

HOOFDSTUK 18

MARKTMISBRUIK

G.T.J. Hoff¹

18.1 Inleiding

Gedragstoezicht is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten, aldus art. 1:25 lid 1 Wft. Met de uitoefening van dit gedragstoezicht, waaraan de delen 4 (Gedragstoezicht financiële ondernemingen) en 5 (Gedragstoezicht financiële markten) van de Wft zijn gewijd, is de AFM belast. Een spraakmakend onderdeel van het gedragstoezicht wordt gevormd door de regels ter voorkoming van marktmisbruik, zoals neergelegd in hoofdstuk 5.4 van de Wft.² Die regels zijn zo spraakmakend, omdat verdenkingen van gebruik van voorwetenschap of marktmanipulatie garant staan voor vette krantenkoppen op de voorpagina's, verhitte debatten tussen de AFM, het Openbaar Ministerie en de advocatuur en onherstelbare reputatieschade als een (rechts)persoon het *fatum* van de status van 'verdachte' treft. Geconstateerd moet echter worden dat de commotie in het publieke debat in schril contrast staat met de (beperkte) hoogte van de sancties die door de strafrechter worden opgelegd bij overtreding van de regels ter voorkoming van marktmisbruik.³

Ondanks deze onverklaarbare onevenwichtigheid is het van belang dat wordt ingezien dat met het waarborgen van de integriteit van de financiële markten een groot belang gemoeid is. Het (grensoverschrijdende) belang daarvan is ook onderkend door de Europese

-
- 1 Mr. G.T.J. Hoff is advocaat bij Spigthoff.
 - 2 Hoofdstuk 5.4 (Regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten) is onderverdeeld in drie afdelingen. De eerste afdeling bevat één inleidende bepaling. De tweede afdeling bevat de regels ter voorkoming van marktmisbruik. De derde en laatste afdeling is gewijd aan het optreden op markten in financiële instrumenten.
 - 3 De zwaarste door een strafrechter opgelegde straf is tot nu toe een voorwaardelijke gevangenisstraf van zes maanden in de Kempen-zaak (Hof Amsterdam 5 juli 2005, *JOR* 2005/215).

wetgever, die met de Richtlijn marktmisbruik⁴ één gemeenschappelijk rechtskader heeft willen creëren dat erop gericht is de marktintegriteit te verzekeren. Gelijk bekend, is de Richtlijn marktmisbruik door middel van de Wet marktmisbruik⁵ met ingang van 1 oktober 2005 geïmplementeerd. De Wet marktmisbruik is vervolgens met ingang van 1 januari 2007 overgeheveld naar de afdelingen 5.4.1 en 5.4.2 van de Wft. Dat de regels ter voorkoming van marktmisbruik in hoofdzaak ongewijzigd zijn overgenomen in de Wft⁶, houdt niet alleen verband met het feit dat de inkt van de Wet marktmisbruik feitelijk nog nat was. De voornaamste verklaring hiervoor is dat de nationale wetgever op dit terrein zijn soevereiniteit heeft verloren. De Richtlijn marktmisbruik geeft dwingende voorschriften, zodat de nationale wetgever weinig speelruimte wordt gelaten om daarvan af te wijken.⁷

Over het fenomeen marktmisbruik is recent nog een tweede druk van een volumineus boek verschenen.⁸ Het is een schier onmogelijke opgave om in dit hoofdstuk de (wetenschappelijke) krachten te meten met de vooraanstaande schrijvers daarvan. Met dit hoofdstuk heb ik mij daarom slechts ten doel gesteld om met een grove penseel de contouren te schetsen van de regels ter voorkoming van marktmisbruik in de Wft, waarbij ik deze schets uiteraard op enkele plaatsen voorzien heb van een miniatuur.

18.2 Het transactieverbod

Op grond van het transactieverbod van art. 5:56 lid 1 Wft⁹ is het een ieder verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te

-
- 4 Zie voor een gedetailleerd overzicht van de richtlijn: Moloney (2008), p. 915-1005.
- 5 Wet van 23 juni 2005, *Stb.* 346. Deze wet werd als hoofdstuk XII (Marktmisbruik) opgenomen in de Wte 1995. Instructieve overzichtsartikelen met betrekking tot de Wet marktmisbruik zijn geschreven door Italianer/Tillema, *Ondernemingsrecht* (2003), p. 430-439 en *Ondernemingsrecht* (2005), p. 34-37. Zie voor een uitgebreide evaluatie van deze nieuwe wetgeving: AFM, Toezicht op marktmisbruik (2007).
- 6 *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 599. Zie ook de Nota van toelichting bij het Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van hoofdstuk 5.4 van de Wet op het financieel toezicht (Besluit marktmisbruik Wft), *Stb.* 510, p. 20.
- 7 Zie hiervoor Grundmann-van de Krol/Kristen (2008). De wetgever lijkt daar zelf enigszins anders over te denken.
- 8 Zie Handboek Marktmisbruik (2008). De eerste druk van dit boek is besproken door Wortel, *Ondernemingsrecht* (2007).
- 9 De Europese grondslag van het transactieverbod is te vinden in art. 2 Richtlijn marktmisbruik.

verrichten of te bewerkstelligen in financiële instrumenten.¹⁰ De achtergrond van deze verbodsbepaling is dat het *unfair* wordt gevonden als insiders hun kennisvoorsprong op de financiële markten zouden mogen uitbaten.¹¹ Beleggers kunnen daardoor het vertrouwen in andere deelnemers aan die financiële markten verliezen en zich afwenden van die markten. Het goed functioneren van de financiële markten komt daarmee in gevaar. Met een verbodsbepaling tracht de wetgever dit vertrouwen te behouden en voor zover nodig te herwinnen.¹²

Primaire en secundaire insiders

Het transactieverbod maakt een onderscheid tussen twee groepen normadressanten, te weten primaire en secundaire insiders. Tot de zogeheten primaire insiders behoren onder meer bestuurders en commissarissen, houders van een gekwalificeerde deelneming¹³ en degenen die over voorwetenschap beschikken vanwege hun werk, beroep of functie (art. 5:56 lid 2 Wft). Deze insiders staan in een bijzondere relatie tot de uitgevende instelling en worden daarom geacht te beseffen dat zij over voorwetenschap beschikken. Secundaire insider is een ieder die geen primaire insider is. Ten aanzien van de secundaire insider zal bewezen moeten worden dat hij wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte (art. 5:56 lid 3 Wft). Met deze aanvullende eis wordt bereikt dat uitsluitend die derden met de verbodsbepaling worden geconfronteerd die zich realiseren dat hun informatie voorwetenschap oplevert.¹⁴

-
- 10 Het begrip 'financieel instrument' wordt omschreven in art. 1:1 Wft. In afdeling 5.4.2 worden de onderscheiden verbods- en gebodsbepalingen overigens voorzien van reikwijdtebepalingen die de lezer het gevoel geven in een labyrint te zijn beland.
- 11 Zie voor het eigen karakter van het transactieverbod HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73, m.nt. Corthals en Italianer (*Hercules*), HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156, m.nt. Hoff (*Oikonomikon c.s./Georgakis*) en HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group NV & Van Raemdock/CBFA*).
- 12 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 2-3. Zie voor een uitgebreid onderzoek naar de grondslag en de werking van het Europese verbod van misbruik van voorwetenschap: Kristen (2004).
- 13 In art. 1:1 Wft omschreven als een belang van ten minste 10% van het geplaatste kapitaal of de stemrechten, waarbij overigens rekening moet worden gehouden met de toerekeningsregels van art. 5:45 Wft.
- 14 In de regel zal de secundaire insider voorwetenschap ontvangen hebben doordat een primaire insider onzorgvuldig is omgegaan met de aan hem in zijn hoedanigheid toevertrouwde informatie. Die verbinding met de van een primaire insider ontvangen informatie wordt echter niet gemaakt in de verbodsbepaling. Dat maakt de afbakening met gevallen waarin derden door eigen onderzoek op de hoogte raken van informatie die letterlijk genomen ook voorwetenschap zou kunnen opleveren er niet eenvoudiger op.

'Gebruikmaken van' voorwetenschap

De verbodsbepaling verbiedt uitdrukkelijk het 'gebruikmaken van' voorwetenschap. Het is de vraag welk verband daarmee vereist wordt tussen de transactie en de voorwetenschap waarover de insider beschikt. De wetsgeschiedenis¹⁵ leert ons het volgende over de betekenis van dit bestanddeel:

"Een persoon die een transactie pleegt, maakt gebruik van voorwetenschap indien deze zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet openbare bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten. Uitgangspunt is derhalve dat met het bewijs van 'bewustheid' het bestanddeel 'gebruik maken van' bewezen kan worden verklaard, maar daarmee wordt niet bedoeld op een causaal verband. Er hoeft derhalve niet bewezen te worden dat de transactie voor[t]komt uit de betreffende voorwetenschap".

Uit deze passage volgt in elk geval dat voor overtreding van het transactieverbod niet vereist is dat de bij de handelende persoon aanwezige voorwetenschap (mede) de reden is geweest om de transactie te verrichten. Een dergelijk causaal verband hoeft niet bewezen te worden. Betwijfeld mag echter worden of met de introductie van een bewustzijns-criterium door de wetgever wel een juiste uitleg wordt gegeven aan het bestanddeel 'gebruik maken van' uit de Richtlijn marktmisbruik. Met deze uitleg, die vereist dat in alle gevallen wordt aangetoond dat insiders zich bewust zijn of behoren te zijn dat zij beschikken over voorwetenschap, lijkt in elk geval het uitdrukkelijk in art. 5:56 lid 2 en 3 Wft gemaakte onderscheid tussen primaire en secundaire insiders overbodig te zijn geworden. Ook zou met deze uitleg van het delictsbestanddeel niet goed verenigbaar zijn dat het transactieverbod wordt overtreden in een geval waarin vaststaat dat de voorwetenschap waarover een persoon beschikt geen invloed heeft gehad op de beslissing om een transactie aan te gaan. Te denken valt aan een geval waarin de handelende persoon beschikt over positief bedrijfsnieuws, maar vervolgens door deze persoon aandelen van het betreffende fonds worden verkocht. Een meer voor de hand liggende uitleg van dit bestanddeel lijkt mij dan ook te zijn dat uitsluitend dan gebruik gemaakt wordt van voorwetenschap als er een logisch (of instrumenteel) verband bestaat tussen de voorwetenschap en de bewuste transactie.¹⁶

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

16 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 9.

