

# Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik

mr. G.T.J. Hoff<sup>a</sup>

In deze bijdrage staat de voor uitgevende instellingen permanent geldende openbaarmakingsplicht van voorwetenschap centraal. Bijzondere aandacht gaat daarbij uit naar de samenstellende onderdelen van het begrip 'voorwetenschap' en de diverse wijzigingen die de uitstelregeling in de Verordening marktmisbruik heeft ondergaan.

## 1. Inleiding

Met ingang van 3 juli 2016 geldt op grond van art. 17 van het nieuwe rechtsregime van de Europese Verordening marktmisbruik<sup>2</sup> (de verordening) voor een uitgevende instelling de verplichting voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft zo snel mogelijk openbaar te maken. Een verordening werkt rechtstreeks in alle lidstaten van de Europese Unie. Op het terrein van marktmisbruik is het niet langer nodig om Europese wet- en regelgeving om te zetten in nationale wet- en regelgeving. De EU-wetgever heeft voor een verordening gekozen om 'mogelijke reguleringsarbitrage te vermijden', alsook 'om meer rechtszekerheid te bieden aan en de regelgeving minder complex te maken voor marktdeelnemers'.<sup>3</sup> Het doel is 'een gelijk speelveld garanderen doordat voorkomen wordt dat als gevolg van de omzetting van een richtlijn nationale voorschriften onderling verschillen. Deze verordening moet ertoe leiden dat iedereen in de gehele Unie dezelfde voorschriften volgt'.<sup>4</sup>

De verordening vervangt de Richtlijn marktmisbruik<sup>5</sup> (de richtlijn) en drie daarbij behorende uit-

voeringsrichtlijnen. Dit betekent dat de in de Wet op het financieel toezicht omgezette bepalingen aangaande marktmisbruik – voorheen te vinden in hoofdstuk 5.4 (Regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten) en art. 5:25i Wft – zijn komen te vervallen.<sup>6</sup> Met betrekking tot de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap is niet alleen de verordening van belang. De basisnorm van art. 17 van de verordening is op onderdelen elders uitgewerkt. Dat is in de eerste plaats gebeurd in een uitvoeringsverordening van de Europese Commissie (de uitvoeringsverordening).<sup>7</sup> In de tweede plaats zijn de door de Europese effectentoezichthouder ESMA (*European Securities and Markets Authority*) opgestelde richtsnoeren, die hoofdzakelijk

1. Jerry Hoff is advocaat bij Hoff advocaten te Haarlem.  
2. Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124/EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG, gepubliceerd in *PbEU* 2014, L 173/1-61.  
3. Zie overweging (4) van de considerans van de verordening.  
4. Zie overweging (5) van de considerans van de verordening.  
5. Richtlijn Nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende marktmisbruik, gepubliceerd in *PbEU* 2003, L 96/16.

6. Dat is gebeurd bij Wet van 15 juli 2016 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet handhaving consumentenbescherming, de Wet op de economische delicten en het Wetboek van strafvordering in verband met de implementatie van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173) en Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173) (Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik), *Stb.* 2016, 297.

7. Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055 van de Commissie van 29 juni 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de technische middelen voor een passende openbaarmaking van voorwetenschap en voor het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap overeenkomstig Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, gepubliceerd in *PbEU* 2016, L 173/47-51. Zie art. 17 lid 10 van de verordening voor de aan de Europese Commissie gedelegeerde bevoegdheid dienaangaande.

betrekking hebben op de uitstelregeling, relevant.<sup>8</sup> Als relevante rechtsbron mag in de derde plaats de vaste rechtspraak van het Hof van Justitie – waarvan een aantal uitspraken in de verordening is gecodificeerd – worden genoemd. In de vierde plaats wordt gewezen op de informatieve brochure van de AFM.<sup>9</sup> De rechtsgeleerde literatuur die over de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap onder vigeur van de richtlijn is gepubliceerd, zal zijn waarde niet verliezen.<sup>10</sup> Dat geldt temeer omdat de EU-wetgever niet erg scheutig is geweest met het geven van een toelichting op de voorschriften van de verordening. In de vijfde plaats moet ten slotte nog het Besluit uitvoering verordening marktmisbruik (zie daarvoor ook § 5.5) genoemd worden, waarvan de contouren overigens nog niet bekend zijn. Een aantal zaken moet namelijk verder worden uitgewerkt in een AMvB.<sup>11</sup> Ook dient een aantal bestaande AMvB's – te noemen zijn: Besluit marktmisbruik Wft, Besluit openbare biedingen Wft en Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft – aangepast te worden aan de nieuwe situatie. Dat is nogal slordig, omdat de verordening ten tijde van het afronden van deze bijdrage op de kop af inmiddels alweer vier maanden geleden in werking is getreden.

Het ultieme belang dat met de verordening is gemoeid, heeft de Nederlandse wetgever als volgt kernachtig verwoord<sup>12</sup>:

*'Handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, samen bekend onder de noemer marktmisbruik, zijn ernstige vergrijpen die de integriteit van de financiële markten schaden en daarmee het vertrouwen van het publiek in deze markten aantasten. Marktintegriteit is onontbeerlijk voor het goed functioneren van de financiële markten. Wanneer markten niet integer zijn, verliezen beleggers het vertrouwen, wat tot gevolg kan hebben dat beleggers en kapitaalvragers niet langer bereid zijn te participeren in de financiële markten. Gezien*

*de belangrijke economische functie die de financiële markten vervullen, namelijk het samenbrengen van aanbieders en vragers van kapitaal, kan een gebrek aan marktintegriteit en vertrouwen derhalve ernstige gevolgen hebben. Het is dan ook van essentieel belang om te voorzien in adequate regels ter voorkoming van marktmisbruik en te waarborgen dat beleggers worden voorzien van volledige, correcte en toegankelijke informatie, zodat iedere belegger op basis van dezelfde informatie beleggingsbeslissingen kan nemen.'*

