heeft op de reikwijdte van het verbod in artikel 14 jo. 8 lid 1 Verordening marktmisbruik maar ook op de openbaarmakingsplicht neergelegd in artikel 17 lid 1 Verordening marktmisbruik.

4.2.5 Informatie die kwalificeert als eigen voorwetenschap

Bepaalde informatie kwalificeert als eigen voorwetenschap.⁴⁶ 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. Eigen voorwetenschap is uitgesloten van het verbod op handel met voorwetenschap. Dit betekent dat een marktpartij die uitsluitend over eigen voorwetenschap beschikt het verbod van handel met voorwetenschap niet kan overtreden.

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 (art. 9 lid 5 Verordening marktmisbruik). De exceptie voor 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.⁴⁷

De Hoge Raad heeft in de *Cardio Control*-zaak⁴⁸ 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 exceptie voor eigen voorwetenschap.⁴⁹

46 Zie Italianer, Tillema & Soliman 2018, Lamp 2008, en Kristen 2004, p. 702-721 voor een bespreking van het leerstuk eigen voorwetenschap.

47 Italianer, Tillema & Soliman 2018, p. 163-164. De uitzondering in art. 9 lid 4 Verordening marktmisbruik is niet van toepassing op *stakebuilding*, hetgeen relevant is als er aanvullende voorwetenschap is zoals kennis verkregen uit een *due diligence* onderzoek.

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

49 Zie ook Nelemans 2006.

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.

Deze uitleg van de exceptie voor eigen voorwetenschap is met de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik niet zonder meer te gebruiken, omdat er geen duidelijke aanwijzingen zijn dat de uitleg van de Hoge Raad in lijn is met de bedoelingen van de Europese wetgever. Uiteindelijk zal het Hof van Justitie hierover het laatste woord hebben.⁵⁰

4.3 Het verbod op het gebruik maken van voorwetenschap

Artikel 14 jo. 8 lid 1 en 4 Verordening marktmisbruik verbiedt bepaalde personen gebruik te maken van voorwetenschap door financiële instrumenten te verwerven of vervreemden waarop die voorwetenschap betrekking heeft. In verband met deze verbodsbepaling zullen de volgende punten worden behandeld:

1. het begrip ‘gebruik maken van’ voorwetenschap (par. 4.3.1);
2. de normadressaten (par. 4.3.2); en
3. soorten handelingen (par. 4.3.3).

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. Twee arresten van het Hof van Justitie, namelijk het *Georgakis*-arrest⁵¹ en het *Spector*-arrest,⁵² hebben licht doen schijnen op de uitleg van het bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap. In het *Georgakis*-arrest bepaalde het Hof van Justitie dat 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.

50 Vgl. Doorenbos 2018, p. 127.

51 HvJ EG 10 mei 2007, C-391/04, ECLI:EU:C:2007:272, *JOR* 2007/156, m.nt. Hoff, *NJ* 2007/418, m.nt. Mok (*Georgakis*).

52 HvJ EG 23 december 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, *JOR* 2010/70, m.nt. Nelemans, *NJ* 2010/239 (*Spector*). Zie ook Van der Vegt 2011 en de noot van Doorenbos in *Ondernemingsrecht* 2010/66, p. 332-336.

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.

De voornaamste conclusies van het *Spector*-arrest zijn neergelegd in overweging 24 van de preambule van de Verordening marktmisbruik:

‘Wanneer een rechtspersoon of een natuurlijke persoon die over voorwetenschap beschikt, handelend voor eigen rekening of voor rekening van een derde, direct of indirect, financiële instrumenten waar die voorwetenschap betrekking op heeft koopt of verkoopt, of probeert deze te kopen of te verkopen, moet dit inhouden dat die persoon die wetenschap heeft gebruikt. Dit vermoeden geldt onverminderd de rechten van verdediging. De vraag of een persoon het verbod op handel met voorwetenschap heeft overtreden, of een poging daartoe heeft ondernomen, moet worden beantwoord op basis van de doelstelling van deze verordening, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het beleggersvertrouwen te vergroten, dat op zijn beurt berust op de zekerheid dat beleggers op voet van gelijkheid zullen verkeren en beschermd worden tegen het misbruik van voorwetenschap.’

Een simpel voorbeeld illustreert de betekenis 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. De marktpartij heeft dan een mogelijkheid om het bewijsvermoeden te ontkrachten, zelfs als hij zich bewust was van de voorwetenschap.

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.⁵³ 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.⁵⁴ Daarbij zij opgemerkt dat de toezichthouder en rechters ook een zelfstandige onderzoeksplicht hebben zodra voldoende aanleiding bestaat om zich te ‘vergewissen dat effectief ongerechtvaardigd gebruik wordt gemaakt van de voorwetenschap’.⁵⁵

Een marktpartij 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 (1) dat zijn transactie geen afbreuk heeft gedaan aan de doelstellingen van de Verordening marktmisbruik of, meer specifiek, (2) dat hij de

53 Zie over bewijs en bewijslast inzake marktmisbruik Van Liere & Omme 2018. Zie Nuijten 2018, Roth 2018 en Italianer & Honing 2018 over de handhaving van marktmisbruikregelgeving. Zie ook Mein 2015 over de bestuurlijke boete in de praktijk.

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

55 HvJ EG 23 december 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, *JOR* 2010/70, m.nt. Nelemans (*Spector*), r.o. 55.

voorwetenschap niet op een ongeoorloofde manier heeft ingezet. Een marktpartij zou (2) 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 transacties verrichtte die contrair waren aan de voorwetenschap (waardoor hij geen voordeel zou hebben kunnen behalen) 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 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.⁵⁶

4.3.2 De normadressaten

Het verbod in artikel 14 jo. 8 lid 1 Verordening marktmisbruik richt zich volgens artikel 8 lid 4 Verordening marktmisbruik op natuurlijke personen en rechtspersonen, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen twee groepen: de primaire en de secundaire ingewijden. Primaire ingewijden zijn personen die direct betrokken zijn bij de uitgevende instelling. Bij primaire ingewijden 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 8 lid 4 Verordening marktmisbruik wijst vier groepen personen aan die gelden als primaire ingewijden:

1. personen die over voorwetenschap beschikken omdat zij lid zijn van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen van de uitgevende instelling;
2. personen die over voorwetenschap beschikken omdat zij deelnemen in het kapitaal van de uitgevende instelling;
3. personen die toegang hebben tot de informatie uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of functie; en
4. personen die over voorwetenschap beschikken omdat zij deelnemen aan criminele activiteiten.⁵⁷

Secundaire ingewijden vormen de restcategorie. Indien een persoon niet kwalificeert als een primaire insider, maar wel beschikt over voorwetenschap onder andere omstandigheden dan de vier hiervoor genoemde gevallen, wordt hij aangemerkt als een secundaire insider. Bij secundaire ingewijden moet wel worden bewezen dat zij wisten of zouden hebben moeten weten dat zij over voorwetenschap beschikten. Daarbij is de vraag hoe de bestanddelen ‘weten’ en ‘zou hebben moeten weten’ dienen te worden uitgelegd.

