

Weer een consultatie over een herziening van de Richtlijn marktmisbruik

1. Inleiding

In *Ondernemingsrecht* 2010, afl. 9, is door Grundmann-van de Krol in de actualiteitenrubriek aandacht besteed aan een door de Europese Commissie (EC) op 20 april 2009 gepubliceerde 'call for evidence' aangaande een herziening van de Richtlijn marktmisbruik.¹ Aanvankelijk was de EC voornemens om op basis van de van marktpartijen ontvangen reacties nog in 2009 wijzigingen van de Richtlijn marktmisbruik voor te stellen. Die ambitie blijkt te hoog gegrepen. Uit het werkprogramma van de EC voor 2010 blijkt dat een herziening van de richtlijn thans geagendeerd is voor het laatste kwartaal van 2010.² Het doel van deze herziening wordt als volgt omschreven:

'The aim is to increase market integrity by defining cases of market abuse, to protect investors and to enable competent administrative authorities to investigate and sanction market abuse. It will also cover the level and the nature of sanctions for market abuse.'

Op 25 juni 2010 heeft de EC de markt wederom geraadpleegd, ditmaal in de vorm van een 'public consultation' over een herziening van de Richtlijn marktmisbruik (met uitzondering van de technische uitvoeringsmaatregelen).³ Heel concreet zijn de voorstellen waarover de consultatie heeft plaatsgevonden overigens niet altijd. Opmerkelijk is ook dat de twee genoemde documenten van de EC weinig samenhang met elkaar vertonen. In vogelvlucht zal ik de drie thema's van het consultatiedocument bespreken.

2. Werkingssfeer en reikwijdte van de Richtlijn marktmisbruik

De werkingssfeer van de diverse verbods- en gebodsbepalingen van de Richtlijn marktmisbruik is in beginsel⁴

beperkt tot gereglementeerde markten (art. 9 Richtlijn marktmisbruik en art. 10 Richtlijn marktmisbruik).⁵ Met name als gevolg van de inwerkingtreding van de MiFID heeft de handel op andere handelsplatformen dan gereglementeerde markten – en meer in het bijzonder op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF) – een grote vlucht genomen. Om die reden acht de EC het voorstelbaar dat de werkingssfeer van de Richtlijn marktmisbruik – en dus de werkingssfeer van bijvoorbeeld het verbod van handel met voorwetenschap of het verbod van marktmanipulatie – wordt uitgebreid naar deze andere handelsplatformen. Een goede reden daarvoor is dat de MiFID uit 2004 een *level playing field* beoogde te creëren tussen de verschillende handelsplatformen, zodat ook alle vormen van marktmisbruik op gelijke wijze zijn verboden, ongeacht de markt waarop een transactie plaatsvindt. Aangezien de werkingssfeer van de Richtlijn marktmisbruik uit 2003 nog steeds hoofdzakelijk beperkt is tot gereglementeerde markten zou toch weer een ongelijke behandeling tussen deze verschillende handelsplatformen blijven bestaan. In Nederland kennen wij overigens reeds een ruime werkingssfeer van de diverse verbods- en gebodsbepalingen, zodat een wijziging van de richtlijn op dit punt geen gevolgen behoeft te hebben.⁶

De werkingssfeer van de Richtlijn marktmisbruik – en daarmee ook van de voor 'emittenten van financiële instrumenten' geldende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – wordt mede bepaald door het begrip 'financieel instrument'.⁷ De EC stelde in haar *call for evidence* aan de orde dat van het begrip 'financieel instrument' een ruimere omschrijving wordt gegeven in de MiFID, waarbij 'contracts for differences, credit default swaps, climatic derivatives and emission allowances derivatives' met zoveel woorden mede tot dit begrip 'financieel instrument' worden gerekend. Daarnaast wordt erop gewezen dat van het begrip 'grondstoffenderivaten' – dat van het in art. 1 onder 3 Richtlijn marktmisbruik omschreven begrip 'financieel instrument' deel uitmaakt – een meer uitgewerkte omschrijving wordt gegeven in de MiFID. Dit roept volgens de EC de vraag op of voor de invulling van het begrip 'financieel instrument' in de Richtlijn marktmisbruik niet beter kan worden verwezen naar de omschrijving daarvan in de MiFID. Ook op dit punt geldt dat in Nederland bij de omschrijving van het begrip 'financieel instrument' in art. 1:1 Wft al rekening is gehouden met de meer eigentijdse invulling die aan dit begrip in de MiFID is gegeven.