Hiermee geeft de Nederlandse wetgever de samenhang en de interactie aan tussen de diverse verbods- en gebodsnormen van de verordening. Op grond van het transactieverbod van art. 14 j° art. 8 sub a van de verordening is het een ieder verboden om te (trachten te) handelen met voorwetenschap. Van handel met voorwetenschap is sprake wanneer een persoon die over voorwetenschap beschikt daarvan gebruik maakt om financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden. Als voorwetenschap wordt aangemerkt niet openbaar gemaakte, concrete informatie omtrent één of meer uitgevende instellingen of financiële instrumenten die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten. De achtergrond van deze verbodsbepaling is dat het *unfair* wordt gevonden als *insiders* hun kennisvoorsprong op de financiële markten ten eigen voordele zouden mogen uitbaten. Die kennisvoorsprong ontlent zij aan het feit dat informatie aan hen in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris van een uitgevende instelling – ter kennis is gekomen. Gewapend met deze kennis zullen deze *insiders* beter in staat zijn dan andere marktdeelnemers (de *outsiders*) om met succes transacties in financiële instrumenten te verrichten. Immers, de kennisvoorsprong geeft de *insiders* een gefundeerde verwachting over de koersontwikkeling van de financiële instrumenten. *Insiders* lopen dus niet dezelfde risico's als andere marktdeelnemers. Zodoende wordt er afbreuk gedaan aan de integriteit van de financiële markten. Beleggers kunnen daardoor het vertrouwen in de werking van de financiële markten verliezen en zich van die markten afwenden. Het goed functioneren van de financiële markten komt daarmee in gevaar. Het verbod om te handelen met voorwetenschap en het verbod om voorwetenschap aan derden mee te delen<sup>13</sup>, zijn er aldus op gericht om te borgen dat beleggers op gelijke voet met elkaar staan, zodat het vertrouwen van beleggers in *fair play* en de goede werking van de financiële markten wordt vergroot. Tegen deze achtergrond wordt van de naleving door uitgevende instellingen van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap een heilzame werking verwacht. De daaraan ten

8. Zie Final Report met Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information van 13 juli 2016 (ESMA/2016/1130). Zie art. 17 lid 11 van de verordening voor de aan ESMA ter zake gegeven opdracht.

9. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016).

10. Zie met name M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie', in: *Handboek Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht*, deel 34 (2008), en G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie' (diss. Nijmegen), *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 107 (2011), met verdere literatuurverwijzingen.

11. Zie art. 1:3a lid 4 Wft voor de grondslag van een dergelijke AMvB. In deze bepaling wordt verwezen naar een verordening als bedoeld in art. 1:25 lid 3 Wft en dan handelt het onder meer om een verordening van de Europese Unie die betrekking heeft op 'ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen' en 'zuivere verhoudingen tussen marktpartijen'.

12. Zie *Kamerstukken II 2015/16*, 34 455, nr. 3, p. 1-2.

13. Zie daarvoor art. 14 sub c j° art. 10 van de verordening.

grondslag liggende gedachte is dat indien uitgevende instellingen het belegend publiek zo spoedig mogelijk in kennis stellen van voorwetenschap handel met voorwetenschap zo veel mogelijk wordt uitgebannen. Openbaar gemaakte informatie kan namelijk per definitie geen voorwetenschap (meer) zijn. Ook deze gebodsnorm draagt daarom bij aan het voorkomen van handel met voorwetenschap en zorgt ervoor dat beleggers over dezelfde informatie kunnen beschikken.

Hoewel niet ontkend kan worden dat tijdige openbaarmaking van voorwetenschap door een uitgevende instelling het risico van transacties door *insiders* die met hun kennisvoorsprong een ongerechtvaardigd voordeel nastreven vermindert, is het met de naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap gemoeide belang aanmerkelijk groter. Naleving van de openbaarmakingsplicht zal een waardevolle bijdrage kunnen leveren aan transparantie van de financiële markten. Transparantie betekent in dit verband dat een ieder in de gelegenheid is om gelijktijdig, en zo snel mogelijk, kennis te kunnen nemen van dezelfde, voor de koersvorming van financiële instrumenten relevante informatie, zodat beleggers op basis daarvan goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen kunnen nemen. Dit betekent dat aan de door de uitgevende instelling openbaar te maken informatie strenge eisen gesteld mogen worden. Die informatie dient te voldoen aan de eisen van juistheid, volledigheid en toegankelijkheid. De financiële markten zitten nu eenmaal niet te wachten op een veelheid van gegevens van geringe betekenis of halve waarheden. Ingezien moet worden dat deze invalshoek wezenlijk verschilt van de ratio van het verbod van handel met voorwetenschap en de in het licht daarvan te stellen (minder strenge eisen) aan de omvang van de informatievoorsprong van de *insider*. Het zal namelijk de bedoeling zijn alreeds een drempel voor *insiders* op te werpen om transacties in financiële instrumenten te verrichten indien en zodra een informatievoorsprong hen in staat stelt met meer kennis van zaken dan anderen (en dus ook zonder risico's) een transactie te verrichten. Het lijkt met name niet nodig de eis te stellen dat een *insider* ook in détail op de hoogte is van een bepaald feit of gebeurtenis bij de uitgevende instelling. Weet een *insider* bijvoorbeeld van een nog niet bekend gemaakte gunstige resultatenontwikkeling of een aankomend openbaar bod, maar is hij nog niet op de hoogte van alle *ins* en *outs* daarvan, dan is die informatievoorsprong wellicht reeds voldoende om te gelden als voorwetenschap voor de toepassing van het transactieverbod. Daarentegen lijkt het niet juist aan een uitgevende instelling een doorlopende openbaarmakingsplicht op te leggen van elk stukje informatie waarover de uitgevende instelling is komen te beschikken. Kortom, de inhoud van het begrip 'voorwetenschap' kan anders en eender zijn voor wat betreft de naleving van deze verbods- en gebodsnorm uit de verordening. Hierna zal ik ingaan op de belangrijkste onderdelen van de nieuwe regeling van de openbaar-

makingsplicht van voorwetenschap.<sup>14</sup> Hoewel de nieuwe regeling in de kern gelijk blijft aan en grotendeels voortgebouwd wordt op het richtlijnregime, kent de uitstelregeling een aantal belangwekkende vernieuwingen. Zo zal de uitgevende instelling bij een beroep op de uitstelregeling geconfronteerd worden met diverse administratieve verplichtingen aangaande het interne beoordelings- en besluitvormingsproces. De schriftelijke vastlegging daarvan zal door de uitgevende instelling – zij het achteraf en na een verzoek daartoe – meteen beschikbaar gesteld moeten worden aan de AFM. Niet minder indringend is ten slotte de verplichting om de voor de interne besluitvorming verantwoordelijke personen binnen de uitgevende instelling aan te wijzen en vast te leggen.