Inmiddels heeft het Hof van Justitie van de Europese Unie in zijn arrest van 23 december 2009 bepaald dat het feit dat een primaire insider die over voorwetenschap beschikt en een transactie verricht in financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft, inhoudt dat deze persoon van deze informatie “gebruikmaakt” in de zin van art. 2 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik.¹⁷ De achtergrond hiervan is volgens het Hof van Justitie:

“Omdat voorwetenschap niet openbaar is gemaakt, concreet is en aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten, verschaft zij de ingewijde die erover beschikt, aldus een voordeel vergeleken met alle andere marktdeelnemers die daarvan niet op de hoogte zijn. Dankzij deze informatie kan deze ingewijde, wanneer hij bij zijn markttransacties handelt in overeenstemming met deze informatie, immers verwachten dat hij er economisch voordeel uit haalt zonder dat hij echter dezelfde risico’s loopt als andere marktdeelnemers. Het wezenlijke kenmerk van handel met voorwetenschap bestaat er dus in dat ongerechtvaardigd voordeel uit informatie wordt gehaald ten nadele van derden die niet ervan op de hoogte zijn, en dat er dus afbreuk wordt gedaan aan de integriteit van de financiële markten en aan het vertrouwen van de beleggers”.

Belangrijk is dat het Hof van Justitie aan voornoemde gevolgtrekking nog toevoegt dat deze “onder voorbehoud van eerbiediging van de rechten van verdediging en inzonderheid van het recht om dat vermoeden te weerleggen” geldt. Of anders gezegd: handel met voorwetenschap door een primaire insider dient op basis van een bewijsvermoeden aan handel waarbij gebruik gemaakt wordt van voorwetenschap gelijkgesteld te worden.¹⁸ Het is vervolgens aan de primaire insider om dit bewijsvermoeden te weerleggen. Het kader waarbinnen het debat daarover vervolgens gevoerd moet worden, wordt als volgt door het Hof van Justitie onder woorden gebracht:

“De vraag of deze persoon het verbod van handel met voorwetenschap heeft overtreden, moet worden onderzocht op basis van de doelstelling van deze richtlijn, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten, dat onder meer berust op de wetenschap dat zij met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap.”

17 Zie HvJ EU 23 december 2009, JOR 2010/70, m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group NV & Van Raemdock/CBFA*), rechtsoverwegingen 30 tot en met 62.

18 Inzet van de rechtsfiguur van het bewijsvermoeden is in de Nederlandse rechtspraak over voorwetenschap voorgesteld en ook daadwerkelijk gebruikt. Zie de conclusie van A-G Wortel voor HR 31 mei 2005, JOR 2005/185, m.nt. Italianer (*Flexovit*) en Hof Amsterdam 1 maart 2007, JOR 2008/199, m.nt. Kristen (*Landis*).

Slechts het gebruikmaken van voorwetenschap dat in strijd is met deze doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik, vormt verboden handel met voorwetenschap. Teneinde te voorkomen dat het transactieverbod verder wordt uitgebreid dan passend en noodzakelijk is voor deze doelstelling, zullen volgens het Hof van Justitie in bepaalde situaties de feitelijke omstandigheden van een zaak grondig onderzocht moeten worden, zodat vastgesteld kan worden of ongerechtvaardigd gebruik is gemaakt van voorwetenschap door een primaire insider.

Ten aanzien van een secundaire insider ligt de situatie in zoverre anders dat steeds bewezen zal moeten worden dat deze insider wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte (art. 5:56 lid 3 Wft). Ook als dat bewijs voorhanden is, zal een secundaire insider zich kunnen bedienen van het aan het arrest van het Hof van Justitie te ontlenen verweer dat desondanks geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap in strijd met de doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik, bijvoorbeeld omdat geen ongerechtvaardigd gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

Voorwetenschap

Het laatste kernbegrip van het transactieverbod is ten slotte het ongrijpbare begrip 'voorwetenschap'. Onder voorwetenschap wordt volgens art. 5:53 lid 1 Wft verstaan:

“bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling als bedoeld in het vierde lid, onderdeel a, waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten”.

Om te kwalificeren als voorwetenschap zal de bewuste informatie aan de volgende eisen moeten voldoen:

a. de informatie moet concreet zijn

Een eerste begrenzing is te vinden in het vereiste dat de informatie 'concreet' dient te zijn. Met dit vereiste zullen geruchten en voorkennis over algemene ontwikkelingen veelal buiten het bereik van voorwetenschap gebracht zijn. Met dit vereiste wordt echter niet beoogd te bereiken dat informatie pas als voorwetenschap gekwalificeerd zou kunnen worden als de insider bekend is met alle *ins* en *outs* van een bepaalde

gebeurtenis of ontwikkeling bij een uitgevende instelling. Zo zal bekendheid met een aanstaande overname of een negatieve resultaatsontwikkeling reeds voorwetenschap kunnen opleveren, ook als de insider van de verdere details niet op de hoogte is. In lijn hiermee wordt aangenomen dat informatie concreet is indien zij betrekking heeft op:

(a) een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel (b) een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en (c) indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van de hiervoor bedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.¹⁹ Waar het derhalve op aankomt, is dat de informatie geschikt is om gebruikt te kunnen worden voor het nemen van beleggingsbeslissingen.

b. de informatie heeft betrekking op een uitgevende instelling of de handel in financiële instrumenten

Deze begrenzing geeft aan dat de informatie 'waarde' zal moeten hebben, omdat het object van de informatie ziet op de uitgevende instelling (bijvoorbeeld een overname, een bestuurswisseling of een strategiewijziging) of de handel in financiële instrumenten (bijvoorbeeld een voorgenomen uitvoering van substantiële koop- of verkooporders).

c. de informatie is niet openbaar gemaakt

Een volgende begrenzing van het begrip voorwetenschap is gelegen in het vereiste dat de bewuste informatie 'niet openbaar is gemaakt'. Van informatie die openbaar is gemaakt, heeft het belegend publiek in beginsel reeds kennis kunnen nemen. Aangenomen wordt dat informatie openbaar is gemaakt indien deze beschikbaar of toegankelijk is voor het belegend publiek.²⁰ Niet vereist is dat de informatie door de markt geabsorbeerd is, d.w.z. dat het belegend publiek kennis heeft genomen of heeft kunnen nemen van de informatie.

19 Art. 1 lid 1 van Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (*PbEU* L 339) (Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking).

20 Zie aldus reeds *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 095, nr. 3, p. 6.

d. openbaarmaking van de informatie zou significante invloed kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten

Een laatste begrenzing ten slotte is gelegen in het belangrijke vereiste dat openbaarmaking ‘significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten’. Opmerkelijk is dat de wetgever er niet voor heeft gekozen de bewoordingen van art. 1 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik letterlijk te volgen. Daarin wordt niet van ‘significante invloed’ gesproken, maar van ‘aanzienlijke invloed’. De wetgever heeft deze bewust gemaakte keuze gemotiveerd door erop te wijzen dat aldus wordt aangesloten bij de in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking gehanteerde uitwerking van de richtlijn. In deze uitvoeringsrichtlijn wordt in art. 1 lid 2 onder ‘informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleid financiële instrumenten’ verstaan:

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

Naar het oordeel van de wetgever gaat het bij voorwetenschap om informatie die ‘betekenisvol’ is. De term ‘significant’ zou dit beter doen uitkomen dan de term ‘aanzienlijk’ die tamelijk groot betekent.²¹ Deze benadering van de wetgever lijkt aan te sluiten bij de uitleg die het Hof van Justitie van de Europese Unie in zijn arrest van 23 december 2009 aan het koersgevoeligsvereiste heeft gegeven.²² Het Hof van Justitie lijkt er namelijk van uit te gaan dat het koersgevoeligsvereiste dat onderdeel uitmaakt van het in art. 1 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik voorkomende begrip ‘voorwetenschap’ volledig is uitgewerkt in art. 1 lid 2 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking, en wel in die zin dat informatie die een aanzienlijke invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten kan hebben, informatie is “waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er

21 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8. Daarentegen betoogt Kristen (2004), p. 360-361, dat door een bepaalde mate van invloed op de koers te eisen, een zekere drempelwaarde wordt gehanteerd in het koersgevoeligsvereiste van de Richtlijn marktmisbruik. Een minimaal effect – ook al is dat effect in technische zin ‘aanwijsbaar’ – is zijns inziens niet voldoende.

22 Zie HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group NV & Van Raemdock/CBFA*), rechtsoverwegingen 51 en 68.

zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren".²³ Naar mag worden aangenomen, zal het laatste woord over de vereiste invloed van de openbaarmaking van voorwetenschap op de koers nog niet geschreven zijn.²⁴

Uitzonderingen op het transactieverbod

Het transactieverbod is niet van toepassing op het verrichten of bewerkstelligen van bepaalde nader omschreven transacties in financiële instrumenten. De uitzonderingen zijn deels in de Wft opgenomen en deels in het Besluit marktmisbruik Wft.

In art. 5:56 lid 5 Wft zijn uitgezonderd transacties in financiële instrumenten:

- a. ter nakoming van een opeisbare verbintenis die reeds bestond op het tijdstip waarop degene die de transactie verrichtte of bewerkstelligde kennis kreeg van voorwetenschap;
- b. in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld;
- c. in het kader van een terugkoopprogramma (ook wel genoemd 'inkoop van eigen aandelen') zoals omschreven in hoofdstuk II van de verordening nr. 2273/2003 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft (*PbEU L 336*) ('Verordening');
De faciliteit van de Verordening geldt overigens uitsluitend voor terugkoopprogramma's die uitsluitend ten doel hebben (i) het geplaatste kapitaal van de uitgevende instelling te verminderen of (ii) de nakoming te verzekeren van verplichtingen die voortvloeien uit de conversie van schuldtitels in eigen vermogenstitels of aandelenoptieplannen (dan wel andere werknemersplannen).

23 Mijn voorzichtige formulering houdt verband met het feit dat de aan het Hof van Justitie gestelde prejudiciële vragen niet gericht waren op een uitleg van het koersgevoeligheidsvereiste. Daar staat tegenover dat het Hof van Justitie in de relevante rechtsoverwegingen op dit punt geen enkel voorbehoud maakt.

24 Zo stelt CESR dat de tekst van art. 1 lid 2 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (slechts) behulpzaam kan zijn bij het identificeren van de soort informatie die koersinvloed zou kunnen hebben. Benadrukt wordt verder dat een uitvoeringsrichtlijn de bepalingen van de Richtlijn marktmisbruik niet kan wijzigen. Zie CESR, Level 3 guidance, second set (2007).

- d. in het kader van stabilisatie zoals omschreven in hoofdstuk III van de Verordening.