1. Zie *Call for evidence: Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)*, te raadplegen via de website van de EC (www.ec.europa.eu).

2. Zie COM (2010) 135 final van 31 maart 2010.

3. Zie de *Public consultation on a revision of the Market Abuse Directive (MAD)* van 25 juni 2010. De consultatie liep tot 23 juli 2010.

4. Ingezien moet worden dat de verbodsbepalingen inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie weliswaar betrekking hebben op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt (of waarvoor toelating tot de handel op een dergelijke markt is aangevraagd), maar dat deze verbodsbepalingen gelden 'ongeacht de transactie zelf daadwerkelijk op die markt plaatsvindt' (art. 9 Richtlijn marktmisbruik). Daarnaast geldt dat de verbodsbepalingen inzake handel met voorwetenschap zich mede uitstrekken tot transacties die betrekking hebben op financiële instrumenten die niet zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, maar waarvan de waarde afhankelijk is van die van een financieel instrument dat wel is toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt (of waarvoor toelating tot de handel op een dergelijke markt is aangevraagd) (art. 9 Richtlijn marktmisbruik).

5. Tenzij anders vermeld, zijn alle genoemde bepalingen afkomstig uit de Richtlijn marktmisbruik.

6. Zie daarvoor respectievelijk art. 5:56 lid 1 Wft (handel met voorwetenschap), art. 5:57 lid 1 Wft (tipverbod), art. 5:58 lid 1 Wft (marktmanipulatie) en art. 5:25b lid 1 jo. art. 5:25i lid 1 Wft (openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie).

7. Zie G.T.J. Hoff, 'Met het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn is weer een stap vooruit gezet', *Ondernemingsrecht* 2008, 90, p. 322-326 (afl. 8), voor de signalering van enkele problemen indien het ruime begrip 'financieel instrument' wordt betrokken op de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.

Uit de *public consultation* volgt verder dat de EC bij het uitbreiden van de werkingssfeer van de Richtlijn marktmisbruik rekening wenst te houden met *small and medium enterprises* (SMEs), die niet onnodig met allerlei administratieve lasten geconfronteerd zouden moeten worden. In dit verband is relevant dat de EC overweegt een aangepaste openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in te voeren voor bepaalde SMEs waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit (art. 6 lid 1-3 Richtlijn marktmisbruik). Van dit voornemen van de EC begrijp ik niet veel. Immers, de plicht om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken, is een van de belangrijkste kernverplichtingen van uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten publiek worden verhandeld. Het past daarbij niet om SMEs van deze verplichting te ontheffen of waar het SMEs betreft op een andere wijze de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie te verlichten. Belangwekkend is ten slotte nog dat de EC voorstelt het bestaande verbod van marktmanipulatie (art. 5 Richtlijn marktmisbruik) uit te breiden door daaraan een poging tot marktmanipulatie toe te voegen, zodat het niet meer nodig is te bewijzen dat manipulatie van de effectenmarkt met de daaraan verbonden gevolgen – op een of meer van de in art. 1 onder 2 Richtlijn marktmisbruik omschreven wijzen – daadwerkelijk heeft plaatsgevonden. Het ondernemen van een poging tot handel met voorwetenschap is reeds verboden volgens de Richtlijn marktmisbruik.⁸ Voor Nederland zal deze wijziging geen al te grote gevolgen hoeven te hebben, omdat ook een poging om marktmanipulatie te plegen reeds strafbaar is.⁹ Daarentegen kan een bestuurlijke boete daarvoor nog niet worden opgelegd. Over de effectiviteit van deze uitbreiding van de verbodsbepaling kan in ernst getwijfeld worden. Het is al moeilijk om het verbod van marktmanipulatie trefzeker in woorden te vatten, met alle moeilijkheden van dien als het erom gaat het met succes aan te pakken. Die problemen worden er alleen nog maar groter op als de verbodsbepaling al bij een begin van uitvoering geacht wordt te zijn overtreden.