## 2. Werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap

De openbaarmakingsplicht van voorwetenschap geldt voor uitgevende instellingen (art. 17 lid 1 van de verordening).<sup>15</sup> Het begrip 'uitgevende instelling' wordt omschreven als: 'een privaot- of publiekrechtelijke juridische entiteit die financiële instrumenten emitteert of voorstelt te emitteren, waarbij de uitgevende instelling, in het geval van certificaten van aandelen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, de uitgevende instelling van het vertegenwoordigde financiële instrument is'.<sup>16</sup> Voor toepasselijkheid van de openbaarmakingsplicht is verder vereist: (i) dat de uitgevende instelling verzocht heeft om of ingestemd heeft met de toelating van haar financiële instrumenten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat of (ii) in geval van een instrument dat uitsluitend op een MTF<sup>17</sup> of een OTF<sup>18</sup> wordt verhandeld, ingestemd heeft met de handel in haar financiële instrumenten op een MTF of een OTF, of (iii) heeft verzocht om de toelating tot de handel van haar financiële instrumenten op een MTF, in een lidstaat.<sup>19</sup> Voor de betekenis van de begrippen MTF, OTF en financieel instrument wordt in de verordening verwezen naar de (nog niet in werking getreden) MiFID II-richtlijn (2014/65/EU). Tot de inwerkingtreding daarvan dienen deze verwijzingen gelezen te worden als verwijzingen naar de MiFID-richtlijn (2004/39/EG).

14. Zie ook D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83, p. 410-418.

15. Daarnaast geldt deze openbaarmakingsplicht van voorwetenschap voor een deelnemer aan een emissierechtenmarkt (art. 17 lid 2 van de verordening). Deze publicatieplicht laat ik in deze bijdrage buiten beschouwing.

16. Zie art. 3 lid 1 sub 21 van de verordening.

17. MTF is een Multilateral Trading Facility.

18. OTF is een Organised Trading Facility, een handelsplatform dat door MiFID II wordt geïntroduceerd.

19. Zie art. 17 lid 1 slotlinea van de verordening.

### 3. Het begrip 'voorwetenschap'

#### 3.1. Inleiding

De openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen ex art. 17 lid 1 van de verordening heeft betrekking op:

*'(...) voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op die uitgevende instelling (...).'*

Met deze verwijzing is duidelijk dat van één en hetzelfde begrip 'voorwetenschap' gebruik wordt gemaakt voor zowel de toepassing van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen als het voor insiders geldende transactieverbod. Bedacht moet worden dat de hieraan verbonden gevolgen enigszins worden beperkt. In de eerste plaats dient de openbaar te maken voorwetenschap 'rechtstreeks' betrekking te hebben op de uitgevende instelling. Als gevolg van deze beperking valt niet rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking hebbende voorwetenschap buiten het bereik van de openbaarmakingsplicht, zodat die informatie niet door uitgevende instellingen openbaar gemaakt hoeft te worden. In de tweede plaats biedt art. 17 lid 4 van de verordening uitgevende instellingen de mogelijkheid om met inachtneming van een aantal strikte voorwaarden te besluiten onmiddellijke openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen. Blijkens art. 7 lid 1 sub a van de verordening wordt onder het begrip 'voorwetenschap' verstaan<sup>20</sup>:

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

Om te gelden als door de uitgevende instelling openbaar te maken voorwetenschap zal de bewuste informatie aan de volgende eisen moeten voldoen:

#### 3.2. De informatie moet concreet zijn

Een eerste begrenzing van het begrip 'voorwetenschap' is te vinden in het vereiste dat de informatie concreet dient te zijn. Met dit vereiste zullen niet of onvoldoende concrete feiten of gebeurtenissen – zoals geruchten, gissingen of algemene markt- of

bedrijfsinformatie – veelal buiten het bereik van de door uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht gebracht zijn. Deze eis impliceert dat de openbaar te maken informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Gelet op de met de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap na te streven doelstelling – het door uitgevende instellingen verschaffen van actuele, volledige en betrouwbare informatie aan de financiële markten over de ontwikkeling van de bedrijfsactiviteiten, resultaten en vooruitzichten, opdat beleggers op basis van deze informatie in staat zijn een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen – is die eis ook goed te begrijpen. In lijn hiermee geldt dat informatie geacht wordt concreet te zijn indien zij betrekking heeft op (a) een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op (b) een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijs 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 bovenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten.<sup>21</sup> Waar het derhalve op aankomt, is dat de concrete informatie geschikt dient te zijn om door beleggers gebruikt te kunnen worden voor het nemen van beleggingsbeslissingen.

Intussen zal het niet eenvoudig zijn om uitsluitend met behulp van dit bestanddeel van het begrip 'voorwetenschap' eenduidig heldere grenzen te trekken. Welke informatie dient de uitgevende instelling openbaar te maken en welke (nog) niet? Daar komt nog bij dat het vereiste dat de informatie concreet dient te zijn een graduele benadering toelaat. Of anders uitgedrukt: informatie kan meer of minder concreet zijn. De hamvraag luidt daarom hoe concreet informatie dient te zijn alvorens de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap actueel wordt. Te denken valt bijvoorbeeld aan de vaststelling door het bestuur van de uitgevende instelling dat de bedrijfsresultaten zich ontwikkelen in een richting die afwijkt van een eerder bekend gemaakte prognose of een groeidoelstelling. Wanneer zal bij een dergelijke geleidelijke ontwikkeling sprake zijn van concrete informatie? Hoe zeker moet het bestuur zijn dat de bedrijfsresultaten zich zodanig hebben ontwikkeld dat bijvoorbeeld een winstwaarschuwing op haar plaats is?