Bij strafrechtelijke handhaving lijkt het mogelijk om voor de interpretatie van deze bestanddelen te steunen op de Nederlandse dogmatiek, omdat de Richtlijn marktmisbruik ruimte heeft gelaten voor nationale invulling en om strenger te zijn. Het bestanddeel ‘weten’ is in het Nederlands recht een algemene en gewone uitdrukking voor opzet, waarvoor in beginsel het vaststellen van voorwaardelijk opzet voldoende is.⁵⁸ Een secundaire insider zal dan 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 ‘zou hebben moeten weten’-variant lijkt niet alleen bewuste

⁵⁶ Zie Nelemans in zijn noot in *JOR* 2010/70 bij HvJ EG 23 december 2009 (*Spector*), p. 880-882.

⁵⁷ Aangezien de andere drie groepen personen direct betrokken zijn bij de uitgevende instelling is deze vierde groep personen in zekere zin een buitencategorie.

⁵⁸ Brouwer & Smeets 2018, p. 92; De Hullu 2009, p. 241; Nelemans 2007, p. 164; Kristen 2004, p. 487-489.

maar ook onbewuste schuld te kunnen omvatten.⁵⁹ In dat geval 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.

Bij bestuursrechtelijke handhaving dient vanwege de directe werking van de bepalingen in de Verordening marktmisbruik een communautaire uitleg te worden gegeven aan de bestanddelen ‘weten’ en ‘redelijkerwijs moet vermoeden’. Het is ongewis of er voldoende ruimte bestaat om dezelfde, op de Nederlandse dogmatiek gebaseerde uitleg te volgen.

4.3.3 Soorten handelingen

Volgens artikel 14 jo. 8 lid 1 Verordening marktmisbruik is het verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door financiële instrumenten te verwerven of vervreemden waarop die voorwetenschap betrekking heeft.

Volgens Kristen is sprake van het verwerven of vervreemden op het moment dat een obligatoire overeenkomst tot stand komt die de grondslag vormt voor de overdracht van de financiële instrumenten.⁶⁰ Een aantal voorbeelden van verwerven of vervreemden zijn het kopen en verkopen van financiële instrumenten, het kopen, schrijven en uitoefenen van opties, het converteren van converteerbare obligaties en de terugkoop van een obligatie.⁶¹ Andere handelingen die onder het toepassingsbereik vallen, zijn het annuleren of aanpassen van een gegeven order (art. 8 lid 1 Verordening marktmisbruik).⁶² Dus als een marktpartij reeds een koop- of verkooporder heeft ingelegd, mag deze niet met gebruikmaking van voorwetenschap worden geannuleerd of worden aangepast.

De Verordening marktmisbruik is daarnaast ook van toepassing op een poging om te handelen met voorwetenschap, namelijk het ‘trachten te handelen’ met voorwetenschap (art. 14 lid 1 Verordening marktmisbruik). Zo kan bijvoorbeeld worden gedacht aan een situatie waarin een marktpartij een *broker* de opdracht geeft om aandelen te kopen, terwijl de marktpartij over voorwetenschap beschikt. Als deze *broker* vergeet de opdracht uit te voeren of er een technische storing is waardoor de order niet kan worden uitgevoerd, dan heeft het voornemen van de dader zich door een begin van uitvoering geopenbaard en is dit een overtreding van het verbod in artikel 14 lid 1 Verordening marktmisbruik.

4.4 De uitzonderingen op het transactieverbod

Het verbod op het gebruik van voorwetenschap kent een aantal uitzonderingen die zijn opgenomen in artikel 5, 6 en 9 Verordening marktmisbruik. 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.

Een marktpartij zou zich bij de volgende transacties kunnen beroepen op artikel 5 en 6 Verordening marktmisbruik, mits wordt voldaan aan de in de uitzondering opgenomen voorwaarden: (1) transacties in verband met terugkoopprogramma's en stabilisatie (art. 5 Verordening marktmisbruik); (2) transacties in het kader van monetair beleid, overheidsschuld of klimaatbeleid (art. 6 Verordening marktmisbruik).⁶³

59 Nelemans 2007, p. 164-165; Kristen 2004, p. 489-492. Vgl. Brouwer & Smeets 2018, p. 93-94.

60 Vgl. Kristen 2004, p. 511-519. Zie ook De Rijk 2018, p. 102.

61 De Rijk 2018, p. 105. Zie ook de oude AFM-interpretatie ‘Begrip “transactie” in de zin van de artikelen 5:56 en 5:60 Wft’ van 11 januari 2007 op www.afm.nl.

62 Zie ook De Rijk 2018, p. 104.

63 Zie Hoff 2018, p. 153-156 en Doorenbos 2018, p. 114-129 voor een bespreking van de uitzonderingen.

Daarnaast zou een marktpartij zich bij de volgende situaties kunnen beroepen op artikel 9 Verordening marktmisbruik: (1) transacties afgescheiden door Chinese Walls (art. 9 lid 1 Verordening marktmisbruik); (2) transacties door *market makers*, professionele tegenpartijen en gemachtigden (art. 9 lid 2 Verordening marktmisbruik); (3) transacties ter nakoming van een opeisbare verbintenis of wettelijke verplichting (art. 9 lid 3 Verordening marktmisbruik); (4) voortzetten van een fusie of openbaar bod (art. 9 lid 4 Verordening marktmisbruik); en (5) transacties met eigen voorwetenschap⁶⁴ (art. 9 lid 5 Verordening marktmisbruik).