3. Toezicht en handhaving

In de *public consultation* gaat de aandacht verder uit naar het thema 'toezicht en handhaving'. De EC wijst er voor eerst op dat onderdeel van haar werkprogramma voor

2010 het publiceren van een mededeling over sancties is.¹⁰ Het doel daarvan is:

'(...) the establishment of deterrent sanctioning regimes and convergence of supervisory powers and objectives across the EU. This initiative complements the review of the Market Abuse Directive.'

Een wijziging die de EC voorstelt, is dat de plicht van personen die beroepshalve transacties in financiële instrumenten tot stand brengen voortaan ook een melding aan de bevoegde autoriteit omvat van 'verdachte' transacties die op een MTF of buiten enig handelsplatform om plaatsvinden (art. 6 lid 9 Richtlijn marktmisbruik).¹¹ De EC wijst er verder op dat de door CESR opgestelde lijst van administratieve maatregelen en sancties die op grond van de Richtlijn marktmisbruik in de lidstaten van toepassing zijn, laat zien dat de sanctiebevoegdheden in de lidstaten significant van elkaar verschillen.¹² Hetzelfde geldt voor de wijze waarop deze sanctiebevoegdheden in de lidstaten worden gehanteerd. Het is om die reden dat de EC een aantal randvoorwaarden formuleert waaraan administratieve maatregelen en sancties, die in geval van een overtreding van de verbods- en gebodsnormen van de Richtlijn marktmisbruik kunnen worden opgelegd, moeten voldoen. In de eerste plaats zouden passende administratieve maatregelen opgelegd moeten kunnen worden waarmee een einde kan worden gemaakt aan een inbreuk op de nationale omzettingvoorschriften van de Richtlijn marktmisbruik en/of de gevolgen daarvan ongedaan kunnen worden gemaakt. In de tweede plaats zouden de administratieve sancties een voldoende afschrikwekkende werking moeten hebben. In de derde plaats zou volgens de EC een minimumbedrag voor bestuurlijke boetes vastgesteld moeten worden, zodat een bepaalde afschrikwekkende werking tenminste is verzekerd. Ingeval een inbreuk leidt tot een voordeel (een vermeden nadeel daaronder begrepen) zou het bedrag van de op te leggen bestuurlijke boete ten minste tweemaal dit genoten voordeel moeten bedragen. In de vierde plaats, ten slotte, acht de EC het wenselijk dat elke opgelegde maatregel of sanctie door de bevoegde autoriteit openbaar wordt gemaakt, in elk geval op haar website.

Op dit terrein zal een herziening van de Richtlijn marktmisbruik Nederland vermoedelijk niet veel nieuws brengen. Zonder mijn stelling hier *en detail* uit te werken, voldoet het toezichts- en handhavingsinstrumentarium dat op grond van de Wet op het financieel toezicht en de Algemene wet bestuursrecht beschikbaar is mijns inziens

8. In art. 2 lid 1 Richtlijn marktmisbruik wordt niet alleen gewag gemaakt van het verkrijgen of vervreemden van financiële instrumenten door een ingewijde, maar ook van het 'trachten deze te verwerven of te vervreemden'.