Gesignaleerd moet worden dat de informatiegereleateerde elementen – dat wil zeggen: de bestaande en toekomstige feiten of gebeurtenissen – volgens art. 7 lid 4 van de verordening gekoppeld worden aan een welhaast embryonaal koersgevoeligheidsvereiste, dat daardoor samenhang vertoont met het vierde bestanddeel van 'voorwetenschap' (zie hierna § 3.5). Geëist wordt dat de concrete informatie in elk geval specifiek genoeg moet zijn om er een conclusie aan te kunnen verbinden wat betreft de

20. In art. 7 van de verordening worden ook omschrijvende gegevens van bijzondere soorten voorwetenschap, zoals ten aanzien van grondstoffenderivaten (sub b), emissierechten of daarop gebaseerde geveilde producten (sub c) en voor personen die zijn belast met de uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten (sub d).

21. Zie art. 7 lid 2 van de verordening.



mogelijke invloed van de situatie of gebeurtenis op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Inmiddels heeft het Hof van Justitie in de *Lafonta*-zaak iets meer duidelijkheid verschaft over de betekenis van dit bestanddeel.<sup>22</sup> Volgens het Hof van Justitie beoogt het bestanddeel 'concrete informatie' vage of algemene informatie waaruit geen conclusies kunnen worden getrokken omtrent de mogelijke invloed ervan op de koers van financiële instrumenten uit te sluiten van het begrip 'voorwetenschap'. Informatie kan echter niet enkel als 'concrete informatie' worden beschouwd indien daaruit met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden afgeleid in welke zin de koers van de betrokken financiële instrumenten mogelijk zal worden beïnvloed zodra zij openbaar zal worden gemaakt. Redengevend daarvoor is voor het Hof van Justitie mede dat als zou worden aanvaard dat informatie enkel als concreet kan worden beschouwd op voorwaarde dat aan de hand ervan kan worden bepaald in welke richting de koers van de betrokken financiële instrumenten zal evolueren, de uitgevende instelling, onder het voorwendsel dat zulks onzeker is, kan nalaten bepaalde informatie openbaar te maken en daaruit aldus voordeel kan behalen ten nadele van andere marktdeelnemers.

Een complicatie doet zich voor in gevallen waarin sprake is van een situatie of een gebeurtenis in de gedaante van een volgende fase in een voortgaand proces, zoals in geval van onderhandelingen over een fusie of een overname. Die onderhandelingen vangen aan, komen in een volgend stadium waarin mogelijk over steeds meer modaliteiten overeenstemming wordt bereikt totdat uiteindelijk een overeenkomst tussen partijen wordt gesloten. Wanneer is in dit soort gevallen sprake van concrete informatie die door de uitgevende instelling openbaar gemaakt moet worden? Kunnen de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te laten plaatsvinden, ook alreeds concrete informatie opleveren? Deze vraag is door het Hof van Justitie in de *Gelt/Daimler*-zaak<sup>23</sup> bevestigend beantwoord en de *pointe* van deze uitspraak is thans in de verordening gecodificeerd. Volgens art. 7 lid 2 van de verordening geldt namelijk:

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

Kortom, ook tussenstappen van een in de tijd gespreid proces kunnen 'concrete informatie' opleveren. Daarbij maakt het niet uit of die tussenstappen als vaststaand of voltooid gelden, dan wel dat sprake is van nog te zetten tussenstappen (mits maar redelijkerwijs mag worden aangenomen dat die zullen plaatsvinden). Het Hof van Justitie heeft voor deze uitleg niet alleen steun gevonden in de gebruikelijke taalkundige betekenis van de termen situatie en gebeurtenis, maar ook in de systematiek van de Richtlijn marktmisbruik (die op dit punt overeen komt met de verordening). Immers, een bekend voorbeeld van een rechtmatig belang dat een uitgevende instelling in beginsel legitimeert om uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap te nemen, zijn de lopende onderhandelingen over de totstandkoming van een overeenkomst (zie § 5.1, sub a. hierna). Die onderhandelingen zijn bij uitstek een in de tijd gespreid proces waarin gewoonlijk diverse tussenstadia zijn aan te wijzen. Een ander voorbeeld van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking is de vennootschappelijke besluitvorming en ook die vindt veelal in verschillende fasen plaats. Omdat deze gevallen met zoveel woorden als uitstelgrond worden genoemd, ligt in de systematiek van de richtlijn en de verordening besloten dat de tussenstadia van lopende contractsonderhandelingen of vennootschappelijke besluitvorming in aanmerking komen voor uitstel van openbaarmaking en dat impliceert dat die tussenstadia voorwetenschap kunnen opleveren, waarmee ook gezegd is dat die tussenstappen 'concrete informatie' zijn. Tot slot kan voor deze uitleg volgens het Hof van Justitie steun worden gevonden in de doelstellingen van de Richtlijn marktmisbruik (die op dit punt overeenkomen met die van de verordening).<sup>24</sup> Die doelstellingen houden in het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers in deze markten. Als niet de uitleg zou worden aanvaard dat ook tussenstappen van een voortgaand proces 'concrete informatie' kunnen opleveren, dan zou dit afbreuk doen aan deze doelstellingen. Concreet vertaald zou dit namelijk inhouden dat het *insiders* vrij zou staan gebruik te maken van voorwetenschap over bijvoorbeeld het verloop van overnameonderhandelingen ten nadele van degenen die daarvan niet op de hoogte zijn. Dat lijkt inderdaad niet in overeenstemming te zijn met het einddoel van de Richtlijn marktmisbruik (en evenmin met het einddoel van de verordening). In zijn uitspraak heeft het Hof van Justitie ook meer duidelijkheid verschaft over de mate van waarschijnlijkheid die vereist is om redelijkerwijs aan te kunnen nemen dat een situatie zal ontstaan of dat een toekomstige gebeurtenis zal plaatsvinden. Ook toekomstige situaties en gebeurtenissen kunnen namelijk 'concrete informatie' opleveren en aldus de grondslag zijn voor de openbaarmakingsplicht