Vóór de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik waren meer uitzonderingen van toepassing. Deze uitzonderingen waren opgesteld door de Nederlandse wetgever, waaronder bijvoorbeeld: (1) de toekenning van financiële instrumenten in het kader van een personeelsregeling (art. 2 onder a Besluit marktmisbruik Wft); (2) de uitoefening van rechten in het kader van een personeelsregeling (art. 2 onder b Besluit marktmisbruik Wft); (3) de toezegging van een aandeelhouder in het kader van een openbaar bod (art. 2 onder d Besluit marktmisbruik Wft); (4) de toezegging in het kader van een emissie (art. 2 onder e Besluit marktmisbruik Wft); (5) het uitgeven of verkrijgen van stockdividend (art. 2 onder f Besluit marktmisbruik Wft); en (6) transacties in het kader van een personeelsregeling ter voldoening van een daaruit voortvloeiende belastingplicht (art. 2 onder j Besluit marktmisbruik Wft).⁶⁵ Na de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik zijn deze uitzonderingen komen te vervallen. In dergelijke situaties zal nu moeten worden bezien of de transacties buiten de verbodsbepaling vallen omdat ze onder een andere uitzondering kunnen worden gebracht of dat er geen ‘gebruik wordt gemaakt’ van voorwetenschap. Het *Spector*-arrest⁶⁶ biedt, zoals hiervoor opgemerkt, ruimte om transacties buiten het verbod te houden als een marktpartij er geen voordeel mee zou hebben *kunnen* behalen of dat zijn voordeel gerechtvaardigd was.⁶⁷

5 Het mededelingsverbod

5.1 Inleiding

Na het ontstaan van voorwetenschap, kan deze informatie zich verder verspreiden, hetgeen het risico op het gebruik van voorwetenschap verhoogt. Om die reden is er een mededelingsverbod. Artikel 8 lid 2 jo. 10 lid 1 jo. 14 Verordening marktmisbruik verbiedt degene die over voorwetenschap beschikt deze informatie aan een derde door te geven of een derde aan te bevelen om transacties te verrichten in financiële instrumenten waarop de informatie betrekking heeft.

Een 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 mededelingsverbod hetzelfde. In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op het mededelingsverbod (par. 5.2) en enkele uitzonderingen op het verbod (par. 5.3).

5.2 Het mededelingsverbod

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

1. de begrippen ‘mededelen’ en ‘aanbevelen’ (par. 5.2.1);
2. de begrippen ‘derde’ en ‘iedere andere persoon’ (par.5.2.2); en
3. de normadressaten (par. 5.2.3).

64 Zie over eigen voorwetenschap ook par. 4.2.5.

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

66 HvJ EG 23 december 2009, C-45/08, ECLI:EU:C:2009:806, *JOR* 2010/70, m.nt. Nelemans, *NJ* 2010/239 (*Spector*).

67 Zie ook Doorenbos 2008, p. 127-129.

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 10 lid 1 jo. 14 Verordening marktmisbruik 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 ander 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. Deze uitzondering geldt uitsluitend voor het doorgifteverbod en wordt in paragraaf 5.3 behandeld.

Artikel 8 lid 2 jo. 14 Verordening marktmisbruik 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 een derde aan te zetten tot dergelijke transacties. Het artikel is bijvoorbeeld van toepassing op de situatie dat een 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 De begrippen ‘derde’ en ‘iedere andere persoon’

Het mededelingsverbod is van toepassing op mededelingen aan een ‘derde’ of ‘iedere andere persoon’. Deze begrippen zijn niet gedefinieerd. In de praktijk moet ervan uit worden gegaan dat de begrippen ruim worden uitgelegd, aangezien er geen aanwijzingen zijn in de totstandkomingsgeschiedenis van de Verordening marktmisbruik dat primaire ingewijden of andere specifieke personen niet als derde (kunnen) worden aangemerkt.

Dat betekent dat personen die deelnemen in het kapitaal van de uitgevende instelling (aandeelhouders) als derden worden beschouwd. Het is niettemin onder omstandigheden toegestaan om voorwetenschap te delen met deze personen, 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 fusie (art. 11 lid 2 jo. 10 lid 1 Verordening marktmisbruik).

5.2.3 De normadressaten

Het mededelingsverbod is van toepassing op natuurlijke personen en rechtspersonen die over voorwetenschap beschikken, waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen de twee eerder behandelde groepen: de primaire ingewijden (art. 10 lid 1 jo. 14 Verordening marktmisbruik) en de secundaire ingewijden (art. 10 lid 2 jo. 14 Verordening marktmisbruik). Zie paragraaf 4.3.2 voor een toelichting op beide categorieën ingewijden. Bij primaire ingewijden wordt in feite verondersteld dat zij wisten of hadden moeten weten dat zij beschikten over voorwetenschap. Bij secundaire ingewijden moet dit nog wel worden bewezen voor de vaststelling van een overtreding.⁶⁸

5.3 De uitzonderingen op het mededelingsverbod

Het mededelingsverbod zou uitgevende instellingen en hun werknemers kunnen belemmeren bij normale bedrijfsmatige activiteiten. Vandaar dat er twee uitzonderingen zijn.

68 Nelemans 2018, p. 185.

Een *generalis* uitzondering is opgenomen in artikel 10 lid 1 jo. 14 Verordening marktmisbruik. Hierin staat dat het doorgifteverbod niet van toepassing is indien de voorwetenschap wordt gedeeld uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.⁶⁹ Deze uitzondering kan bijvoorbeeld worden gebruikt voor de volgende situaties: (1) een directiesecretaresse die de notulen dient te circuleren met daarin voorwetenschap opgenomen, (2) de interne accountant die de kwartaalcijfers met de externe accountant moet bespreken en (3) de *general counsel* die aan de huisadvocaat vraagt of bepaalde voorwetenschap direct openbaar gemaakt dient te worden.⁷⁰

Daarnaast is er een *specialis* uitzondering voor marktpeilingen (art. 11 Verordening marktmisbruik).⁷¹ Deze uitzondering is nuttig voor uitgevende instellingen bij emissies van nieuwe aandelen of herstructureringen. Verder kunnen handelaren gebruikmaken van deze uitzondering in geval van marktpeilingen bij grote, afwijkende transacties die buiten de normale handel vallen. Ten slotte mogen ondernemingen die een openbaar bod willen uitbrengen op een beursvennootschap vertrouwen op deze uitzondering als het nodig is om enkele grootaandeelhouders van het doelwit te polsen.⁷²

Hoewel de uitzonderingen voor de praktijk belangrijk zijn, heeft de Europese wetgever weinig uitleg gegeven over de grenzen van de uitzonderingen. Verder heeft de Europese wetgever niet duidelijk gemaakt of het *RealDanmark*-arrest nog steeds van toepassing is. In het *RealDanmark*-arrest⁷³ 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.