Daarnaast kunnen op basis van art. 5:56 lid 6 Wft bij AMvB categorieën transacties worden aangewezen waarop het transactieverbod niet van toepassing is. De reden hiervoor is dat er soorten van transacties voorkomen die weliswaar naar de letter onder de delictsomschrijving van het verbod van gebruik van voorwetenschap vallen, maar die geen wezenlijke bedreiging vormen voor de integriteit van de markten in financiële instrumenten of voor de belangen van de op die markten opererende partijen. Een verbod op dergelijke, op deze markten gebruikelijke, transacties zou in dat licht een onnodige en ongerechtvaardigde belemmering van de handel in financiële instrumenten betekenen, aldus de wetgever.²⁵ Langs deze weg zijn de volgende transacties van het transactieverbod uitgezonderd:

- e. het in het kader van een personeelsregeling waarbij een bestendige gedragslijn wordt gehanteerd met betrekking tot de voorwaarden en de periodiciteit van de regeling,²⁶ (i) toekennen van financiële instrumenten aan bestuurders, commissarissen of werknemers,²⁷ (ii) uitoefenen van toegekende opties, omwisselen van converteerbare obligaties of uitoefenen van uitgegeven warrants dan wel soortgelijke rechten op (certificaten van) aandelen op de expiratedatum of binnen een periode van vijf werkdagen voorafgaande aan de expiratedatum²⁸ en (iii) verkopen van de met de uitoefening van deze rechten verworven (certificaten van) aandelen binnen dezelfde periode, indien de betrokkene ten minste vier maanden voor de expiratedatum schriftelijk aan de uitgevende instelling kenbaar heeft gemaakt tot verkoop te zullen overgaan of een onherroepelijke volmacht tot verkoop aan de uitgevende instelling heeft verleend,²⁹

25 *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 602. Volgens de wetgever blijft onverkort gelden dat transacties die tussen verschillende marktpartijen zijn verricht met gebruikmaking van een niet te rechtvaardigen verschil in kennisniveau niet zijn uitgezonderd van het verbod. Zie Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 26.

26 Hierbij valt met name te denken aan het moment van toekenning, de besluitvorming hieromtrent, de groep van gerechtigden waaraan financiële instrumenten worden toegekend en het aantal financiële instrumenten dat zal worden toegekend. Zie Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 27. Zie ook HR 4 april 2006, *JOR* 2006/133, m.nt. Stevens (*Content*).

27 Art. 2 onderdeel a Besluit marktmisbruik Wft.

28 Art. 2 onderdeel b Besluit marktmisbruik Wft.

29 Art. 2 onderdeel b Besluit marktmisbruik Wft.

- f. een transactie waarvan het verrichten of bewerkstelligen noodzakelijk is om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van (certificaten van) aandelen;³⁰
- g. het aangaan van een overeenkomst waarbij een rechthebbende op financiële instrumenten zich onherroepelijk jegens eenieder verplicht om in het kader van een voorgenomen of in voorbereiding zijnde openbaar bod, financiële instrumenten waarop het openbaar bod betrekking heeft aan deieder aan te bieden, indien die rechthebbende het aantal financiële instrumenten waarop de overeenkomst betrekking heeft in een schriftelijke verklaring aan deieder vastlegt;³¹
- h. het aangaan van een overeenkomst waarbij een rechthebbende op financiële instrumenten of een potentiële rechthebbende op financiële instrumenten zich voorafgaand aan een uitgifte of herplaatting van die financiële instrumenten onherroepelijk verplicht tot aankoop van een of meer van die financiële instrumenten, indien de rechthebbende of de potentiële rechthebbende het aantal financiële instrumenten of het bedrag waarop de overeenkomst betrekking heeft in een schriftelijke verklaring aan de uitgevende instelling die de financiële instrumenten uitgeeft of herplaatst vastlegt;³²
- i. het bij wijze van dividenduitkering uitgeven of, anders dan in de vorm van keuzedividend, verkrijgen van (certificaten van) aandelen;³³
- j. het, slechts beschikkend over voorwetenschap met betrekking tot de handel, te goeder trouw handelen ter bediening van opdrachtgevers door een tussenpersoon;³⁴
- k. het door werknemers van een rechtspersoon waarbinnen voorwetenschap aanwezig is verrichten of bewerkstelligen van een transactie indien deze werknemers zelf slechts beschikken over koersgevoelige informatie met betrekking tot de handel.³⁵

30 Art. 2 onderdeel c Besluit marktmisbruik Wft. Zie eveneens HR 4 april 2006, JOR 2006/133, m.nt. Stevens (*Content*).

31 Art. 2 onderdeel d Besluit marktmisbruik Wft.

32 Art. 2 onderdeel e Besluit marktmisbruik Wft.

33 Art. 2 onderdeel f Besluit marktmisbruik Wft.

34 Art. 2 onderdeel g Besluit marktmisbruik Wft. De uitzondering geldt slechts voor tussenpersonen die te goeder trouw in opdracht van en voor rekening van derden handelen. Het voor eigen rekening handelen valt niet onder de uitzondering.

35 Art. 2 onderdeel h Besluit marktmisbruik Wft.

18.3 Het mededelings- en tipverbod

Op grond van art. 5:57 Wft is het een ieder verboden: (i) voorwetenschap aan een derde mee te delen anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie (mededelingsverbod) en (ii) een derde aan te bevelen of ertoe aan te zetten transacties in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen (tipverbod).³⁶ Met deze tweeledige verbodsbepaling wordt beoogd de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie te bewaren. Die vertrouwelijkheid kan niet alleen worden geschonden wanneer een insider de informatie waarop zijn voorwetenschap betrekking heeft meedeelt aan een buitenstaander maar ook wanneer een insider een ander tipt om een bepaald fonds te kopen of te verkopen zonder ook de bewuste informatie met die buitenstaander te delen. Om die reden keert het verbod zich evenzeer tegen alle mogelijke variaties op de befaamde ‘vette knipoo’.

Primaire en secundaire insiders

Het mededelings- en tipverbod maakt – evenals het transactieverbod – een onderscheid tussen primaire en secundaire insiders. Met betrekking tot de secundaire insider zal moeten worden aangetoond dat hij wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte (art. 5:57 lid 2 Wft). Dit vereiste wordt niet gesteld met betrekking tot de primaire insider. De achtergrond van dit verschil is dat het bij secundaire insiders minder voor de hand ligt dat zij zich realiseren over voorwetenschap te beschikken.³⁷ Het ontbreken van dit extra subjectief bestanddeel zal gewoonlijk geen probleem opleveren voor de primaire insider als het gemaakte verwijt daarin bestaat dat hij zijn voorwetenschap aan een derde heeft meegedeeld.³⁸ Dit ligt mijns inziens wezenlijk anders als het verwijt bijvoorbeeld luidt dat een bestuurder zijn onderneming tijdens een *roadshow* iets te enthousiast heeft aangeprezen, terwijl achteraf blijkt dat de bestuurder toen over voorwetenschap beschikte.³⁹ Op geen

36 De Europese grondslag voor dit verbod is te vinden in art. 2, 3 en 4 Richtlijn marktmisbruik.

37 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8.

38 Denkbaar is nog wel dat de primaire insider zich verweert met de stelling dat hij zich niet bewust is geweest en zich ook niet bewust heeft hoeven zijn van het koersgevoelige karakter van de informatie. Kortom, een beroep op afwezigheid van alle schuld (een zogeheten *avas-verweer*).

39 Hetgeen doorgaans wel het geval zal zijn. Gewezen kan bijvoorbeeld worden op de uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft alsook op de vermelding in de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 27, dat ‘sommige bestuurders, leden van de raad van commissarissen of werknemers veelvuldig over voorwetenschap beschikken’.

enkele wijze blijkt namelijk uit de wettekst dat in dit geval voor een overtreding van het tipverbod ook vereist is dat de primaire insider daadwerkelijk beschikte over voorwetenschap. In art. 5:57 lid 1 wordt weliswaar verwezen naar art. 5:56 lid 2 onderdeel a Wft en dat onderdeel vangt aan met de woorden 'personen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij het dagelijks beleid bepalen of mede bepalen', maar daarmee lijkt nog niet zonder meer vereist te zijn dat ook bewezen wordt dat de bestuurder in het concrete geval daadwerkelijk beschikte over voorwetenschap.⁴⁰ De functie van art. 5:56 lid 2 Wft lijkt veeleer te zijn een categorie aanduiding van gevallen waarin de bijzondere hoedanigheid van betrokkenen verklaart waarom zij kunnen beschikken over voorwetenschap en waarbij het daarom niet nodig is te bewijzen dat deze betrokkenen ook beseffen dat zij over voorwetenschap beschikken.

In de normale uitoefening van werk, beroep of functie

Bij AMvB kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de gevallen waarin en de omstandigheden waaronder sprake is van meedelen in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie⁴¹ als bedoeld in art. 5:57 lid 1 onderdeel a Wft (art. 5:57 lid 3 Wft). In het Besluit marktmisbruik Wft is hieraan slechts mondjesmaat uitvoering gegeven. Duidelijk is wel dat de opsomming een enuntiatief karakter heeft.⁴² Een voorbeeld van uitwisseling van voorwetenschap in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie is het geval dat een bieder die voornemens is een openbaar bod op financiële instrumenten uit te brengen en om die reden rechthebbenden van die financiële instrumenten polst of zij bereid zijn bij een eventueel uit te brengen bod

40 Steun voor deze opvatting is ook te vinden in art. 5:57 lid 1 aanhef Wft waarin de beschikkingseis uitsluitend wordt gesteld ten aanzien van de primaire insider als bedoeld in art. 5:56 lid 2 onderdeel c Wft. Hier wordt aldus het verschil duidelijk tussen een overtreding van het tipverbod en het transactieverbod in welk geval nog steeds bewezen dient te worden dat de primaire insider gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap.

41 Zie voor een restrictieve uitleg van deze uitzondering HvJ EG 22 november 2005, JOR 2006/49, m.nt. Kristen (*Grøngaard c.s.*). Vereist wordt dat er een 'nauwe band' bestaat tussen de mededeling en de uitoefening van werk, beroep of functie en dat de mededeling 'strikt noodzakelijk' moet zijn voor de uitoefening daarvan.

42 De opsomming van art. 3 Besluit marktmisbruik Wft maakt immers gebruik van de woorden 'in elk geval'. Toegegeven mag worden dat de gedachtevorming van de wetgever bij het formuleren van voorbeelden zich inmiddels ontwikkeld heeft, ook al komen in de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 32, de inmiddels afgezaagde voorbeelden van de directiesecretaresse die notulen moet verspreiden en de persvoorlichter wiens taak het is informatie openbaar te maken nog steeds voor (zie hiervoor reeds *Kamerstukken II*, 1996/97, 25 095, nr. 3, p. 8). Daaraan zijn thans ook de advocaat en de accountant toegevoegd.

hun financiële instrumenten aan te bieden.⁴³ Voor eenieder is het immers van belang te weten of een voorgenomen openbaar bod kans van slagen heeft. Dit polsen dient dan wel beperkt te blijven tot die rechthebbenden waarvan het voor deieder 'redelijkerwijs noodzakelijk' is om te weten of deze op het bod in zullen gaan en tot het verstrekken van die informatie die zij nodig hebben om zich over hun bereidheid daartoe uit te kunnen spreken.⁴⁴ Andere voorbeelden van geoorloofde uitwisseling van voorwetenschap in het kader van werk, beroep of functie kunnen worden ontleend aan de interpretatie 'Polen van (potentiële) aandeelhouders in het kader van het verrichten van transacties' van de AFM van 6 mei 2004.⁴⁵

18.4 Het verbod van marktmanipulatie

Marktmanipulatie is – evenals gebruik van voorwetenschap – een vorm van marktmisbruik. Marktmanipulatie zal het vertrouwen van beleggers in de goede werking van de financiële markten schaden. Bij marktmanipulatie is namelijk sprake van het op een oneigenlijke wijze beïnvloeden van de vrije prijsvorming op de financiële markten. Die vrije prijsvorming is normaal gesproken het gevolg van de onbelemmerde werking van de vraag naar en het aanbod van financiële instrumenten op een centrale markt door een veelheid van marktpartijen. Die marktpartijen plegen hun beleggingsbeslissingen te nemen op basis van onder meer informatie die door uitgevende instellingen aan de financiële markten wordt verstrekt. Op deze wijze zal een efficiënte prijsvorming en allocatie van fondsen tot stand kunnen komen.