22. HvJ EU 11 maart 2015, JOR 2016/304 m.nt. Hoff.

23. HvJ EU 28 juni 2012, JOR 2012/259 m.nt. Hoff.

24. Zie bijvoorbeeld overweging (2) van de considerans van de verordening.

van uitgevende instellingen. Om te komen tot een beantwoording van deze vraag stelt het Hof van Justitie twee uitersten tegenover elkaar om daarna, vanwege de aan elk van deze uitersten verbonden ongewenste gevolgen, te kiezen voor – hoe kan het ook anders? – de gulden middenweg. Aan de ene kant wordt niet aanvaard dat de mate van waarschijnlijkheid groot moet zijn, omdat een dergelijke restrictieve uitleg van de uitdrukking ‘redelijkerwijze mag worden aangenomen’ ertoe zou leiden dat *insiders* informatie die (nog) niet aan die strenge eis voldoet vrijelijk zouden mogen gebruiken bij het nemen en uitvoeren van beleggingsbeslissingen. Aan de andere kant verwerpt het Hof van Justitie een uitleg die erop neerkomt dat informatie over situaties of gebeurtenissen alreeds als concrete informatie kan worden aangemerkt als het onwaarschijnlijk is dat zij zullen plaatsvinden. In dat geval zouden uitgevende instellingen genoopt kunnen worden informatie openbaar te maken die niet concreet is of geen invloed kan hebben op de beurskoers.

Het Hof van Justitie kiest er uiteindelijk voor dat toekomstige situaties of gebeurtenissen eerst als ‘concrete informatie’ kunnen worden aangemerkt als op basis van een globale beoordeling van reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zullen ontstaan of plaatsvinden. Daarbij dienen de per geval reeds beschikbare gegevens over die toekomstige situatie of gebeurtenis in hun geheel te worden beschouwd. Het voorgaande betekent dat een *ex ante* analyse van de op dat moment beschikbare informatie gemaakt moet worden door de uitgevende instelling die een beslissing moet nemen over de naleving van de plicht tot openbaarmaking van bepaalde informatie. Is een toekomstige situatie of gebeurtenis op de grondslag van de beschikbare gegevens reëel te veronderstellen, dan dient – mits voldaan wordt aan de andere bestanddelen van het begrip ‘voorwetenschap’ – openbaarmaking daarvan door de uitgevende instelling plaats te vinden (behoudens een beroep dat op de uitstelregeling wordt gedaan).<sup>25</sup> Tegen deze achtergrond zal de betekenis van een korte passage in overweging (16) van de considerans van de verordening begrijpelijker worden. Daar staat namelijk dat een tussenstap in een gefaseerd proces op zich een situatie of gebeurtenis kan vormen die bestaat ‘(...) of waarvan het op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zal ontstaan of plaatsvinden.’

25. Ik heb verdedigd dat deze normering uit de *Gelt/Daimler*-zaak eveneens behoort te gelden voor feiten of gebeurtenissen die zich weliswaar (en mogelijk) in het verleden hebben voorgedaan, maar die nog niet definitief vastgesteld zijn door de uitgevende instelling. Te denken valt aan (aanwijzingen voor) fraude-incidenten waarmee een uitgevende instelling opeens geconfronteerd wordt. Zie G.T.J. Hoff, ‘Met de billen bloot. Over de plicht van beursvennootschappen om fraudeonderzoeken openbaar te maken’, in: *Fraude – Financieel recht – Ondernemingskamer*, Deventer: Kluwer 2016, p. 13-30.

Het Hof van Justitie heeft er verder op gewezen dat de bestanddelen ‘concrete informatie’ en het ‘koersgevoeligheidsvereiste’, inhoudende dat openbaarmaking van de bewuste informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers van (afgeleide) financiële instrumenten (zie hierna § 3.5), elkaar niet wederzijds beïnvloeden. Van die wederzijdse beïnvloeding zou sprake zijn indien wordt aangenomen dat naarmate de totstandkoming van een bepaalde transactie waarschijnlijker is, ondanks dat de omvang van de transactie niet erg groot is, toch sprake kan zijn van voorwetenschap. Omgekeerd zou een voor de uitgevende instelling omvangrijke transactie reeds in een vroegtijdig stadium van de onderhandelingen daarover reeds voorwetenschap kunnen opleveren. Volgens het Hof van Justitie zijn deze twee bestanddelen van het begrip ‘voorwetenschap’ minimumvoorwaarden en aan elk van deze voorwaarden zal voldaan moeten worden, omdat het nu eenmaal twee van elkaar te onderscheiden bestanddelen zijn.<sup>26</sup> Het Hof van Justitie heeft daarmee het in de Amerikaanse rechtspraak met betrekking tot het begrip *material information* ontwikkelde *probability/magnitude*-criterium van de hand gewezen.<sup>27</sup> In overweging (16) van de considerans van de verordening is deze uitleg van het Hof van Justitie overgenomen, en wel in de volgende bewoordingen:

*‘Dit begrip [gedoeld wordt op het feit dat bij een proces dat zich in fasen voltrekt zowel de tussenstappen als het eindresultaat concrete informatie kunnen opleveren alsook voorwetenschap indien ook aan de overige bestanddelen wordt voldaan] dient evenwel niet zo te worden geïnterpreteerd dat het inhoudt dat rekening moet worden gehouden met de omvang van de gevolgen van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Een tussenstap moet worden beschouwd als voorwetenschap indien deze op zichzelf voldoet aan de in deze verordening opgenomen criteria voor voorwetenschap.’*

### 3.3. De informatie heeft rechtstreeks betrekking op de uitgevende instelling

Deze begrenzing geeft aan dat de informatie waarde zal moeten hebben, omdat het object van de informatie rechtstreeks ziet op de uitgevende instelling en de door haar uitgegeven financiële instrumenten. Buiten het bereik van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap valt informatie die onrechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling of die onrechtstreeks betrekking

26. Zo bepaalt ook art. 7 lid 3 van de verordening dat een tussenstap van een in de tijd gespreid proces beschouwd wordt als voorwetenschap indien deze tussenstap als zodanig voldoet aan de criteria voor voorwetenschap.

27. Zie G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2011), p. 45-51.

heeft op de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Met de in het woord 'rechtstreeks' besloten liggende begrenzing zal zijn beoogd de openbaarmakingsplicht voor uitgevende instellingen hanteerbaar te maken. Tal van uiteenlopende gebeurtenissen die direct betrekking hebben op de (bedrijfsvoering van de) onderneming, zoals een bestuurswisseling, de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat of een overname zullen daarmee binnen het bereik van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap vallen.