Een lid van de raad van bestuur van RealDanmark had aan de voorzitter van de vakbond belangrijke informatie verstrekt. De informatie had betrekking op een plan om te starten met onderhandelingen over een mogelijke fusie met Danske Bank. De vraag die voorlag, was of deze doorgifte van informatie binnen de uitzondering viel. Volgens het Hof van Justitie kan er een beroep worden gedaan op de uitzondering als er een nauwe band bestaat tussen de mededeling en de uitoefening van het werk, het beroep of de functie, en de mededeling strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van dit werk, dit beroep of deze functie. Daarbij werd ook door het Hof van Justitie aangetekend dat nationale rechters rekening dienen te houden met het feit dat de uitzondering restrictief moet worden uitgelegd, de omstandigheid dat elke aanvullende mededeling het risico van handel met voorwetenschap verhoogt, en met de gevoeligheid van de voorwetenschap.

De beperkte toelichting van de Europese wetgever en onduidelijkheid over de status van het *RealDanmark*-arrest betekenen dat ondernemingen en adviseurs regelmatig een afweging moeten maken of voorwetenschap mag worden gedeeld. Er zijn geen *'hard and fast rules'* om te bepalen of dit zou zijn toegestaan. In mijn optiek zou degene die de voorwetenschap wil delen in ieder geval moeten nagaan dat het delen 'redelijkerwijs vereist is' (subsidiariteit), dat de ontvanger niet meer voorwetenschap ontvangt dan nodig is (proportionaliteit) en de ontvanger de voorwetenschap vertrouwelijk moet houden.⁷⁴

Een Nederlandse zaak waarin een beroep op de uitzondering niet werd ingewilligd was de *Spyker*-zaak.⁷⁵ Een van de bestuurders van Spyker Cars N.V., die via een bv middellijk

69 Zie over de uitzondering ook De Rijk 2016.

70 Vgl. Nelemans 2018, p. 188-191; Zie verder ook Perrick & Chang 2008 voor een behandeling van situaties die onder de uitzondering vallen.

71 Zie Dinant & Litjens 2018 en Van der Klip 2018, p. 143-164 voor een behandeling van het onderwerp marktpeilingen.

72 Nelemans 2018, p. 189.

73 HvJ EG 22 november 2005, C-384/02, ECLI:EU:C:2005:708, NJ 2006/336, m.nt. Mok en JOR 2006/49, m.nt. Kristen (*RealDanmark*).

74 Nelemans 2018, p. 192-193.

75 CBb 24 april 2012, JOR 2012/220, m.nt. Voerman & Tillema (*Spyker*).

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 bv, 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. De reden was dat de uitzondering alleen van toepassing zou zijn geweest als de betrokkene als bestuurder van Spyker Cars N.V. zou hebben gehandeld, hetgeen niet het geval was.

6 Marktmanipulatie

6.1 Inleiding

Het verbod op marktmanipulatie is neergelegd in artikel 12 jo. 15 Verordening marktmisbruik. Dit verbod kan worden onderverdeeld in een verbod op informatiemanipulatie en een verbod op 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 abnormaal of kunstmatig niveau belandt. Tevens is de poging, het ‘trachten te manipuleren’, ook verboden.⁷⁶ In het onderstaande wordt achtereenvolgens ingegaan op het verbod op informatiemanipulatie (par. 6.2) en het verbod op transactiemanipulatie (par. 6.3).

6.2 Het verbod op 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.⁷⁷

Vanwege de grote reikwijdte van het verbod op 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 op informatiemanipulatie is neergelegd in artikel 12 lid 1 sub c jo. 1 Verordening marktmisbruik. Dit artikel verbiedt het verspreiden van informatie waardoor daadwerkelijk of

⁷⁶ Raas 2008, p. 194 geeft het voorbeeld van een order die door een computerstoring niet wordt uitgevoerd.

⁷⁷ Zie bijvoorbeeld Rb. Amsterdam 16 augustus 2007, *JOR* 2007/245, m.nt. Nelemans (*Versatel*). Enkele andere zaken waarin het verbod op informatiemanipulatie is toegepast: CBb 22 januari 2015, *JOR* 2015/108, m.nt. Doorenbos (*MF Global*); CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/166, m.nt. Van Veersen (*Corporate Express*); CBb 11 september 2014, *JOR* 2014/302, m.nt. Lieverse & Van Breukelen (*Homburg*); Rb. Rotterdam 23 mei 2013, *JOR* 2013/273, m.nt. Nelemans & Bird (*Homburg*); Rb. Rotterdam 2 mei 2013, *JOR* 2013/179, m.nt. Doorenbos (*MF Global*); CBb 4 maart 2014, *JOR* 2014/133, m.nt. Stevens (*Fortis*).

waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven met betrekking tot het aanbod, de vraag naar of de koers van een financieel instrument, terwijl de verspreider van die informatie wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was. In verband met deze verbodsbepaling zullen de volgende drie punten achtereenvolgens worden behandeld:

1. het begrip ‘onjuiste of misleidende informatie’ (par. 6.2.1);
2. het begrip ‘signaal’ (par. 6.2.2);
3. het subjectief bestanddeel (par. 6.2.3);
4. benchmarkmanipulatie (par. 6.2.4).

6.2.1 Het begrip ‘onjuiste of misleidende informatie’

Het verbod op informatiemanipulatie heeft betrekking op informatie waardoor daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen worden afgegeven. Dit is een omslachtige formulering van de Europese wetgever. Het is logisch dat de informatie centraal staat wanneer een oordeel moet worden geveld over de kwaliteit ervan, waarbij het signaal (zie hierover par. 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.⁷⁸

Het verbod heeft zowel betrekking op onjuiste informatie als op misleidende informatie. Een voorname vraag is wanneer 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.⁷⁹

De volgende vraag is wanneer 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 inadequaet 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.⁸⁰

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 op marktmanipulatie zou kunnen overtreden op het moment dat er een lichte onjuistheid, verschrijving of typefout 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

78 Nelemans 2007, p. 151-152.

79 Nelemans 2007, p. 76-78.

80 Nelemans 2007, p. 80-87.

markten. Daarbij komt dat de voordelen van het tegengaan of filteren van irrelevante gebreken niet opweegt tegen de daarmee gepaard gaande kosten. Dit is bijvoorbeeld een van de redenen waarom het Amerikaanse equivalent van het verbod op informatiemanipulatie⁸¹ 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’.⁸²

Het Europese verbod op informatiemanipulatie bevat het begrip ‘onjuist of misleidend signaal’, maar geen expliciete *materiality standard* of relevantiestandaard zoals het Amerikaanse verbod. De Europese wetgever heeft 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.⁸³ Daarmee dient het gebrek op relevantie te worden getoetst.⁸⁴