Echter, door het verspreiden van onjuiste berichten of het verrichten van andere manipulerende handelingen kan invloed worden uitgeoefend op de vraag- of aanbodzijde van de financiële markten en daarmee op de koersvorming van de op deze markten verhandelde financiële instrumenten. Die komt dan immers mede tot stand op basis van andere factoren dan de vrije marktwerking en geeft niet langer een reële waardering weer die gebaseerd is op waarachtige gegevens. Anders gezegd: de koersen van financiële instrumenten komen kunstmatig tot stand. Ongetwijfeld zal

43 Art. 3 onderdeel a Besluit marktmisbruik Wft.

44 Een vergelijkbare bepaling geldt voor het polsen door de uitgevende instelling van rechthebbenden van financiële instrumenten in het kader van een voorgenomen kapitaalmarkttransactie (art. 3 onderdeel b Besluit marktmisbruik Wft).

45 Zie hiervoor de instemming van de wetgever zoals die blijkt uit de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 32-33.

deze vorm van vals spel fnuikend zijn voor de adequate werking van de financiële markten.

Verschijningsvormen van marktmanipulatie

Het verbod van marktmanipulatie van art. 5:58 Wft⁴⁶ staat daarmee in het teken van bevordering van waarachtig marktgedrag. Teneinde dit doel te bereiken, worden in art. 5:58 lid 1 Wft enkele verboden gedragingen omschreven. Deze gedragingen zijn in twee categorieën onder te verdelen, te weten (i) transactiemaniplatie en (ii) informatiemaniplatie. In het eerste geval geschiedt de manipulatie door het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of een handelsorder, in het tweede geval geschiedt dit door het verspreiden van informatie.⁴⁷ De verboden gedragingen zijn in art. 5:58 lid 1 Wft verder omschreven als:

- a. het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in financiële instrumenten (i) waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is⁴⁸ met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten, (ii) teneinde de koers van die financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te houden⁴⁹ of (iii) waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding;
- b. het verspreiden van informatie 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, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.

46 Zie art. 5 Richtlijn marktmisbruik voor de Europese grondslag van het verbod van marktmanipulatie.

47 Uitsluitend deze vorm van marktmanipulatie was voorafgaand aan 1 oktober 2005 strafbaar gesteld op grond van art. 334 Sr.

48 Volgens de wetsgeschiedenis zou met "te duchten" in het strafrecht worden bedoeld op de graad van waarschijnlijkheid die bestaat wanneer naar de gewone loop der dingen zonder buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is. Zie *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 31 en 35. Of anders uitgedrukt: er zal sprake moeten zijn van een sterke mate van waarschijnlijkheid van misleiding en dat moet door de manipulator ook ingezien kunnen worden.

49 Zie CBb 6 november 2009, *JOR* 2010/18, m.nt. Nelemans (*IMC/AFM*). Het CBb heeft blijkens deze uitspraak een prejudiciële vraag gesteld aan (inmiddels) het Hof van Justitie van de Europese Unie over de uitleg van het begrip "houden", in het bijzonder of daaronder ook transacties en handelsorders vallen die de koers naar een kunstmatig of abnormaal koersniveau "brengen".

Getracht is deze nogal abstract omschreven vormen van marktmanipulatie meer reliëf te geven. Dat is onder meer gebeurd door het opstellen van een staalkaart met uit de roemruchtige historie van het effectenbedrijf bekende voorbeelden van 'list en bedrog'.⁵⁰ Enkele voorbeelden:

- het door een of meer personen samenwerken om een machtspositie te verwerven ten aanzien van het aanbod van of de vraag naar een financieel instrument met als gevolg dat rechtstreeks of middellijk aan- of verkoopprijzen of andere onbillijke transactievoorwaarden worden opgelegd (*cornering*);
- de aan- of verkoop van een financieel instrument bij het sluiten van de handel om beleggers die op basis van slotkoersen handelen te misleiden (*marking the close*);
- het profiteren van incidentele of regelmatige toegang tot de traditionele of elektronische media door een oordeel over een financieel instrument (of indirect over de uitgevende instelling daarvan) te verspreiden, terwijl van te voren posities in dit financiële instrument zijn ingenomen om nadien profijt te trekken van het effect dat dit oordeel heeft gehad op de koers van dit financiële instrument, zonder tegelijkertijd deze belangenverstrengeling naar behoren en daadwerkelijk openbaar te maken (*scalping*);
- het kunstmatig hoog houden van de vraag naar een financieel instrument door steeds zeer grote kooporders in te leggen en tegelijkertijd grote verkooporders (*wash sales*);
- het samenwerken van enkele personen om de koers van een financieel instrument op een kunstmatig hoog niveau te brengen om vervolgens gezamenlijk al deze financiële instrumenten in één keer te verkopen waarmee een forse koerswinst wordt behaald (*pumping and dumping*).

Ondanks deze staalkaart blijft het in de praktijk lastig om met behulp van de verbodsbepaling een heldere grens te trekken tussen toelaatbaar en niet

50 Zie onder meer *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 603-604, art. 1 lid 2 Richtlijn marktmisbruik en CESR, Level 3 guidance, first set (2005), met name onder 4.11 (False/Misleading Transactions), 4.12 (Price Positioning), 4.13 (Transactions involving fictitious devices/deception) en 4.14 (Dissemination of false and misleading information) (www.cesr-eu.org). Een ander voorbeeld van een poging het begrip 'marktmanipulatie' te verduidelijken is de lijst van signalen van manipulatief gedrag in art. 4 en 5 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking. Ten slotte kan gewezen worden op AFM, Manipulatieve handelspatronen (2009).

toelaatbaar gedrag. Daarvoor is mijns inziens een aantal oorzaken aan te wijzen.

Gemeenschappelijke noemer van de diverse verschijningsvormen van marktmanipulatie is dat op een oneigenlijke wijze wordt ingegrepen in de vrije werking van de financiële markten en de koersen die daardoor op die markten tot stand komen. In art. 5:58 lid 1 Wft worden die verschijningsvormen verder uitgewerkt waardoor deze kleur en betekenis krijgen. Dat geldt voor het verspreiden van informatie, iets dat alleen dan als marktmanipulatie kan worden aangemerkt als daarvan 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 terwijl bovendien de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat deze onjuist of misleidend is (art. 5:58 lid 1 onderdeel d Wft). Die kleur en betekenis zal zeker ook bestaan bij de delictsomschrijving die het verrichten van een transactie verbiedt waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding (art. 5:58 lid 1 onderdeel c Wft).

Anders is het echter gesteld met de in art. 5:58 lid 1 onderdelen a en b Wft omschreven vormen van marktmanipulatie. Gesteld kan worden dat deze wel zeer ruime delictsomschrijvingen met open normen weinig delictsafbakenend vermogen hebben. Is reeds sprake van marktmanipulatie als een transactie of handelsorder qua omvang en/of timing afwijkt van hetgeen als normaal marktgedrag wordt aangemerkt? Hoe kan worden gesteld dat een transactie wordt verricht met het doel de koers van financiële instrumenten op een kunstmatig niveau te brengen in het geval de uitvoering van een transactie dit gevolg per definitie heeft in een weinig liquide markt? Beslissend lijken te zijn de aard en de strekking van de manipulatieve gedraging, maar deze gedraging wordt niet anders dan met enkele vage termen in de delictsomschrijving omschreven. Op goede gronden zou dan ook kunnen worden betoogd dat de wettekst op gespannen voet staat met het legaliteitsbeginsel. Een onderdeel van dit beginsel is dat de strafwet duidelijk en voorspelbaar moet zijn ten aanzien van de vraag of zij toepasselijk is (*lex certa*-beginsel).⁵¹

Ook de wetgever lijkt dit probleem onderkend te hebben.⁵² Erkend wordt namelijk dat er gedragingen zijn die onder het bereik van de delictsomschrijving vallen, maar die desondanks worden gerekend tot

51 Zie in deze zin ook Doorenbos (2007).

52 Daarnaast kan er op gewezen worden dat ook de AFM ernaar streeft om in concrete gevallen, waar mogelijk en wenselijk in overleg met de markt, aan (bestanddelen van) het verbod van marktmanipulatie verdere invulling te geven. Zie AFM, *Verbod marktmanipulatie* (2007), p. 4.

de gebruikelijke en aanvaardbare gang van zaken in het effectenverkeer. Volgens art. 5:58 lid 1 onderdelen a en b Wft zijn de aldaar omschreven vormen van transactiemaniplatie niet verboden, indien:

“degene die de transactie of handelsorder heeft verricht of bewerkstelligd, aantoon dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd is en dat de transactie of handelsorder in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende geregelende markt of de desbetreffende markt, niet zijnde een geregelende markt, waarvan de houder een erkenning heeft als bedoeld in art. 5:26, eerste lid”.

Een beroep op deze uitzondering van de verbodsbepaling kan slechts worden gedaan indien aan twee voorwaarden is voldaan: (i) de betrokkene dient aan te tonen dat hij een gerechtvaardigde beweegreden had om de transactie of de handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen en (ii) de transactie of handelsorder dient in overeenstemming te zijn met een ‘gebruikelijke marktpraktijk’. In verband met deze tweede voorwaarde voorziet art. 5:58 lid 3 Wft erin dat bij of krachtens⁵³ AMvB bepaalde categorieën transacties of handelsorders kunnen worden aangewezen waarop de in art. 5:58 lid 1 onderdelen a en b Wft opgenomen verboden niet van toepassing zijn. Bovendien kan in een AMvB de wijze waarop tot die aanwijzing kan worden gekomen, verder worden uitgewerkt.⁵⁴

De AFM heeft in 2004 de markt geconsulteerd over de vraag of er handelwijzen zijn die als gebruikelijke marktpraktijk zouden moeten worden aangemerkt. Omdat de markt geen handelwijze heeft voorgedragen die daarvoor in aanmerking zou kunnen komen, heeft de Minister van Financiën vooralsnog geen categorie transacties of handelsorders als gebruikelijke marktpraktijk, in de hier bedoelde zin, aangewezen.⁵⁵

53 Met deze formulering wordt een grondslag gecreëerd voor een aanwijzing bij ministeriële regeling van categorieën transacties of handelsorders waarop het verbod van marktmanipulatie van art. 5:58 lid 1 onderdelen a en b Wft niet van toepassing is. Het aanwijzen van dergelijke categorieën gebeurt dan niet langer bij AMvB. Zie *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 41, p. 93.