#### 3.4. 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 en die informatie zal terstond in de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten verwerkt worden. Aangenomen wordt dat informatie openbaar is gemaakt indien deze beschikbaar of toegankelijk is voor het belegend publiek.<sup>28</sup> Bijzondere voorschriften gelden voor de wijze waarop uitgevende instellingen voorwetenschap openbaar dienen te maken (zie verder hierna § 4). Niet vereist is dat de informatie door de financiële markten geabsorbeerd is, dat wil zeggen dat het belegend publiek daadwerkelijk kennis heeft genomen of heeft kunnen nemen van de informatie, alvorens geoordeeld kan worden dat de informatie openbaar is gemaakt.

#### 3.5. Openbaarmaking van de informatie zou significante invloed kunnen hebben op de koers van (afgeleide) financiële instrumenten

Een laatste begrenzing ten slotte is gelegen in het belangrijke bestanddeel dat openbaarmaking van de bewuste informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten. Op welke relevantiestandaard heeft de EU-wetgever hier precies het oog? Wanneer is informatie koersgevoelig, zodat die informatie – behoudens het geval dat de uitgevende instelling een beroep doet op de uitstelregeling – zo snel mogelijk door de uitgevende instelling openbaar gemaakt moet worden?

Twee ogenschijnlijk niet met elkaar te verenigen maatstaven strijden hier om voorrang. De ene maatstaf kent een kwantitatieve invulling. Informatie is eerst koersgevoelig indien de openbaarmaking daarvan daadwerkelijk invloed op de koers zou kunnen hebben. Betoogd is wel dat die koersin-

vloed 'aanwijsbaar'<sup>29</sup> zou moeten zijn, dat het gaat om een koerswijziging 'van niet onbetekenende mate'<sup>30</sup> of dat 'een zekere, te kwantificeren drempelwaarde'<sup>31</sup> gehanteerd moet worden. Verschillen van inzicht over toepassing van deze maatstaf liggen dan al snel op de loer. Moet de uitgevende instelling een fraaie winststijging openbaar maken als het beursklimaat in een baaissestemming verkeert? Denk ook aan de situatie waarin een uitgevende instelling een winstwaarschuwing moet afgeven, maar te verwachten is dat die winstwaarschuwing geen effect meer zal hebben, omdat die winstwaarschuwing door analisten al werd verwacht en reeds is verdisconteerd in de beurskoers. Of denk aan een mededeling van de uitgevende instelling dat sprake is van een boekhoudkundige fraude, maar dat nog niets te zeggen valt over de vermoedelijke omvang daarvan. Is het dan wel juist om de naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap afhankelijk te stellen van marktvariabelen en onzekere inschattingen?<sup>32</sup>

De verordening onderkent dat gegevens over het feitelijke koersverloop in zoverre een rol kunnen spelen bij de invulling van het koersgevoeligsvereiste dat van achteraf beschikbare informatie over het koersverloop gebruik kan worden gemaakt om de hypothese te verifiëren dat de vooraf beschikbare informatie koersgevoelig was.<sup>33</sup> Geen gebruik kan van deze gegevens worden gemaakt om stappen te ondernemen tegen iemand die redelijke conclusies heeft getrokken uit informatie die vooraf voor hem beschikbaar was.

De andere maatstaf kent een kwalitatieve invulling, hetgeen betekent dat aansluiting wordt gezocht bij het fenomeen van de redelijk handelende belegger. Voor de activering van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap is in dat geval voldoende dat het gaat om informatie 'waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren'.<sup>34</sup> Wolliger kan het bijna niet opgeschreven worden. Naar het oordeel van de EU-wetgever gaat het bij voorwetenschap om informatie die betekenisvol is; het gaat om informatie die relevant kan zijn voor beleggers bij het nemen

29. Kamerstukken II 1996/97, 25 095, nr. 5, p. 4.

30. Gerechtshof Amsterdam 24 oktober 2003, JOR 2004/44 (Flexovit).

31. Zie F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Wolf Legal Publishers 2004, p. 355-361 en 371.

32. Ik signaleer dat in r.o. 36 van de uitspraak van het Hof van Justitie in de *Lafonta*-zaak de toegenomen complexiteit van de financiële markten, waardoor het bijzonder moeilijk wordt om nauwkeurig te beoordelen in welke richting de koersen van financiële instrumenten kunnen evolueren, als argument wordt gebruikt om het eindoordeel te schragen dat de richting van de koers bij openbaarmaking er niet toe doet. Zie HvJ EU 11 maart 2015, JOR 2016/304 m.nt. Hoff.

33. Zie daarvoor overweging (15) van de considerans van de verordening.

34. Zie daarvoor art. 7 lid 4 van de verordening.

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

van beleggingsbeslissingen. Bij een dergelijke kwalitatieve invulling van het koersgevoeligheidsvereiste wordt geen verband gelegd, althans in elk geval niet een rechtstreeks verband, met de mogelijke omvang van de invloed die openbaarmaking van de informatie zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten. Toegegeven moet worden dat aan de toepassing van deze maatstaf ook enkele onzekerheden kleven. Die onzekerheden zijn minder groot dan zij lijken. Uitgangspunt behoort namelijk te zijn dat de uitgevende instelling niet voor beleggers behoort te beslissen of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is. Ook beleggers hebben nu eenmaal recht op hun eigen wijsheid en hun eigen irrationaliteit. Om dezelfde reden is het wel geopperde bezwaar niet valide, dat de maatstaf van de redelijk handelende belegger onbruikbaar zou zijn omdat deze geen inherente begrenzing zou kennen – beleggers zouden immers alles wel interessant vinden – en de openbaarmakingsplicht steeds verder zal uitdijen.

Uit de rechtspraak valt op te maken dat bij de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste de maatstaf van de redelijk handelende belegger een overwegende rol vervult.<sup>35</sup> De rechtspraak lijkt feitelijk uit te gaan van een enkelvoudige toets: als een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van bepaalde informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren, dan geldt dat deze informatie bij openbaarmaking een significante invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten zou kunnen hebben. Het daadwerkelijke koersverloop in vervolg op de openbaarmaking van voorwetenschap doet er dan niet toe.