Het verbod op informatiemanipulatie kan ook van toepassing zijn op ‘informatie (...) waardoor (...) waarschijnlijk onjuist of misleidende signalen worden afgegeven’. Het onderdeel lijkt op een gevaarzettingsvariant. In de praktijk is het in mijn optiek beter om een dergelijke gevaarzettingsvariant 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 een waarschijnlijkheidsvariant.⁸⁵

6.2.3 Het subjectief bestanddeel

Het verbod op informatiemanipulatie kan uitsluitend worden overtreden als de verspreider ten tijde van het verspreiden van de onjuiste of misleidende informatie wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was. In lijn met hetgeen is opgemerkt in paragraaf 4.3.2 zal de ‘weten’-variant bij strafrechtelijke handhaving inhouden dat de verspreider van informatie minimaal voorwaardelijk opzet moeten hebben gehad, 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 ‘had moeten weten’-variant. In dat geval zal bij strafrechtelijke handhaving ervan moeten worden uitgegaan dat er bij de verspreider minimaal onbewuste schuld aanwezig was en dat de verdachte anders had moeten én kunnen handelen.⁸⁶ Hierbij wordt dezelfde caveat geplaatst als in paragraaf 4.3.2, namelijk dat het bij bestuursrechtelijke handhaving ongewis is of er voldoende ruimte bestaat om dezelfde, op de Nederlandse dogmatiek gebaseerde uitleg te volgen.

6.2.4 Benchmarkmanipulatie

De Verordening marktmisbruik bevat een specifieke bepaling voor benchmarkmanipulatie. Deze toevoeging, naast het verbod op informatiemanipulatie, is het gevolg van de LIBOR-affaire.⁸⁷ Artikel 12 lid 1 onder d Verordening marktmisbruik verbiedt de

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

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

83 Nelemans 2007, p. 219.

84 Nelemans 2007, p. 211-220.

85 Zie Nelemans 2007, p. 156-157 voor een toelichting. Zie ook par. 3.4.2.

86 Nelemans 2007, p. 162-167. Zie ook par. 3.4.2.

87 Zie hierover bijvoorbeeld www.ft.com/libor-scandal.

‘verspreiding van onjuiste of misleidende informatie of de verspreiding van onjuiste of misleidende inputs in verband met een benchmark wanneer de persoon die de informatie of de input verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was, of enigerlei andere gedraging waardoor de berekening van een benchmark wordt gemanipuleerd’.

6.3 Het verbod op transactiemaniplulatie

Transactiemaniplulatie is een relatief ingewikkeld vergriip. 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 levert 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.⁸⁸ Ondanks het feit dat transactiemaniplulatie relatief ingewikkeld is, kan het verbod op transactiemaniplulatie worden overtreden door zowel grote en professionele marktpartijen als door kleine handelaren.

Het verbod op transactiemaniplulatie wordt gevormd door artikel 12 lid 1 onder a, b en d Verordening marktmisbruik:

- ‘1. Voor de toepassing van deze verordening omvat marktmanipulatie de volgende activiteiten:
 - a. het aangaan van een transactie, het plaatsen van een handelsorder of elke andere gedraging:
 - i. die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument (...), of
 - ii. die de koers van een of meer financiële instrumenten (...) daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt, tenzij de persoon die de transactie aangaat, de handelsorder plaatst of andere gedragingen verricht, aantoonst dat zijn beweegredenen voor deze transactie, deze order of dit gedrag gerechtvaardigd waren en in overeenstemming waren met de gebruikelijke marktpraktijken zoals vastgesteld overeenkomstig artikel 13;
 - b. het aangaan van een transactie, het plaatsen van een handelsorder of iedere andere activiteit of gedraging met gevolgen of waarschijnlijke gevolgen voor de koers van een of meer financiële instrumenten (...), waarbij gebruik wordt gemaakt van een kunstgreep of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding; (...).’

⁸⁸ Zie Nelemans 2007, p. 363-409 voor verschillende voorbeelden in de context van o.m. *seasoned equity offerings*, converteerbare aandelen en optiecontracten. Zie ook Raas 2018, p. 180-190.

Onderdeel a sub ii is de voornaamste bepaling van de drie. Deze bepaling verbiedt het aangaan van transacties of het plaatsen van handelsorders die de koers daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen. Onderdeel a sub i 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. Onderdeel b verbiedt het aangaan van transacties of het plaatsen van handelsorders waarbij gebruik wordt gemaakt van een kunstgreep, bedrog of misleiding. De navolgende bespreking is beperkt tot onderdeel a. Onderdeel b heeft een beperkte toegevoegde waarde aangezien bedrog en misleiding via de strafbaarstelling van oplichting (art. 326 Sr) en valsheid in geschrift (art. 225 Sr) reeds ook in het commune strafrecht zijn verboden en onderdeel b in de praktijk nagenoeg niet wordt gebruikt.⁸⁹ In verband met het verbod op transactiemaniplatie zullen de volgende punten worden behandeld:

1. het ontbreken van een subjectief bestanddeel (par. 6.3.1);
2. de koers op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen (par. 6.3.2);
3. een onjuist of misleidend signaal (par. 6.3.3);
4. objectieve indicatoren (par. 6.3.4); en
5. de uitzonderingen op het verbod op transactiemaniplatie (par. 6.3.5).

6.3.1 Het ontbreken van een subjectief bestanddeel

Het verbod opgenomen in artikel 12 lid 1 onder a Verordening Marktmisbruik bevat geen subjectief bestanddeel, zoals opzet, intentie of oogmerk. Het ontbreken van een subjectief bestanddeel houdt in dat schuld in de zin van verwijtbaarheid in beginsel niet hoeft te worden bewezen. Het maakt voor de toepasbaarheid van het verbod derhalve niet uit of de koers naar een kunstmatig niveau is gebracht met opzet of door een ongelukkige fout bij het inleggen van een order, of dat de misleidende signalen met opzet of door een fout zijn gecreëerd. Echter, om te bepalen of transacties of orders daadwerkelijk de koers naar een kunstmatig niveau hebben gebracht of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen hebben afgegeven, is de bedoeling waarmee deze transacties zijn uitgevoerd of de bedoeling waarmee deze orders zijn ingelegd van belang. Voor zover ik verwijs naar de bedoeling van orders en transacties, wordt aldus niet gerefereerd aan omstandigheden die relevant zouden zijn voor het bewijs van het subjectief bestanddeel, maar aan omstandigheden die relevant zijn om aannemelijk te kunnen maken dat bij toepassing van artikel 12 lid 1 onder a sub ii Verordening Marktmisbruik de koers naar een kunstmatig niveau is gebracht in plaats van een natuurlijk niveau, of bij toepassing van artikel 12 lid 1 onder a sub i Verordening Marktmisbruik dat sprake was van onjuiste of misleidende signalen in plaats van juiste en leidende signalen.