9. Het commune strafrecht – en dus ook de uitbreiding van de strafbaarstelling met een pogingsvariant (art. 45 Sr) – blijft van toepassing op de opsporing, vervolging en berechting van een economisch delict, tenzij de Wet op de economische delicten anders bepaalt (art. 91 Sr en art. 25 WED). Overtreding van het verbod van marktmanipulatie is een economisch delict (art. 1 sub 3° WED jo. art. 5:54 Wft). Zie voor een voorbeeld van een poging tot koersmanipulatie onder het regime van art. 334 Sr: Rb. Amsterdam 16 augustus 2007, JOR 2007/245 (*Ver-satel*; m.nt. M. Nelemans).

10. Zie COM (2010) 135 final van 31 maart 2010.

11. Gewoonlijk aangeduid met het acroniem OTC (*over-the-counter*). Een dergelijke meldingsplicht is uiteraard alleen zinvol als het vaak voorkomt dat meldingsplichtige tussenpersonen bij dit soort OTC-transacties betrokken zijn.

12. Zie CESR, *Executive summary to the report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive*, 28 februari 2008, CESR/08-099.

nagenoeg geheel aan deze minimumnormen.¹³ Eén kanttekening past daar nog wel bij. Wij kennen geen systeem van minimumboetes, maar gelet op de werking van het boetestelsel en de hoogte van de bestuurlijke boetes lijkt mij dat niet bezwaarlijk.¹⁴

In de *public consultation* wordt de aandacht verder nog gevestigd op de samenwerking tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaten en de coördinerende rol die ESMA – de Europese Autoriteit voor effecten en markten, een sectoraal op te richten toezichthouder met speciale taken en bevoegdheden die verder reiken dan die van CESR – daarbij zal gaan spelen op het terrein van uitwisseling van informatie en het doen van onderzoeken in grensoverschrijdende situaties.¹⁵ Eenzelfde coördinerende rol wordt aan ESMA door de EC toegedacht bij de ontwikkeling van samenwerkingsovereenkomsten met de bevoegde autoriteiten van derdelanden.

4. Een *single rule book*

De EC stelt de totstandkoming van één *rule book* voor de gehele EU na te willen streven, zodat steeds minder ruimte zal bestaan voor verschillen tussen de lidstaten in de uitleg van kernbegrippen uit de richtlijn en er convergentie van de toezichtspraktijken ontstaat. Ook dient het aantal beschikbare lidstaatopties in de Richtlijn marktmisbruik volgens de EC teruggedrongen te worden. In de *public consultation* worden de volgende, min of meer concrete voorstellen genoemd.

Melding van uitstel aan bevoegde autoriteit

De EC laat blijken open te staan voor ingrijpende wijzigingsvoorstellen van de voor uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie geldende regeling. In de eerste plaats overweegt de EC de zogeheten lidstaatoptie van art. 6 lid 2 Richtlijn marktmisbruik te laten vervallen en een emittent van financiële instrumenten voortaan de eenduidige verplichting op te leggen de bevoegde autoriteit van de desbetreffende lidstaat in kennis te stellen van een genomen uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. De EC stelt:

'There is a case for eliminating this option by making it compulsory for listed issuers to inform their regulator after the event when they have decided to delay disclosure of inside information. In such cases the risks of insider dealing increase very much. The mere existence of such a measure could help regulators to act against undue delays and have a deterrent effect on undue delays of inside information. Further clari-

fication could be enhanced by clarifying the conditions for deferred disclosure.'