Het is intussen maar zeer de vraag of de hier geschetste tegenstelling tussen enerzijds de kwantitatieve en anderzijds de kwalitatieve invulling van het koersgevoeligheidsvereiste op goede gronden wordt gemaakt. Is het niet veeleer zo dat de vaststelling dat bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de doorsnee belegger, tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie dus significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Of anders gezegd: hebben wij hier niet feitelijk van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille?

De AFM benadrukt dat het de eigen verantwoordelijkheid is van de uitgevende instelling om voorwe-

tenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken.<sup>36</sup> Welke informatie koersgevoelig is, verschilt per onderneming en sector en is ook afhankelijk van het marktsentiment en recente markt- en bedrijfsontwikkelingen. Verder hangt de koersgevoeligheid van informatie af van hoe actueel de informatie is, in welke mate deze informatie iets toevoegt aan al bestaande informatie over hetzelfde onderwerp en in hoeverre het nieuwe informatie is, aldus nog steeds de AFM. Ook zal de mate van koersgevoeligheid worden bepaald door de aard van de betrokken financiële instrumenten. Zo zal informatie die een significante invloed heeft op de koers van bijvoorbeeld een aandeel niet per definitie dezelfde invloed behoeven te hebben op de koers van een obligatie.

### 3.6. De openbaarmakingsplicht praktisch belicht

In de considerans van de verordening wordt nogal ambitieus in het vooruitzicht gesteld dat aan marktdeelnemers ‘meer rechtszekerheid’ dient te worden geboden door een ‘nauwkeuriger omschrijving te geven van twee essentiële facetten van de definitie van voorwetenschap, namelijk van “informatie die concreet is” en van “informatie die een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten”.<sup>37</sup> Betwijfeld mag worden of de EU-wetgever daarin wel is geslaagd. De belofte om omschrijvingen van de twee bestanddelen van het begrip ‘voorwetenschap’ te geven die nauwkeuriger zijn dan de voormalige omschrijvingen uit de Richtlijn marktmisbruik en uitvoeringsrichtlijn (2003/124/EG) wordt in de verordening in elk geval niet waar gemaakt. Op dit punt valt – behoudens de codificatie van rechtspraak van het Hof van Justitie – in wezen niets nieuws onder de zon te signaleren. Het is ook discutabel of die rechtszekerheid überhaupt wel kan worden geboden aan marktdeelnemers. In door mij verzorgde lezingen over dit onderwerp haal ik – soms tot verbazing, soms tot vermaak van mijn gehoor – wel eens een beroemde uitspraak aan van Potter Stewart, een oud-rechter van de *U.S. Supreme Court*:<sup>38</sup>

*‘I shall not today attempt further to define the kinds of material I understand to be embraced within that shorthand description [hard-core pornography]; and perhaps I could never succeed in intelligibly doing so. But I know it when I see it, and the motion picture involved in this case is not that.’*

Met deze quote – *I know it when I see it* – omschreef Stewart op treffende wijze de moeilijkheid om van pornografie een sluitende omschrijving te geven.

35. Zie bijv. HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70 m.nt. Nelemans (*Spector Photo Group*), Rb. Rotterdam 4 mei 2011, *JOR* 2011/193 m.nt. Stevens (*Fortis*), Gerechtshof Amsterdam 21 maart 2012, *JOR* 2012/183 m.nt. Italianer (*Qurius*), Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. Van der Velden (*Fortis*) en Rb. Midden-Nederland, locatie Utrecht 27 juli 2016, *JOR* 2016/305 m.nt. Hoff (*Ziggo*).

36. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 9.

37. Zie overweging (18) van de considerans van de verordening.

38. Zie *Jacobellis v. Ohio*, 378 U.S. 184 (1964).



Hij erkent hiermee dat die kwalificatie in zekere zin subjectief van aard zal zijn. Ook van voorwetenschap is moeizaam een allesomvattende omschrijving te geven. Waar het op aankomt is of van de informatie in kwestie 'een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren'. Dit betekent dat de vraag of van voorwetenschap in concreto sprake is, volgens mij een kwestie is van een nimmer geheel tot regels te reduceren oordeelsvermogen.

Hiervoor is het begrip 'voorwetenschap' in al zijn samenstellende onderdelen in meer abstracte termen ontleed. Het is uiteraard ook mogelijk om inzicht te bieden in de reikwijdte van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap door daarvan een staalkaart te presenteren. Diverse auteurs hebben een dergelijke poging ondernomen.<sup>39</sup> Met die concreet uitgewerkte voorbeelden zal de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap meer relief krijgen. Ook de AFM heeft hieraan een bijdrage geleverd. De AFM onderscheidt in haar brochure 'Openbaarmaking van voorwetenschap' enkele categorieën van informatie die mogelijk als koersgevoelig kunnen worden aangemerkt.<sup>40</sup> Onderscheiden worden: (a) belangrijke feiten over de financiële positie en/of resultaten (zoals bekendmaking van periodieke financiële resultaten, significante afwijking van eerdere prognoses, ontwikkeling van belangrijke nieuwe producten, belangrijke informatie over kredietfaciliteiten, belangrijke rechtszaken e.d.), (b) belangrijke feiten over de strategie van de onderneming (zoals aan- of verkoop van belangrijke deelnemingen of bedrijfsonderdelen, aangaan of verbreken van belangrijke samenwerkingsverbanden, omvangrijke reorganisaties, strategische koerswijzigingen, ingrijpende wijziging in de activiteiten van de onderneming) en (c) belangrijke feiten over kapitaal/zeggenschap/governance (zoals het splitsen van aandelen, wijziging in de aan de verschillende categorieën financiële instrumenten verbonden rechten, wijziging in de samenstelling van bestuur en/of raad van commissarissen, dividendaankondigingen inclusief de (wijziging van de) ex-dividend datum en wijziging in dividendbeleid, belangrijke wijziging in spreiding aandelenbezit en/of free float en het treffen of uitvoeren van beschermingsmaatregelen).