6.3.1 De koers op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen

Om een overtreding van artikel 12 lid 1 onder a sub ii Verordening Marktmisbruik vast te stellen, dient te worden bewezen dat de koers op een ‘abnormaal of kunstmatig koersniveau’ is gebracht (of dat dit waarschijnlijk het geval is geweest). Hieronder zal ik ingaan op het bewijs van een abnormaal of kunstmatig koersniveau.

In de praktijk, bij zowel toezichthouders als rechters, ligt de focus op de kunstmatigheid van de koers, en niet op een vermeend abnormaal karakter van de koers. De reden is dat er geen goed demarcatiecriterium is om een normale van een abnormale koers te onderscheiden, zonder daarbij terug te vallen op de vraag of de koers kunstmatig is. Soms heerst de gedachte dat een abnormale koers een koers is die buiten een bepaalde bandbreedte valt. Echter, dit is

⁸⁹ Zie Raas 2018, p. 200-201 over de betekenis van deze bepaling.

onvoldoende om marktmanipulatie vast te stellen, omdat transacties die de koers buiten een zekere bandbreedte brengen gewone, legitieme transacties kunnen zijn die bijdragen aan het brengen van de koers naar de fundamentele waarde en dus bijdragen aan de efficiëntie van de markten.

Derhalve dient en wordt doorgaans de focus gelegd op de vermeende kunstmatigheid van de koers. De bewijslast voor de kunstmatigheid van de koers ligt bij de toezichthouder. Om de kunstmatigheid voldoende te onderbouwen teneinde marktmanipulatie vast te stellen, dient de toezichthouder doorgaans het volgende bewijs te leveren: (1) bewijs dat de transacties of orders een impact hebben gehad op de koers, hetgeen kan betekenen dat er sprake is van een koersverandering of stabilisatie; en (cumulatief) (2) bewijs dat de partij die de transacties heeft uitgevoerd of orders heeft ingelegd een bedoeling had om een impact te hebben op de koers.⁹⁰

Bewijs dat de transacties of orders een impact hebben gehad op de koers kan worden gebaseerd op een (economische) analyse van de handelsdata waaruit blijkt dat er een impact is geweest op de koers.

Bewijs dat de partij die de transacties heeft uitgevoerd of orders heeft ingelegd een bedoeling had om een impact te hebben op de koers kan doorgaans op de volgende manieren worden geleverd: (1) mondelinge of schriftelijke correspondentie waaruit blijkt dat de partij een bedoeling had om een impact te hebben op de koers; of (2) een combinatie van: (a) opmerkelijk handelsgedrag: handelsgedrag dat significant afwijkt van het normale handelsgedrag van de marktpartij; én (cumulatief) (b) een sensitieve situatie: een situatie waarin door het manipuleren van de koers (via het opmerkelijke handelsgedrag) een manipulatief voordeel zou kunnen worden behaald.⁹¹

Bewijs dat handelsgedrag afwijkt van het normale handelsgedrag van de marktpartij vergt een vergelijking van het verdachte handelsgedrag met de transacties en orders die de marktpartij in een eerdere tijdperiode heeft laten zien, en kan worden gebaseerd op transactiedata met betrekking tot de marktpartij. 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.⁹²

Bewijs van een sensitieve situatie waarin manipulatie kan lonen, vergt een goede analyse waaruit volgt dat het voor de marktpartij mogelijk zou zijn geweest om in de gegeven situatie met manipulatieve transacties of orders een manipulatief voordeel te behalen. Een simpel voorbeeld daarvan is een situatie waarin partijen een overeenkomst sluiten voor een onderhandse verkoop van aandelen, waarbij de prijs wordt afgeleid van de slotkoers aan het einde van de dag. Als de verkopende partij op dezelfde dag op de beurs veel aandelen koopt en zodoende de slotkoers hoger zet, waardoor hij een betere contractuele prijs in de onderhandse verkoop ontvangt, dan zijn er genoeg feiten om te onderbouwen dat het voor de marktpartij mogelijk was om in de gegeven situatie met manipulatieve transacties of orders een manipulatief voordeel te behalen en dat zijn transacties daarop gericht waren.⁹³

Het voorgaande is wellicht het best te duiden aan de hand van een voorbeeld. In de IMC-zaak⁹⁴ speelde het volgende. IMC vernam op een bepaald moment dat ABN AMRO een *stop*

90 Nelemans 2007, p. 338-349.

91 Nelemans 2007, p. 338-349.

92 Nelemans 2007, p. 344.

93 Nelemans 2007, p. 343 en 363-409.

94 HvJ EU 7 juli 2011, C-445/09, ECLI:EU:C:2011:459, *JOR* 2012/262, m.nt. Nelemans en Živković (*IMC*); CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18, m.nt. Nelemans (*IMC*); Rb. Rotterdam 20 december 2007, *JOR* 2008/46, m.nt. Nelemans (*IMC*). Zie voor enkele andere transactiemaniplatiezaken in Nederland: Rb. Rotterdam 19 december 2013, *JOR* 2014/100, m.nt. Nelemans (*Accent Grave*); HR 2 juli 2013, *JOR* 2013/279, m.nt. Italianer (*VHS*); Hof Amsterdam 28 april 2011, *JOR* 2011/226, m.nt. Hoff (*VHS*); Rb. Rotterdam 21 maart 2012, *JOR* 2012/184, m.nt. Nelemans & Zeeman (*BRSB*); Rb. Rotterdam (vzr.) 16 december 2010, *JOR* 2011/83, m.nt.

*loss order*⁹⁵ had ingelegd 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 € 77,75. Op een gegeven moment was de koers van de aandelen € 80,35. IMC legde op dat moment een order in voor de verkoop van 10.000 aandelen met een limiet van € 76,50. Het gevolg was dat de *stop loss order* van ABN Amro werd geactiveerd en de koers wegzakte naar € 73. Aangezien IMC ook een order had ingelegd voor de koop van 10.000 aandelen tegen een koers van € 73 kon IMC op dat moment de aandelen kopen tegen een *discount*.