In Nederland is een dergelijke onverwijld melding van door de uitgevende instelling genomen uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie nu niet verplicht. Mijns inziens dient een dergelijke melding aan de bevoegde autoriteit toegejuicht te worden.¹⁶ Thans zal de AFM slechts achteraf kunnen toetsen of door de uitgevende instelling terecht een beroep is gedaan op de uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft. Als gevolg van het feit dat het niet nodig is de AFM – hetzij vooraf, hetzij achteraf – te informeren over een door de uitgevende instelling genomen uitstel, zal de AFM daarover in onwetendheid verkeren. Een (tijdige) constatering door de AFM dat de uitstelregeling door de uitgevende instelling wordt overtreden omdat geen beroep (meer) kan worden gedaan op de uitstelregeling, wordt op deze wijze aan het toeval overgelaten. Een goede reden om een dergelijke melding voor te schrijven, is dat de voorafgaande melding door een uitgevende instelling van een door haar genomen uitstelbesluit voor de AFM een nuttig instrument zal kunnen zijn om zo nodig proactief toezicht te houden op de naleving door de uitgevende instelling van de aan uitstel van openbaarmaking verbonden voorwaarden. De AFM zal daardoor 'op scherp' staan en zal – als daarvoor aanleiding bestaat – tijdig in kunnen grijpen. Zonder enige melding van de uitgevende instelling zal de AFM in elk geval niet goed in staat zijn om de ontwikkelingen op de beurs, zoals omzet- en koersontwikkelingen, op waarde te schatten. Bovendien geldt dat indien de AFM op enig moment signalen zou krijgen dat de aan de uitstelregeling verbonden voorwaarden niet worden nageleefd, als gevolg van de voorafgaande melding niet onnodig tijd verloren gaat met het door de AFM nog uit te voeren onderzoek.

Beslissingsbevoegdheid ten aanzien van uitstel

In de tweede plaats overweegt de EC in bepaalde situaties een einde te maken aan de discretionaire bevoegdheid van een emittent van financiële instrumenten om – mits aan de daarvoor geldende strikte voorwaarden is voldaan – gebruik te maken van uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 6 lid 2 Richtlijn marktmisbruik). De bevoegdheid om uitstel te nemen, zou in die situaties toegekend moeten worden aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaten. De EC licht haar voorstel aldus toe:

'Furthermore, in order to provide further clarity about delays in situations where financial institutions are in a grave condition with implications for systemic risk or for a Member State's financial stability (such as the cases involving Northern Rock in the UK or Société Générale in France), it could be desirable that

13. Ik laat het sanctiestelsel van de Wet op de economische delicten en het Wetboek van Strafrecht hier buiten beschouwing, omdat de Richtlijn marktmisbruik niet treedt in de bevoegdheid van de lidstaten om de diverse verbods- en gebodsnomen ook strafrechtelijk te handhaven (art. 14 lid 1 Richtlijn marktmisbruik).

14. Zie D.R. Doorenbos, 'Nieuw boetestelsel financiële wetgeving', *Ondernemingsrecht* 2009, 128, p. 538-545 (afl. 13).

15. Zie C.M. Grundmann-van de Krol, 'Herziening Europese richtlijnen: stand van zaken', *Ondernemingsrecht* 2010, 80, p. 399 (afl. 9).

16. Zie voor een pleidooi hiervoor mijn noot onder Rb. Rotterdam (vzr.) 8 juli 2009, *RF* 2009, 98, *JOR* 2009/234 (*Randstad Holding/AFM*).

the responsibility for such a decision be given to the regulator itself. The current situation where the decision is left only to the issuer does not seem appropriate given the extreme nature of the situation and the general interest at stake.'

In deze passage verwijst de EC naar de bekende gebeurtenissen bij Société Générale (een Franse effectenhandelaar veroorzaakte door ongeoorloofde speculaties op de futuresmarkten begin 2008 een verlies van € 4,9 miljard voor zijn werkgever, de Franse bank Société Générale) en Northern Rock (de Britse hypotheekbank Northern Rock werd in september 2007 geconfronteerd met een *run on the bank*, waarbij rekeninghouders hun tegoeden massaal opnamen). Hoewel de aan het voorstel ten grondslag liggende gedachte zal aanspreken, past hier wel onmiddellijk een waarschuwing bij. Gelijkelijk bekend, mag van het genomen uitstel van openbaarmaking geen misleiding van het publiek te duchten zijn (art. 6 lid 2 Richtlijn marktmisbruik). Een bevoegde autoriteit neemt mijns inziens een bijzondere verantwoordelijkheid op zich als zij voor een bank een besluit neemt tot uitstel van bepaalde koersgevoelige informatie, terwijl zij niet van alle *ins* en *outs* van de financiële gang van zaken bij die bank op de hoogte is. Hoe moet bijvoorbeeld geoordeeld worden over een situatie dat uitstel wordt genomen ingeval betwijfeld mag worden dat een reële mogelijkheid van herstel van de gezonde verhoudingen bij een bank bestaat? Kan of mag in dat geval door de bevoegde autoriteit tot uitstel worden besloten en als dat uitstelbesluit aanvankelijk genomen wordt, hoelang kan dit uitstel dan voortduren?