54 Zie art. 4 Besluit marktmisbruik Wft voor de procedure die geldt voor het beoordelen en aanwijzen van gebruikelijke marktpraktijken.

55 In het voorjaar van 2006 is de AFM wel begonnen met een consultatie van een specifieke marktpraktijk (een zogeheten liquiditeit versterkend contract, waarbij de uitgevende instelling door tussenkomst van een derde partij in haar eigen aandeel kan handelen om daarmee de liquiditeit van haar aandeel te bevorderen). Op 22 februari 2008 is op de website van het Ministerie van Financiën een concept van een Regeling gebruikelijke marktpraktijken Wft ter consultatie gepubliceerd (www.minfin.nl). Tot een definitieve regeling is het nog niet gekomen.

Opgemerkt zij dat art. 5:58 lid 3 Wft – nota bene met terugwerkende kracht – is aangevuld met een aan de AFM verleende bevoegdheid om categorieën transacties of handelsorders aan te merken als transacties of handelsorders die geacht worden onder het verbod van marktmanipulatie te vallen.⁵⁶ Van de in art. 5:58 lid 3 Wft gegeven bevoegdheid heeft de AFM gebruik gemaakt in de Tijdelijke Regeling inzake Short Selling, welke regeling tot 1 juni 2009 heeft gegolden. Kort gezegd, hield deze regeling onder meer in dat het ongedekt verkopen van aandelen in een aantal financiële ondernemingen door het verbod van marktmanipulatie werd getroffen.

In art. 5:58 lid 2 Wft zijn verder nog enkele uitzonderingen op het verbod van marktmanipulatie opgenomen. Indien de hiervoor omschreven verboden gedragingen plaatsvinden in het kader van (i) het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld, (ii) een terugkoopprogramma zoals omschreven in hoofdstuk II van de Verordening of (iii) stabilisatie zoals omschreven in hoofdstuk III van de Verordening is het verbod van marktmanipulatie van art. 5:58 lid 1 Wft niet van toepassing.

Met betrekking tot het verbod om onjuiste of misleidende informatie te verspreiden als bedoeld in art. 5:58 lid 1 onderdeel d Wft is ten slotte nog een uitzondering voor journalisten opgenomen. Gelet op de ruime omschrijving van de verboden gedraging en de in onze Westerse samenleving hoog in het vaandel staande persvrijheid en vrijheid van meningsuiting lijkt deze aan journalisten geboden 'rugdekking' op goede gronden te berusten. Begrijpelijke voorwaarden voor de toepasselijkheid van deze uitzondering zijn wel dat de journalist handelt in zijn normale beroeps-hoedanigheid, daarbij rekening houdt met de regels die gelden binnen zijn beroepsgroep en dat de journalist geen voordeel of winst (anders dan de beloning voor zijn journalistieke arbeid) behaalt uit de verspreiding van de informatie.

18.5 Insiderlijst

Uitgevende instellingen zijn wettelijk verplicht bepaalde maatregelen te treffen. Tot de hier bedoelde maatregelen behoren het opstellen van:

56 Wet van 9 oktober 2008 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector (*Stb.* 2008, 394). Zie hiervoor ook de filippica van Doorenbos (2008).

(i) een insiderlijst en (ii) een insiderreglement (zie § 18.9). De wetgever heeft deze maatregelen aangemerkt als preventieve maatregelen tegen marktmisbruik.⁵⁷ Met deze maatregelen wordt beoogd ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap door aan de uitgevende instelling verbonden insiders te voorkomen.

Oorspronkelijk kende hoofdstuk 5.4 van de Wft nog een andere preventieve maatregel tegen marktmisbruik: de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht van voorwetenschap. Deze belangrijke informatieverplichting was opgenomen in art. 5:59 (oud) Wft. De gedachte achter deze maatregel was dat informatie die kwalificeert als voorwetenschap, en die door insiders bijvoorbeeld niet gebruikt mag worden voor het verrichten of bewerkstelligen van transacties in financiële instrumenten, onverwijld door uitgevende instellingen openbaar gemaakt moet worden. Op deze wijze zou onoorbaar gebruik door insiders van voorwetenschap zo veel mogelijk uitgebannen worden. Met de omzetting per 1 januari 2009 van de Transparantierichtlijn in hoofdstuk 5.1A (Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen) van de Wft is de openbaarmakingsplicht ondergebracht in art. 5:25i Wft (zie § 16.6.2). Wetssystematisch is de band van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen met hoofdstuk 5.4 van de Wft gehandhaafd, aangezien art. 5:25i lid 2 Wft uitgevende instellingen nog immer verplicht "informatie als bedoeld in de definitie van voorwetenschap in art. 5:53, eerste lid, die rechtstreeks op haar betrekking heeft" onverwijld openbaar te maken. Thans handelt art. 5:59 Wft alleen nog maar over de insiderlijst.

Art. 5:59 lid 1 Wft legt in de eerste plaats een verplichting op aan bepaalde uitgevende instellingen om een lijst op te stellen en bij te houden van personeelsleden die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van voorwetenschap. Deze lijst wordt ook wel als 'insiderlijst' aangeduid. In de tweede plaats wordt een verplichting aan deze uitgevende instellingen opgelegd om de op de insiderlijst geplaatste personen op de hoogte te stellen van de in afdeling 5.4.2 (Regels ter voorkoming van marktmisbruik) Wft gestelde verboden en de hoogte van de sancties die op overtreding daarvan zijn gesteld. Bij of krachtens AMvB kunnen regels worden gesteld met betrekking tot de inhoud, het bijwerken en het bewaren van de insiderlijst (art. 5:59 lid 2 Wft). Deze regels zijn opgenomen in art. 10 Besluit marktmisbruik Wft.

Het opstellen en bijhouden van een insiderlijst wordt door de wetgever gezien als een maatregel ter bescherming van de marktintegriteit. De insiderlijsten kunnen nuttig zijn voor uitgevende instellingen om

57 *Kamerstukken II, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12 e.v.*

de stroom van als voorwetenschap aan te merken informatie onder controle te houden en zullen uitgevende instellingen in staat stellen om aan hun wettelijke verplichtingen te voldoen. Bovendien kunnen deze lijsten een nuttig hulpmiddel vormen voor de toezichthouder bij de uitoefening van het toezicht.⁵⁸ De verplichting om de personeelsleden van de uitgevende instelling op de hoogte te stellen van de in afdeling 5.4.2 Wft gestelde verboden en de hoogte van de sancties die op overtreding daarvan zijn gesteld, geldt eveneens als een preventieve maatregel tegen marktmisbruik. Met de in afdeling 5.4.2 Wft gestelde verboden wordt gedoeld op het transactieverbod (art. 5:56 Wft), het mededelings- en tipverbod (art. 5:57 Wft) en het verbod van marktmanipulatie (art. 5:58 Wft).

Volgens art. 10 lid 1 Besluit marktmisbruik Wft dient de insiderlijst de volgende gegevens te bevatten: (a) de naam van alle personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van voorwetenschap, (b) de reden waarom deze personen op de lijst zijn vermeld en (c) de datum waarop de lijst is opgesteld en bijgewerkt. De insiderlijst bevat slechts de namen van de personeelsleden van de uitgevende instelling. De namen van familieleden van de personeelsleden hoeven niet te worden opgenomen.

Niet is vereist dat de betrokken personen daadwerkelijk kennis hebben van voorwetenschap. Voldoende is dat de betrokken personen op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van voorwetenschap. In de regel zal deze categorie van personen samenvallen met de kring van primaire insiders die in art. 5:56 lid 2 onder a en c Wft wordt omschreven. Vanzelfsprekend mag verder worden aangenomen dat de kring van deze personen beperkt is tot degenen die bevoegd toegang hebben tot voorwetenschap.

Bij de reden waarom een persoon vermeld is op de insiderlijst kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een functie die de betrokken persoon bekleedt als die functie met zich brengt dat de betrokkene op regelmatige basis kennis kan nemen van voorwetenschap (zoals de bestuurders, de commissarissen, de compliance officer, de medewerkers van stafafdelingen e.d.). Het is ook mogelijk dat een persoon op incidentele basis kennis kan hebben van voorwetenschap, bijvoorbeeld omdat deze persoon bij een bepaalde transactie of project betrokken is. Omdat kennis waarover personen beschikken fluctueert en het redelijkerwijs ondoenlijk is om bijvoorbeeld binnen één bepaalde transactie of project bij te houden wie

58 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 36 en *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 606.

over welke voorwetenschap precies beschikt en wanneer dit het geval is, volstaat een opgave op de insiderlijst van de transactie of het project waarbij de betreffende persoon betrokken is.⁵⁹

Het staat een uitgevende instelling vrij om ofwel één geïntegreerde lijst te hanteren waarop niet alleen alle personeelsleden staan die op grond van hun functie regelmatig kennis kunnen hebben van voorwetenschap, maar ook alle personeelsleden die betrokken zijn of kunnen worden bij bijvoorbeeld een project of een transactie op grond waarvan zij incidenteel kennis kunnen hebben van voorwetenschap, dan wel om afzonderlijke lijsten te hanteren (bijvoorbeeld één met personeelsleden die op grond van hun functie regelmatig kennis kunnen hebben van voorwetenschap en één met personeelsleden die bij een concreet project of transactie betrokken zijn).⁶⁰

Het is uitdrukkelijk niet de bedoeling dat alle personeelsleden van de uitgevende instelling zonder verdere afweging op de insiderlijst worden geplaatst. Hierbij is zowel de betrokken uitgevende instelling als de AFM niet gebaat. Het gaat erom dat een redelijke beoordeling gemaakt wordt van de kring van personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kan hebben van voorwetenschap, zulks mede gelet op de omvang van de uitgevende instelling en de wijze waarop (de gang van zaken binnen) het bedrijf is georganiseerd. Daarbij dient voor de uitgevende instelling verder als richtsnoer te gelden dat de toegang tot voorwetenschap beperkt wordt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale taakuitoefening bekend te zijn met deze informatie.

Vervolgens geeft art. 10 lid 2 Besluit marktmisbruik Wft aan in welke gevallen de insiderlijst onverwijld bijgewerkt dient te worden. De insiderlijst moet bijgewerkt worden indien: (a) de reden waarom een persoon op de lijst is vermeld, is gewijzigd, (b) de uitgevende instelling een persoon aan de lijst dient toe te voegen en (c) een persoon die op de lijst staat geen toegang meer heeft tot voorwetenschap. Art. 10 lid 3 Besluit marktmisbruik Wft verlangt tenslotte dat als een persoon geen toegang meer heeft tot voorwetenschap de uitgevende instelling dit gegeven onder vermelding van het bewuste tijdstip onverwijld op de insiderlijst vermeldt. Een grondslag voor deze verplichting is mijns inziens reeds te lezen in art. 10 lid 2 onderdelen a en c Besluit marktmisbruik Wft.