In dit geval vertoonde IMC *opmerkelijk handelsgedrag* in de zin dat er aanwijzingen waren dat de orders van IMC werden ingegeven door en afgestemd op de informatie over de *stop loss order*. Verder werden de transacties verricht op het moment dat sprake was van een *sensitieve situatie*. IMC zou met manipulatieve verkooptransacties een manipulatieve winst hebben kunnen behalen, aangezien het activeren van de *stop loss order* zou zorgen voor het doorschieten van de koers naar beneden en de mogelijkheid om op een lager niveau te kopen. In dit soort situaties kan overigens niet zomaar worden uitgesloten dat de handelspartij op het moment van handelen – naast de informatie over de *stop loss order* – over informatie beschikte over een overwaardering, waardoor de neerwaartse koersdruk als legitieme druk zou hebben kunnen kwalificeren en de koers naar een natuurlijk niveau zou zijn gebracht. Echter, dan zal de handelspartij dat voldoende aannemelijk moeten kunnen maken.

6.3.3 Een onjuist of misleidend signaal

Artikel 12 lid 1 onder a sub ii Verordening Marktmissbruik verbiedt een transactie of order ‘die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van een financieel instrument’. Dit artikel biedt voor marktpartijen en toezichthouders minder houvast dan het hiervoor behandelde artikel 12 lid 1 onder a sub i Verordening marktmissbruik.⁹⁶ Ten behoeve van de rechtszekerheid zou in mijn optiek van deze bepaling slechts gebruik moeten worden gemaakt als het gedrag niet valt onder artikel 12 lid 1 onder a sub ii Verordening Marktmissbruik. Daarbij kan in ieder geval worden gedacht aan fictieve transacties, zoals *wash sales* en *matched orders*.⁹⁷ Dat zijn tegengestelde transacties met een vergelijkbare omvang en prijs die door één of meer 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. Fictieve transacties hoeven niet te resulteren in een impact op de koers (aangezien vraag een aanbod elkaar in evenwicht houden). Dan kan worden beargumenteerd dat er onjuiste of misleidende signalen van uit zijn gegaan. 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.⁹⁸

Nelemans & Živković (*Qurius*); Rb. Amsterdam 3 april 2009, *JOR* 2009/167, m.nt. Nelemans & Liem (*VHS*); Rb. Amsterdam (vzr.) 6 maart 2008, *JOR* 2008/15 (*KBC*); HR 6 februari 2007, *NJ* 2008/467, m.nt. Kristen, *JOR* 2007/73, m.nt. Corthals & Italianer (*Cardio Control*); Rb. Amsterdam 26 mei 2006, *JOR* 2006/189, m.nt. Cross (*McGregor*).

95 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.

96 Zie Doorenbos 2007, p. 66-80 voor kritiek op de onbepaaldheid van het verbod.

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

98 Nelemans 2007, p. 403-409.

6.3.4 Objectieve indicatoren

Bijlage I bij de Verordening marktmisbruik bevat een aantal indicatoren die zouden kunnen duiden op manipulatieve handelingen waarbij onjuiste of misleidende signalen kunnen worden gegeven of koersen op een abnormaal of kunstmatig niveau kunnen worden gehouden. Deze indicatoren, die nader worden toegelicht in Bijlage II van de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522, mogen op zichzelf niet als marktmanipulatie worden aangemerkt, maar kunnen worden meegewogen in de analyse van het handelsgedrag. Echter, als er geen mondelinge of schriftelijke correspondentie bestaat waaruit blijkt dat de partij de bedoeling had om de koers te manipuleren, er geen opmerkelijk handelsgedrag tezamen met een sensitieve situatie is, en er ook geen sprake van fictieve transacties is, dan moet in mijn optiek voorzichtigheid worden betracht, en moeten de objectieve kenmerken goed overtuigend zijn. In principe zou op basis van enkel de objectieve kenmerken dan aannemelijk moeten kunnen worden gemaakt dat er manipulatieve bijbedoelingen waren, en dat er dus onjuiste of misleidende signalen van de transacties of orders zijn uitgegaan, of dat de koers dus op een abnormaal of kunstmatig niveau is gebracht. Anders is een demarcatie tussen juiste en leidende signalen versus onjuiste en misleidende signalen lastig, dan wel tussen een normale en natuurlijke koers versus een abnormale en kunstmatige koers.

6.3.5 De uitzonderingen op het verbod op transactiemaniplulatie

Het verbod op transactiemaniplulatie 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, valutabeleid en de overheidsschuld (art. 6 Verordening marktmisbruik). 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 valutabeleid 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 Verordening marktmisbruik).

Een aparte uitzondering is die voor geaccepteerde marktpraktijken (art. 12 lid 1 onder a Verordening marktmisbruik). Transacties die onder het verbod op transactiemaniplulatie 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 ESMA.⁹⁹ Als de toezichthouder of het Openbaar Ministerie aantoonst dat de marktpartij het verbod op transactiemaniplulatie heeft overtreden, zou deze een beroep kunnen doen op de uitzondering voor geaccepteerde marktpraktijken. De marktpartij draagt een bewijsvoeringslast bij het inroepen van de uitzondering, inhoudende dat hij feiten en omstandigheden zal moeten aandragen waardoor het aannemelijk wordt dat de uitzondering van toepassing is. De marktpartij draagt evenwel geen bewijslast of bewijsrisico.

7 Slot

Het begrip ‘marktmisbruik’ is een verzamelnaam voor drie gedragingen, namelijk handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie. De verbodsbepalingen zijn opgenomen in de Verordening marktmisbruik die rechtstreeks van toepassing is in het Nederlandse rechtsstelsel. Uit het bovenstaande blijkt dat de

⁹⁹ Zie www.esma.europa.eu.

verbodsbepalingen een aantal open normen¹⁰⁰ bevatten die voor meerderlei 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 de communautaire betekenis ervan. Daar waar onzekerheid bestaat over een interpretatie, kunnen prejudiciële vragen worden gesteld aan het Hof van Justitie. Doordat de communautaire betekenis aan belang heeft gewonnen met het gebruik van een verordening in plaats van een richtlijn, waardoor toezichthouders en nationale rechters nog weinig interpretatieruimte hebben, zal de rol van het Hof van Justitie in de toekomst waarschijnlijk gaan toenemen. Het is interessant te bezien hoe de nationale verschillen die onder de richtlijn marktmisbruik zijn blijven bestaan door de Verordening marktmisbruik en de invloed van het Hof van Justitie weg zullen ebbem.