Gebruikelijke marktpraktijken

Het begrip 'gebruikelijke marktpraktijken' (gmp) fungeert in de richtlijn als een *safe harbor* tegen het verwijt van marktmanipulatie. Praktijken die op een of meer financiële markten redelijkerwijs verwacht mogen worden en aanvaard worden door de bevoegde autoriteit van de desbetreffende lidstaat, kunnen niet als marktmanipulatie worden aangemerkt, mits de betrokkene daarbij ook kan aantonen dat zijn beweegredenen om de transacties aan te gaan of de orders te plaatsen, gerechtvaardigd zijn (art. 1 onder 5 Richtlijn marktmisbruik). De EC signaleert dat de nationale kwalificatie van een praktijk als gmp tot problemen leidt, omdat van die *safe harbor* in een andere lidstaat geen gebruik kan worden gemaakt ingeval de

bevoegde autoriteit van die lidstaat een dergelijk praktijk niet ook als gmp heeft aangemerkt. Het is om die reden dat de EC wenst te bereiken dat gmp's een pan-Europees karakter krijgen, hetgeen bijvoorbeeld bereikt zou kunnen worden doordat ESMA bindende normen daarvoor ontwikkelt.¹⁷

Melding van transacties in 'eigen' aandelen

Art. 6 lid 4 Richtlijn marktmisbruik bevat een meldingsplicht voor bepaalde nauw bij de emittent van financiële instrumenten betrokken personen met een leidinggevende verantwoordelijkheid voor wat betreft transacties in 'eigen' aandelen (of daarvan afgeleide financiële instrumenten). Teneinde de meldingsplicht hanteerbaar te houden, bestaat de mogelijkheid dat bepaalde categorieën meldingsplichtige personen de melding uitstellen tot het tijdstip waarop de waarde van de verrichte transacties een bedrag van € 5000 of meer belooft.¹⁸ Dit betekent ook dat als dit grensbedrag in enig kalenderjaar niet wordt gehaald, de melding niet behoef plaats te vinden. De EC overweegt dit grensbedrag op te trekken tot € 20 000. Reden hiervoor is dat de effectenmarkt volgens belanghebbenden overvoerd zou worden met weinig nuttige informatie over dit soort transacties van ingewijden en het lage grensbedrag geen gelijke tred heeft gehouden met de (omvang van de) bestuurdersbeloningen.

5. Slotopmerkingen

Uit de consultatie blijkt dat met de Richtlijn marktmisbruik in Europees verband weliswaar een belangrijke stap is gezet op weg naar volledige harmonisatie van de relevante kernbegrippen, maar dat een (meer) eenvormige wijze waarop toezicht en handhaving in de lidstaten plaatsvindt nog altijd te wensen overlaat. Met spanning kan worden uitgezien naar de concrete voorstellen van de Europese Commissie voor een herziening van de Richtlijn marktmisbruik.

G.T.J. Hoff

17. Zie hiervoor C.M. Grundmann-van de Krol, 'Herziening Europese richtlijnen: stand van zaken', *Ondernemingsrecht* 2010, 80, p. 399 (afl. 9) en de aldaar aangehaalde literatuur.

18. Zie art. 6 lid 2 Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken, voorwetenschap en meldingsregeling (2004/72/EG) van 29 april 2004 (*PbEU* 2004, L 162/70).