De uitgevende instelling dient verouderde gegevens ten minste vijf jaar na het opstellen of bijwerken van de insiderlijst te bewaren.⁶¹ De

59 Zie de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 41.

60 Zie eveneens de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 41.

61 Art. 10 lid 4 Besluit marktmisbruik Wft.

verouderde gegevens mogen in elektronisch toegankelijke en beveiligde bestand bewaard worden.

De uitgevende instelling behoeft de insiderlijst niet ter kennisgeving aan de AFM te sturen. Het opstellen en bijhouden van de insiderlijst is voor de uitgevende instelling echter allerm minst een vrijblijvende aangelegenheid. Indien de AFM bijvoorbeeld tijdens een onderzoek inzage in de insiderlijst wil nemen, dan kan zij deze bij de uitgevende instelling opvragen.

18.6 Melding van transacties in financiële instrumenten van de 'eigen' instelling

Art. 5:60 Wft bevat een meldingsplicht voor bepaalde nauw bij de uitgevende instelling betrokken personen ter zake van transacties in aandelen van de 'eigen' instelling en financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde daarvan.⁶² De meldingsplicht is een preventieve maatregel tegen marktmisbruik; zij zal immers een drempel opwerpen tegen gebruik van voorwetenschap door insiders. Daarnaast kan de meldingsplicht een nuttig instrument zijn bij de opsporing van transacties waarbij gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Ten slotte kan de meldingsplicht worden aangemerkt als een transparantiebevorderende maatregel. De financiële markten worden aldus geïnformeerd over (de timing van) aan- en verkooptransacties van degenen die geacht kunnen worden op de hoogte te zijn van de *ins* en *outs* van hun 'eigen' instelling.⁶³

De meldingsplicht geldt voor: (i) bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling, (ii) personen die een leidinggevende functie⁶⁴ hebben en (iii) (rechts)personen die nauw gelieerd zijn aan de hiervoor

62 De Europese grondslag is te vinden in art. 6 lid 4 Richtlijn marktmisbruik.

63 Zie voor de ratio van de meldingsplicht onder meer *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 16.

64 Over de reikwijdte van deze categorie meldingsplichtige personen kan gemakkelijk discussie ontstaan. Art. 5:60 lid 1 onderdeel c Wft beperkt deze categorie tot een ieder die 'een leidinggevende functie heeft en uit dien hoofde de bevoegdheid heeft om besluiten te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van een uitgevende instelling (...) en die regelmatig kennis kan hebben van informatie als bedoeld in art. 5:53, eerste lid'. Daarmee is in elk geval gegeven dat deze categorie aanzienlijk beperkter is dan die van de primaire insiders van art. 5:56 lid 2 onderdeel c Wft. Het zal om leidinggevende functionarissen van de uitgevende instelling gaan die, hoewel zij formeel geen deel uitmaken van het bestuur van de uitgevende instelling, materieel wel als zodanig zullen kunnen fungeren. De AFM lijkt een iets ruimere uitleg voor te staan waar →

genoemde personen, zoals echtgenoten, levenspartners en bloed- en aanverwanten en rechtspersonen die door deze (gelieerde) personen beheerst worden.⁶⁵

De melding moet uiterlijk op de vijfde werkdag na de transactiedatum plaatsvinden. Betreft het effectentransacties die betrekking hebben op een Nederlandse uitgevende instelling dan dient de melding gedaan te worden aan de AFM. Ten behoeve van de melding is door de AFM een meldingsformulier vastgesteld.⁶⁶ De door de AFM ontvangen meldingen worden in een register opgenomen (art. 1:107 lid 3 onderdeel c sub 3° Wft). De meldingsgegevens zullen aldus gedurende ten minste vijf jaar voor een ieder kosteloos ter inzage zijn (art. 1:108 lid 1 Wft). Teneinde de juistheid en volledigheid van de in het register opgenomen informatie te bevorderen, is aan de AFM een aantal bevoegdheden toegekend (art. 5:61 Wft). Zo kan de AFM aan degene die een onjuiste melding heeft gedaan of ten onrechte geen melding heeft gedaan een aanwijzing geven alsnog een (juiste) melding te doen. Indien een melding naar het oordeel van de AFM onjuist is en de melding desgevraagd niet is hersteld, worden in plaats van de gemelde gegevens de juiste gegevens in het register opgenomen. De AFM kan bovendien opnemings van de melding in het register opschorten wanneer zij een onderzoek instelt naar de juistheid daarvan.

Teneinde de meldingsplicht hanteerbaar te houden, bestaat de mogelijkheid voor de hiervoor onder (i) t/m (iii) bedoelde categorieën meldingsplichtige personen om de melding uit te stellen tot het tijdstip waarop de waarde van de verrichte transacties opgeteld bij de transacties die door met de betrokkene gelieerde personen zijn verricht in het desbetreffende kalenderjaar, een bedrag van € 5.000 of meer beloopt (art. 5:60 lid 2 Wft). Dit betekent dat als dit bedrag van € 5.000 in enig kalenderjaar niet wordt gehaald, de melding niet hoeft plaats te vinden.

Bepaalde categorieën effectentransacties kunnen bij AMvB van de meldingsplicht worden uitgezonderd (art. 5:60 lid 6 Wft). Zo is de meldingsplicht niet van toepassing op transacties van een meldingsplichtige persoon die op grond van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving

zij stelt dat met leidinggevende functionarissen 'onder meer (wordt) bedoeld op de personen die (direct) onder het bestuur actief zijn en medeverantwoordelijk zijn voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van de uitgevende instelling als geheel.' Zie AFM, *Handel met voorwetenschap* (2007), p. 20.

65 Zie art. 5:60 lid 1 Wft en art. 5 Besluit marktmisbruik Wft.

66 Zie art. 6 lid 2 Besluit marktmisbruik Wft en de Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-02 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake het meldingsformulier transacties in financiële instrumenten in de eigen uitgevende instelling als bedoeld in art. 5:60, *Stcrt.* 20 december 2006, nr. 248, p. 42.

worden verricht of bewerkstelligd door een financiële onderneming waaraan het op grond van de Wft is toegestaan individuele vermogens te beheren. Vereist is wel dat bij die zogeheten 'vrije hand'-beheerovereenkomst is bepaald dat de volmachtgever geen invloed uitoefent op transacties die de financiële onderneming als gevolmachtigde verricht of bewerkstelligt.⁶⁷ Daarnaast bestaat nog een wettelijke uitzondering op de meldingsplicht voor transacties die zijn verricht of bewerkstelligd in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld (art. 5:60 lid 6 Wft).

Teneinde samenloop met andere meldingsplichten van bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling te voorkomen, is in art. 7 Besluit marktmisbruik Wft bepaald dat aan de verplichting tot melding op grond van art. 5:60 Wft is voldaan indien reeds gemeld is aan de AFM op grond van art. 5:38 lid 1 of 2, of art. 5:48 lid 6 Wft.⁶⁸

18.7 Klikplicht voor beleggingsondernemingen

De klikplicht van art. 5:62 Wft houdt in dat een beleggingsonderneming die een redelijk vermoeden heeft dat een (opdracht tot een) transactie ter zake waarvan zij werkzaamheden verricht in strijd is met het transactieverbod of het verbod van marktmanipulatie, de verplichting heeft dit vermoeden onverwijld te melden aan de AFM.⁶⁹ Het bestaan van deze klikplicht zal ongetwijfeld een preventief karakter hebben. Wanneer bekend is dat beleggingsondernemingen 'verdachte' transacties (moeten) melden, zal dit wellicht tot gevolg hebben dat sommigen daarvan afzien.⁷⁰ Daarnaast zullen de aan de AFM gedane meldingen een nuttig hulpmiddel kunnen zijn bij de handhaving van de beide verbodsbepalingen.

Het meest precaire aspect van de klikplicht zal zijn het beantwoorden van de vraag wanneer kan worden gesproken van een 'redelijk vermoeden' dat de bewuste verbodsbepalingen worden overtreden. Benaadrukt moet worden dat niet vereist is dat de beleggingsonderneming bewijst dat sprake is van gebruik van voorwetenschap of marktmanipulatie.⁷¹ Voldoende is dat er voor het vermoeden daarvan een redelijke

67 Art. 8 Besluit marktmisbruik Wft.

68 Het gaat hier om meldingen op grond van hoofdstuk 5.3 (Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen).

69 De Europese grondslag van de klikplicht is art. 6 lid 9 Richtlijn marktmisbruik.

70 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 16.

71 *Kamerstukken II*, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 39 en *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 608.

grond bestaat. Die redelijke grond is niet een onderbuikgevoel of een fijne neus van een medewerk(st)er van de beleggingsonderneming, maar een op objectieve feiten en omstandigheden gebaseerd vermoeden.⁷² Sommige transacties kunnen overigens wanneer ze afzonderlijk worden beoordeeld niet ‘verdacht’ lijken, terwijl ze in combinatie met andere transacties, gedragingen of informatie, wel een redelijk vermoeden van gebruik van voorwetenschap of marktmanipulatie opleveren. In dergelijke gevallen dient het gehele samenstel van gegevens gemeld te worden.⁷³

Hoewel is voorzien in een grondslag om bij of krachtens AMvB te bepalen wanneer sprake is van een redelijk vermoeden⁷⁴, zijn indicatoren – want de wetgever zal vermoedelijk niet verder kunnen gaan – vooralsnog niet geformuleerd.⁷⁵

De melding van de beleggingsonderneming aan de AFM dient bepaalde gegevens te bevatten, waaronder de redenen voor het aannemen van een redelijke vermoeden dat de (opdracht tot de) transactie in strijd is met de betreffende verbodsbepalingen.⁷⁶ Dat de beleggingsonderneming vervolgens verplicht is tot geheimhouding van de melding van de ‘verdachte’ transactie (art. 5:63 lid 3 Wft), is vanzelfsprekend.

Bewust is ervoor gekozen dat de klikplicht ook geldt in het geval een opdracht tot een ‘verdachte’ transactie is gegeven maar deze niet tot uitvoering wordt gebracht. Dit betekent dat wanneer door de beleggingsonderneming geweigerd wordt een ‘verdachte’ transactie uit te voeren of wanneer bijvoorbeeld de opdracht daartoe door de cliënt zelf wordt

72 Zie het persbericht van de AFM van 16 oktober 2008 voor een voorbeeld van een aan een beleggingsonderneming opgelegde bestuurlijke boete wegens overtreding van de klikplicht (te downloaden via www.afm.nl) Heel overtuigend zijn de ‘verdachte’ omstandigheden m.i. niet. De AFM had geconstateerd dat een cliënt van een beleggingsonderneming in 2006 op eigen initiatief opdracht had gegeven tot een substantiële transactie in aandelen van een uitgevende instelling: de voor de cliënt aangekochte aandelen vertegenwoordigden 12,5% van de totale omzet in het aandeel van die dag. De dag na de transactie verscheen voorbeurs een persbericht over een voorgenomen openbaar bod op de betreffende uitgevende instelling. Kort na de publicatie van dit bericht heeft de cliënt – volgens de beleggingsonderneming ‘duidelijk verschrikt’ – telefonisch contact opgenomen met de beleggingsonderneming. Tijdens dit gesprek zijn zowel de aankoop van de aandelen een dag eerder als het openbaar bod ter sprake gekomen. De AFM heeft vervolgens een bestuurlijke boete opgelegd van € 21.781 aan de beleggingsonderneming voor het niet melden van een redelijk vermoeden van gebruik van voorwetenschap door deze cliënt.