Literatuur

- AFM, Brochure meldingsplicht marktmisbruik, Amsterdam juni 2016 (update juli 2017), www.afm.nl.
- AFM, Brochure handel met voorwetenschap, Amsterdam juli 2016 (update maart 2017), www.afm.nl.
- D. Azarfane, 'Het Europese regime ten aanzien van handel met voorwetenschap', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- D. Brouwer & N. Smeets, 'Normadressaten', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- M.J. Borgers & F.G.H. Kristen, 'Verweren en responderen, rubriek rechtspraak', *Delikt en Delinkwent* 2005, nr. 39, p. 570-576.
- D. Busch & F.M.A. 't Hart, 'Nieuwe regels marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, p. 479-489.
- C.M. Crum & 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.
- J. Dinant, 'De Europese verordening marktmisbruik, een overzicht van de belangrijkste wijzigingen per 3 juli 2016', *Jaarboek Compliance 2017*, Nederlands Compliance Instituut 2017, p. 343-365.
- J. Dinant & Litjens, 'Marktpeilingen', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- D.R. Doorenbos, 'Ongekend gevaarlijk – strafbare marktmanipulatie', in: J.T. Attema e.a. (red.), *Bouwen en bezinning: regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht*, Deventer: Kluwer 2007, p. 63-80.
- D.R. Doorenbos, 'De verordening marktmisbruik in het economisch strafrecht', *Tijdschrift voor Financieel recht* 2016, p. 538-544.
- D.R. Doorenbos, 'Handel met voorwetenschap', in: *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- P.J. Engelen, 'De grondslagen van het verbod vanuit een breder economisch en ethisch perspectief', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- ESMA, Final Report: ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, 3 februari 2015, www.esma.europa.eu.
- ESMA, Final report: Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, 28 September 2015, www.esma.europa.eu.

100 Zie over open normen in de marktmisbruikregelgeving Nelemans 2015, p. 27-34 en 56-59.

- ESMA, Final Report: Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA/2016/1130, 13 juli 2016, www.esma.europa.eu.
- ESMA, Final Report Draft Implementing Technical Standards on sanctions and measures under MAR, ESMA/2016/117, 26 juli 2016, www.esma.europa.eu.
- ESMA, Report to the Commission on the application of accepted market practices, ESMA70-145-1184, 16 januari 2019, www.esma.europa.eu.
- ESMA, ESMA, Questions and answers on the Market Abuse Directive, ESMA/2016/419, 1 april 2016, www.esma.europa.eu.
- ESMA, Richtsnoeren MAR voor personen die marktpeilingen ontvangen, ESMA/2016/1477, 10 november 2016, www.afm.nl, en Questions and answers on the Market Abuse Regulation, ESMA70-145-11, 29 maart 2019, www.esma.europa.eu.
- M.D. Gorissen & R.M.I. Lamp, ‘Hof van Justitie verduidelijkt verbod op handel met voorwetenschap’, *Bedrijfsjuridische berichten* 2010/11, p. 41-43.
- A.R. Hartmann, *Bewijs in het bestuursstrafrecht* (diss. Rotterdam), Deventer: Gouda Quint 1998.
- G.T.J. Hoff, ‘Gebruik maken van voorwetenschap’, in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- J. de Hullu, *Materieel strafrecht. Over algemene leerstukken van strafrechtelijke aansprakelijkheid naar Nederlands recht*, Deventer: Kluwer 2009.
- J. Italianer & A.J.P. Tillema, ‘De Wet Marktmissbruik – Introductie van een nieuw regime in Nederland’, *Ondernemingsrecht* 2005/2, p. 34-37.
- J. Italianer, ‘Gebruik van voorwetenschap’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 71-98.
- J. Italianer & S.L. Honing, ‘Strafrechtelijke handhaving’, in: *Handboek Marktmissbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- J. Italianer, A. Tillema & S. Soliman, ‘Exceptie met betrekking tot “eigen” voorwetenschap’, in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- B.R. van der Klip, ‘Het mededelingsverbod’, in: *Handboek Marktmissbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004.
- F.G.H. Kristen, ‘Besluit marktmissbruik en de wisselwerking met de Wet marktmissbruik’, *Ondernemingsrecht* 2005/17, p. 611-614.
- F.G.H. Kristen, ‘Ontwikkelingen in de Europese aanpak van marktmissbruik’, in: H.J. de Kluiver, F.G.H. Kristen & N. Lemmers, *Market Abuse Regulation: Van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland* (Preadviezen voor de Vereniging voor Financieel Recht 2017) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 138), Deventer: Wolters Kluwer 2017.
- F.G.H. Kristen, ‘Europese aanpak van marktmissbruik’, in: *Handboek Marktmissbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- R. Lamp, ‘Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties’, *Ondernemingsrecht* 2008/43, p. 152-159.
- R. Lamp & D. Živković, ‘Het begrip “voorwetenschap”’, in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- C.J. Langedijk & A.L. Wilmink, ‘Opgelet: nieuwe verscherpte regels over marktmissbruik’, *Jaarboek Compliance 2016*, Nederlands Compliance Instituut 2016, p. 187-222.

- E. van Liere & D.J.P. van Omme, 'Bewijs en bewijslast', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- A.G. Mein, *De boete uit balans. Het gebruik van de bestuurlijke boete in de praktijk van het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2015.
- M. Nelemans, M., Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap, *Delikt en Delinkwent* 2006, nr. 5, p. 502-520.
- M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.
- M. Nelemans & M.C. Schouten, 'Takeover bids and insider trading', in: S.M. Bainbridge (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, Los Angeles: Edward Elgar 2013.
- M. Nelemans, *Verantwoord financieel strafrecht*, Tilburg: Prisma Print 2015.
- M. Nelemans, 'Het mededelingsverbod', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- S.M.C. Nuijten, 'Bestuursrechtelijke en strafrechtelijke handhaving', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk, nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- S. Perrick & V.K. Chang, 'Tipverbod en preventieve maatregelen', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008.
- R.P. Raas, 'Marktmanipulatie', in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008.
- R.P. Raas, 'Marktmanipulatie', in: *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- R. de Rijk, 'Doe maar normaal! Over het doorgeven van voorwetenschap "uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie" onder de verordening marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht in de Praktijk* 2016, nr. 11.
- R. de Rijk, 'Handel', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek handel met voorwetenschap* (Recht en Praktijk nr. FR18), Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- G.P. Roth, 'Toezicht en handhaving door de AFM', in: *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht, deel 104) Deventer: Wolters Kluwer 2018.
- M. van Straaten & A. Schouten, 'De reikwijdte van de verordening marktmisbruik en richtlijn marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, nr. 12. p. 460-483.
- A.W. van der Vegt, "'Gebruik maken van" vastgelegd op de gevoelige plaat; een bevredigende fotoreportage?', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2011, nr. 1/2, p. 32-41.