73 *Kamerstukken II*, 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 608.

74 Art. 5:62 lid 3 Wft.

75 Zie echter de door CESR gegeven guidance: CESR, Level 3 guidance, first set (2005), met name onder V (Possible signals of suspected insider dealing or market manipulation transactions).

76 Art. 9 Besluit marktmisbruik Wft.

ingetrokken, desondanks een melding door de beleggingsonderneming aan de AFM zal moeten worden gedaan.

De AFM meldt het door de beleggingsonderneming gemelde vermoeden onverwijld aan elke overheidsinstantie of van overheidswege aangewezen instantie die belast is met het toezicht op de gereglementeerde markt waar de financiële instrumenten waarop de melding betrekking heeft tot de handel zijn toegelaten of waar toelating van die instrumenten tot de handel is aangevraagd (art. 5:62 lid 2 Wft).

De wet voorziet ten slotte in een civielrechtelijke en een strafrechtelijke vrijwaring ten behoeve van de beleggingsonderneming. Een beleggingsonderneming die te goeder trouw een melding heeft gedaan, is niet aansprakelijk voor de schade die een derde dientengevolge lijdt (art. 5:63 lid 1 Wft). Verder wordt bepaald dat gegevens of inlichtingen niet kunnen dienen als grondslag voor of ten behoeve van een opsporingsonderzoek of vervolging wegens verdenking van, of als bewijs ter zake van een tenlastelegging wegens overtreding van het transactieverbod of het verbod van marktmanipulatie ten aanzien van een beleggingsonderneming die gegevens of inlichtingen op grond van de klikplicht heeft verstrekt (art. 5:63 lid 2 Wft).

18.8 Uitbrengen van beleggingsaanbevelingen

Met het oog op het voorkomen van publieksmisleiding bevat art. 5:64 Wft een uitgebreide regeling voor het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen.⁷⁷ Omdat beleggers zich bij het nemen van investeringsbeslissingen (mede) zullen laten leiden door beleggingsaanbevelingen⁷⁸ is het van belang dat deze aanbevelingen een juiste voorstelling van zaken geven en dat bekend is wat de belangen en eventuele belangenconflicten zijn van degenen die bij het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen zijn betrokken.

Beleggingsaanbevelingen kunnen op verschillende manieren worden uitgebracht, zoals in analistenrapporten, tijdschrift- of krantenartikelen of op internetsites. Deze variëteit geeft al aan dat een reeks van personen bij het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen betrokken kan

77 De Europese grondslag voor deze regeling is te vinden in art. 6 lid 5 Richtlijn marktmisbruik.

78 Onder een beleggingsaanbeveling wordt in dit verband verstaan: voor het publiek bestemde informatie waarin expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld met betrekking tot financiële instrumenten of een uitgevende instelling (art. 5:53 lid 5 Wft).

zijn. Een beleggingsaanbeveling wordt immers opgesteld, uitgebracht (d.w.z. openbaar gemaakt) en mogelijk verder verspreid, al dan niet in samengevatte vorm. Het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen kan beroeps- of bedrijfsmatig plaatsvinden. Het kan onderdeel zijn van de diensten die een beleggingsonderneming aanbiedt of van een journalistiek product. Het is echter ook denkbaar dat particulieren zich inlaten met het doen van beleggingsaanbevelingen.

Naar aanleiding van de excessen die zich met name op de Amerikaanse effectenmarkt hebben voorgedaan, is er ook in Europees verband voor gekozen om regelgeving met betrekking tot beleggingsaanbevelingen onderdeel uit te laten maken van de Richtlijn marktmisbruik. Deze regelgeving kon in eerste instantie rekenen op forse kritiek. Wie het verschil niet wil of kan inzien tussen reclame en beleggingsaanbevelingen zal immers niet snel geneigd zijn nut en noodzaak van deze regelgeving op waarde te schatten.⁷⁹

Het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen is onderworpen aan bij AMvB te stellen regels met betrekking tot (i) het openbaar maken van de identiteit van degene die de beleggingsaanbeveling heeft opgesteld of naar buiten brengt, (ii) het waarborgen dat de beleggingsaanbeveling een juiste voorstelling van zaken biedt en (iii) het openbaar maken van informatie waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze afbreuk kan doen aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling (art. 5:64 lid 1 Wft). Deze regels zijn vervolgens gedetailleerd uitgewerkt in het Besluit marktmisbruik Wft.⁸⁰

De wetgever heeft er oog voor gehad dat toepassing van al deze regels op eenieder die beleggingsaanbevelingen uitbrengt onvermijdelijk zou leiden tot *overkill*. Om die reden is in elke regel de reikwijdte van het desbetreffende voorschrift aangegeven. Daarbij wordt aangeknoopt bij onder meer:

- a. eenieder die beleggingsaanbevelingen uitbrengt;
- b. een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling,⁸¹
Deze categorie kan weer verder worden onderverdeeld in:
(i) onafhankelijke analisten, beleggingsondernemingen, andere

79 Wie dat verschil wel inzien, maar nog steeds niet overtuigd is van nut en noodzaak van deze regelgeving, doet er goed aan te lezen: Gasparino (2005).

80 Zie hoofdstuk 5, Voorkoming van publiekmisleiding door beleggingsaanbevelingen.

81 In art. 5:53 lid 6 Wft omschreven als een persoon die in het kader van de uitoefening van zijn beroep of bedrijf een beleggingsaanbeveling uitbrengt.

- personen van wie de hoofdactiviteit bestaat in het doen van aanbevelingen, in het kader van een arbeidsovereenkomst of anderszins voor hen werkzame personen, en hiermee gelieerde rechtspersonen en (ii) overige personen.
- c. een natuurlijke of rechtspersoon die in het kader van een arbeidsovereenkomst of anderszins voor een beleggingsonderneming werkzaam is en die betrokken is bij het opstellen van een beleggingsaanbeveling.

In vogelvlucht komen de regels op het volgende neer:

Identiteit

In de beleggingsaanbeveling dient duidelijk en opvallend de identiteit vermeld te worden van degene die de beleggingsaanbeveling heeft opgesteld en van degene die verantwoordelijk is voor het uitbrengen van de beleggingsaanbeveling.⁸²

Bevoegde toezichthouder

Een beleggingsonderneming dient in de beleggingsaanbeveling tevens te vermelden dat de AFM de bevoegde toezichthouder is.⁸³

Waarborgen van de juistheid van de informatie

Een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling dient redelijke maatregelen te treffen om te waarborgen dat in de beleggingsaanbeveling een juiste voorstelling van zaken wordt gegeven. Zo dient informatie te worden verstrekt over de betrouwbaarheid van geraadpleegde bronnen, dienen feiten onderscheiden te worden van interpretaties, ramingen of adviezen en verder dienen projecties, prognoses en richtkoersen als zodanig te worden aangeduid en dient vermeld te worden welke belangrijke veronderstellingen daaraan ten grondslag liggen.⁸⁴

In aanvulling hierop dienen bepaalde uitbrengers van een beleggingsaanbeveling redelijke maatregelen te treffen om te waarborgen dat in de beleggingsaanbeveling melding wordt gemaakt van: (a) alle wezenlijk inhoudelijke bronnen, (b) de betekenis van de beleggingsaanbeveling en op welke belangrijke aannames de beleggingsaanbeveling is gebaseerd, (c) de grondslagen of methoden voor de beoordeling van een financieel instrument of uitgevende instelling of de vaststelling van een richtkoers

82 Art. 15 Besluit marktmisbruik Wft.

83 Art. 5:64 lid 3 Wft.

84 Art. 16 lid 1 Besluit marktmisbruik Wft.

van een financieel instrument, (d) de geplande frequentie van eventuele bijstellingen van de beleggingsaanbeveling, (e) de datum waarop de beleggingsaanbeveling voor het eerst is uitgebracht en (f) indien van toepassing, het feit dat het in de beleggingsaanbeveling opgenomen advies afwijkt van een binnen een jaar voordien gegeven advies.⁸⁵

Belangenconflicten

Daarnaast wordt vereist dat een beleggingsonderneming de door haar getroffen organisatorische en administratieve maatregelen om (voor zover mogelijk) belangenconflicten met betrekking tot beleggingsaanbevelingen te voorkomen, in algemene bewoordingen openbaar maakt.⁸⁶

In de beleggingsaanbeveling dienen duidelijk en opvallend de belangen of belangenconflicten vermeld te worden waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze afbreuk kunnen doen aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling.⁸⁷

Details van belangenconflicten

Afbreuk kan in elk geval worden gedaan aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling indien een bepaalde uitbrenger van beleggingsaanbevelingen (of een aan een beleggingsonderneming gelieerde rechtspersoon) voor of tijdens het uitbrengen van een beleggingsaanbeveling: (a) een aanzienlijke deelneming of een ander wezenlijk financieel belang heeft in de uitgevende instelling, (b) optreedt als market maker of liquiditeitsverschaffer met betrekking tot de financiële instrumenten van de uitgevende instelling, (c) partij is bij een overeenkomst met de uitgevende instelling met betrekking tot het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen of partij is bij enige andere overeenkomst met de uitgevende instelling of (d) kapitaalmarkttransacties voor de uitgevende instelling verricht.⁸⁸

Gelet op deze uitgebreide transparantieverplichtingen kan onder omstandigheden worden gemeld dat deze informatie⁸⁹ elders beschikbaar

85 Art. 16 lid 2 Besluit marktmisbruik Wft. In dit verband wordt tevens gewezen op Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-03 van de AFM van 12 december 2006 inzake de positie van onderzoek, onderzoeksrapporten, publicaties en adviezen. In deze beleidsregel geeft de AFM met betrekking tot (de verspreiding van) analistenrapporten een nadere uitwerking van de maatregelen inzake de structurering van de beleggingsonderneming ter voorkoming van belangenconflicten, *Stcrt.* 20 december 2006, nr. 248, p. 43.

86 Art. 5:64 lid 4 Wft.

87 Art. 17 lid 1 en 2 Besluit marktmisbruik Wft.

88 Art. 17 lid 3 Besluit marktmisbruik Wft.

89 Het gaat dan om informatie met betrekking tot het waarborgen van de juistheid van de in de beleggingsaanbeveling gegeven informatie en eventuele belangenconflicten.

is, mits dit een voor het publiek direct en gemakkelijk toegankelijke vindplaats is. Met een dergelijke verwijzing kan worden volstaan indien (a) de beleggingsaanbeveling niet schriftelijk openbaar wordt gemaakt of (b) de openbaar te maken informatie onevenredig lang is in verhouding tot de lengte van de beleggingsaanbeveling.⁹⁰

Een beleggingsonderneming dient tevens eens in de drie maanden openbaar te maken (i) welk gedeelte van de beleggingsaanbevelingen een advies om 'te kopen', 'te verkopen' of 'aan te houden' bevat (of een gelijkwaardige formulering), en (ii) aan welk gedeelte van de uitgevende instellingen een dergelijk advies is gegeven voor wie de beleggingsonderneming tijdens de voorafgaande twaalf maanden belangrijke zakenbankdiensten heeft verricht.⁹¹

Beloningsstructuur

Een beleggingsonderneming dient in de beleggingsaanbeveling bepaalde gegevens te vermelden met betrekking tot de financiële belangen van degenen die betrokken zijn geweest bij het opstellen van een beleggingsaanbeveling.⁹² Deze personen dienen de beleggingsonderneming in staat te stellen om aan deze verplichting te voldoen, voor zover de beleggingsonderneming hiervan niet reeds op de hoogte is. De financiële belangen van betrokkenen kunnen inhouden dat de beloning gekoppeld is aan door een beleggingsonderneming (of een met haar gelieerde rechtspersoon) verrichte zakenbanktransacties⁹³ of dat de betrokkenen aandelen hebben ontvangen of verworven voordat deze aandelen aan het publiek worden aangeboden.⁹⁴

Ten slotte bevat de regeling nog bijzondere voorschriften voor het geval een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling (i) een door een derde uitgebrachte beleggingsaanbeveling voor eigen verantwoordelijkheid verspreidt (art. 5:64 lid 5 Wft) of (ii) een samenvatting van een door een derde uitgebrachte beleggingsaanbeveling verspreidt (art. 5:64 lid 6 Wft).

90 Art. 19 Besluit marktmisbruik Wft.

91 Art. 17 lid 6 Besluit marktmisbruik Wft.

92 Art. 18 lid 3 Besluit marktmisbruik Wft.

93 Van het begrip 'zakenbanktransacties' wordt in de Nota van toelichting bij het Besluit marktmisbruik Wft, p. 49-50, een wel zeer ruime omschrijving gegeven.

94 Art. 18 lid 1 en 2 Besluit marktmisbruik Wft.

18.9 Insiderreglement

Art. 5:65 Wft verplicht bepaalde uitgevende instellingen een reglement vast te stellen waarin regels worden gesteld voor haar bestuurders, commissarissen en werknemers ten aanzien van het bezit van en transacties in op haar betrekking hebbende aandelen of in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van die aandelen.⁹⁵ Het zogeheten insiderreglement dient te voldoen aan bij AMvB te stellen eisen. Wat opvalt, is dat art. 11 Besluit marktmisbruik Wft niet of nauwelijks aangeeft aan welke eisen de inhoud van het insiderreglement moet voldoen. De vereisten van art. 11 reiken niet verder dan dat het reglement regels dient te bevatten ten aanzien van (i) de taken en bevoegdheden van een compliance officer indien deze door de uitgevende instelling is aangesteld, (ii) de verplichtingen van insiders en werknemers van de uitgevende instelling ten aanzien van het bezit van en transacties in op de uitgevende instelling betrekking hebbende financiële instrumenten en (iii) indien van toepassing, de periode waarin door insiders van de uitgevende instelling geen transacties mogen worden verricht.⁹⁶ Gewoonlijk gelden deze onder (iii) bedoelde handelsverboden slechts voor de op grond van art. 5:60 lid 1 onderdelen a, b en c Wft meldingsplichtige bestuurders, commissarissen en anderen die een leidinggevende functie bij de uitgevende instelling vervullen.

De AFM heeft een beleidsregel gepubliceerd waarin een model van een insiderreglement is opgenomen.⁹⁷ Het gebruik van dit modelreglement wordt door de AFM nadrukkelijk aanbevolen. In dit verband wordt er nog op gewezen dat de Nederlandse corporate governance code ook enkele voorschriften bevat ten aanzien van het bezit van en transacties in effecten 'anders dan die uitgegeven door de 'eigen' vennootschap' door

95 Deze regeling is niet gebaseerd op enige bepaling uit de Richtlijn marktmisbruik.

96 In beginsel dienen in het reglement zogeheten 'gesloten perioden' opgenomen te worden. Hiermee wordt bedoeld op de perioden waarin veelvuldig koersgevoelige informatie beschikbaar zal komen. Het modelreglement van de AFM bevat daar enkele voorbeelden van, zoals de perioden voorafgaande aan de publicatie van periodieke financiële informatie of een prospectus voor een aandelenemissie. Het is ook mogelijk dat een uitgevende instelling de perioden aangeeft waarin het de betrokken insiders uitsluitend wél is toegestaan om transacties in financiële instrumenten te verrichten (de zogeheten 'open perioden'), bijvoorbeeld een korte periode na publicatie van de jaarcijfers.

97 Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-04 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake een model voor het verplichte reglement als bedoeld in art. 5:65, *Stcrt.* 20 december 2006, nr. 248, p. 42.

bestuurders onderscheidenlijk commissarissen van de uitgevende instelling.⁹⁸

We weten dat papier geduldig is. Het insiderreglement kan nog zo mooi zijn opgetuigd, maar waar het uiteindelijk op aankomt is dat de regeling door de aan de uitgevende instelling verbonden insiders serieus wordt genomen, dat de regeling ook daadwerkelijk wordt nageleefd en dat toezicht wordt gehouden op de naleving daarvan. In beginsel is het toezicht op de naleving van het insiderreglement een aangelegenheid van de uitgevende instelling, waarbij een centrale rol voor de compliance officer zal zijn weggelegd.⁹⁹ Het is dan ook aan de uitgevende instelling om passende arbeidsrechtelijke maatregelen te nemen bij constatering van een overtreding door een insider.¹⁰⁰

18.10 Slotbeschouwing

Wat in 1989 is begonnen als een enkelvoudige strafbepaling betreffende misbruik van voorwetenschap¹⁰¹ is in nog geen twintig jaar tijd uitgegroeid tot een heuse lappendeken van bepalingen, waarvan de gemeenschappelijke noemer is dat zij alle in het teken staan van bestrijding van marktmisbruik. Het inmiddels beproefde medicijn tegen dit euvel blijkt een combinatie te zijn van (bestuurs)strafrechtelijk gesanctioneerde verbodsbepalingen en het opleggen van transparantieverplichtingen aan diverse deelnemers aan de financiële markten. Justice Louis D. Brandeis stelde in 1914 al trefzeker: 'Sunshine is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.'¹⁰² Geconstateerd moet worden dat deze regelgeving stelselmatig verder wordt uitgebreid en verfijnd in reactie op (vermeende) misstanden en incidenten. De regelgeving betreffende publieksmisleiding door het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen is daar een recent voorbeeld van. Het einde van deze ontwikkeling lijkt nog zeker niet in zicht. Kortom: wordt binnenkort vervolgd.

98 Zie de best practice bepalingen II.2.6 en III.7.3 van de Nederlandse corporate governance code.

99 Dit neemt uiteraard niet weg dat de AFM in geval van een onderzoek naar gebruik van voorwetenschap het insiderreglement bij de uitgevende instelling kan opvragen (vgl. art. 1:74 Wft). Daarnaast geldt dat de verplichting tot het opstellen van een insiderreglement door de AFM kan worden gehandhaafd.

100 Zie voor een voorbeeld Kantongerecht Hilversum 13 juni 2000, *JOR* 2001/13, m.nt. Italianer.

101 Wet van 2 februari 1989 tot strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap, *Stb.* 16.

102 Zie Brandeis (1914).

Literatuur

- AFM, Toezicht op marktmisbruik (2007)
AFM, *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik* (2007) (te downloaden via www.afm.nl)
- AFM, Manipulatieve handelspatronen (2009)
AFM, *Voorlichtingsbrochure manipulatieve handelspatronen* (2009) (te downloaden via www.afm.nl)
- AFM Verbod marktmanipulatie (2007)
AFM, *Verbod marktmanipulatie* (2007) (te downloaden via www.afm.nl)
- AFM, Handel met voorwetenschap (2007)
AFM, *Handel met voorwetenschap* (2007) (te downloaden via www.afm.nl)
- Brandeis (1914)
L.D. Brandeis, *Other people's money and how the bankers use it*, 1914
- CESR, Level 3 guidance, first set (2005)
CESR, *Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Market Abuse Directive*, May 2005, CESR/04-505b (te downloaden via www.cesr-eu.org)
- CESR, Level 3 guidance, second set (2007)
CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, July 2007, CESR/06-562 (te downloaden via www.cesr-eu.org)
- Doorenbos (2007)
D.R. Doorenbos, Ongekend gevaarlijk – strafbare marktmanipulatie, in: *Bouwen en bezinning. Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut Deel 95), Kluwer, Deventer 2007, p. 63-80
- Doorenbos, *NJB* (2008)
D.R. Doorenbos, Crisiswetgeving: blanco cheques voor toezichthouders, *NJB* 2008, p. 2360-2362
- Gasparino (2005)
Charles Gasparino, *Blood on the Street, The sensational inside story of how Wall Street analysts duped a generation of investors*, Free Press 2005
- Grundmann-van de Krol/Kristen (2008)
C.M. Grundmann-van de Krol/F.G.H. Kristen, Europese aanpak van marktmisbruik, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht Deel 34, 2^e druk), Kluwer, Deventer 2008, p. 9-70
- Handboek Marktmisbruik (2008)
D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht Deel 34, tweede druk), Kluwer, Deventer 2008

Italianer/Tillema, *Ondernemingsrecht* (2003)

J. Italianer en A.J.P. Tillema, Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmisbruik – Startschot voor een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* (2003), p. 430-439

Italianer/Tillema, *Ondernemingsrecht* (2005)

J. Italianer en A.J.P. Tillema, De Wet Marktmisbruik – introductie van een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* (2005), p. 34-37

Kristen (2004)

F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht. Een onderzoek naar de grondslagen en de werking van het Europees verbod van misbruik van voorwetenschap, met aandacht voor de doorwerking van EG-richtlijnen in het strafrecht* (diss. KUB), Wolf Legal Publishers, Nijmegen 2004

Moloney (2008)

N. Moloney, *EC Securities Regulation*, 2^e druk, Oxford, Oxford University Press 2008, p. 915-1005

Wortel (2007)

J. Wortel, boekbespreking van D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Marktmisbruik* (Serie Onderneming en Recht Deel 34), Kluwer, Deventer 2008, *Ondernemingsrecht* (2007), p. 29-32