Tot slot moet gewezen worden op de praktische wenken die de AFM gegeven heeft over situaties die moeten worden vermeden of juist moeten worden nagestreefd.<sup>41</sup> De *do's* voor de uitgevende instellingen zijn bijvoorbeeld: (i) zowel goed als slecht nieuws zo snel mogelijk openbaar maken, (ii) het

beleggend publiek in zijn geheel dienen: particuliere beleggers zijn even belangrijk als analisten en institutionele beleggers en (iii) bij twijfel: publiceer! Daarentegen zijn enkele *don'ts* voor uitgevende instellingen: (i) publicatie uitstellen louter omdat er nog geen volledige duidelijkheid kan worden geboden, (ii) wachten op de volgende reguliere rapportage om voorwetenschap openbaar te maken en (iii) denken dat beleggers niet 'overspoeld' willen worden met berichten. De AFM heeft ook, na een eind 2015 gehouden marktbrede inventarisatie, enkele *best practices* geformuleerd voor het opstellen en verspreiden van persberichten met voorwetenschap door uitgevende instellingen. Deze *best practices* zijn op de website van de AFM gepubliceerd.

#### 4. Openbaarmakingsregime

*Tout court* schrijft de verordening voor dat een uitgevende instelling voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft zo snel mogelijk openbaar moet maken. Over de wijze waarop zulks dient te geschieden, vermeldt de verordening slechts in nogal abstracte bewoordingen dat de uitgevende instelling ervoor zorgt dat de voorwetenschap op zodanige wijze openbaar wordt gemaakt dat deze snel toegankelijk is en volledig, op correcte wijze en tijdig kan worden beoordeeld door het publiek. De Europese Commissie heeft in art. 2 en 3 uitvoeringsverordening aan de wijze van openbaarmaking enkele nadere eisen gesteld. Ook die eisen zijn vrij abstract verwoord. Zo dient bijvoorbeeld de verspreiding van voorwetenschap door de uitgevende instelling onder een zo groot mogelijk publiek op niet discriminerende basis, gratis en gelijktijdig in de hele Europese Unie plaats te vinden.<sup>42</sup> Meer concreet zal het voor de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap geldende openbaarmakingsregime inhouden dat gebruik moet worden gemaakt van een drietal instrumenten. Het eerste instrument is het persbericht dat door de uitgevende instelling moet worden uitgebracht en waarin de voorwetenschap is opgenomen.<sup>43</sup> Volgens de AFM dient het persbericht gelijktijdig te worden uitgebracht in Nederland en – indien van toepassing – in elke andere lidstaat waar de financi-

42. Zie art. 2 lid 1 van de verordening.

43. Onder het oude marktmisbruikregime schreef art. 5:25m lid 2 Wft nog voor dat openbaarmaking van geregelende informatie (waartoe koersgevoelige informatie gerekend werd) door een uitgevende instelling plaatsvindt door middel van het uitbrengen van een persbericht. Art. 17 lid 10 sub a van de verordening spreekt van 'technische middelen voor een passende openbaarmaking van voorwetenschap'. Ook in de uitvoeringsverordening wordt de term 'technische middelen die zorgen voor verspreiding van voorwetenschap' in art. 2 gebruikt. De brochure van de AFM maakt melding van het persbericht waarmee voorwetenschap openbaar gemaakt moet worden (Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 16).

39. Zie M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2008), p. 222-242 en G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2011), p. 317-430.

40. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 9-10.

41. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 10-11.

ele instrumenten van de uitgevende instelling met haar instemming zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt, een MTF of een OTF.<sup>44</sup> Opmerkelijk is dat een taalregeling voor het uit te brengen persbericht in de (uitvoerings)verordening nog ontbreekt. De tekst van het openbaar te maken persbericht moet in de Nederlandse of Engelse taal zijn, aldus de AFM. Indien het bericht ook in een andere lidstaat openbaar gemaakt wordt, moet ook de taal die door de nationale toezichthouder wordt aanvaard worden gebruikt, of een taal die in internationale financiële kringen pleegt te worden gebruikt.<sup>45</sup> Het tweede instrument is de website van de uitgevende instelling waarop de voorwetenschap door de uitgevende instelling moet worden geplaatst (art. 17 lid 1 van de verordening). De uitgevende instelling dient ervoor te zorgen dat die informatie aldus gedurende een periode van ten minste vijf jaar toegankelijk blijft.<sup>46</sup> Het derde instrument ten slotte is het openbaar register van de AFM waarin de van de uitgevende instelling ontvangen melding van voorwetenschap door de AFM wordt verwerkt (art. 1:107 lid 3 onderdeel c sub 2° Wft).<sup>47</sup> Het persbericht wordt overigens pas door de AFM door middel van haar openbaar register toegankelijk gemaakt voor het belegend publiek nadat door de AFM is vastgesteld dat het aan haar toegestuurd persbericht door de uitgevende instelling openbaar is gemaakt.<sup>48</sup> Hiermee heeft de opslag door de AFM in een openbaar register veeleer een archieffunctie dan een instrument dat ten behoeve van de openbaarmaking van voorwetenschap wordt ingezet. De AFM houdt deze gegevens gedurende ten minste vijf jaar voor een ieder kosteloos ter inzage in het register (art. 1:108 lid 1 Wft). Het openbaar register is te raadplegen op de website van de AFM.

## 5. Uitsluit van openbaarmaking

### 5.1. Inleiding

Het vertrekpunt van de verordening is dat een uitgevende instelling verplicht is om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. De Europese wetgever heeft niettemin onderkend dat het een uitgevende instelling in bijzondere gevallen toegestaan dient te worden openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen. Daaraan ligt de gedachte ten grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden deze geheimhouding alsdan tijdelijk wordt toegestaan. Dit impliceert dat een uitgevende instelling in een dergelijk geval mag besluiten om bepaalde informatie nog niet openbaar te maken, ondanks het feit dat zij bekend is met informatie die kwalificeert als voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling. De uitgevende instelling dient een besluit tot uitsluit van openbaarmaking zelf te nemen. De uitgevende instelling draagt daarmee ook zelf de verantwoordelijkheid voor het door haar genomen uitsluit. Bij het nemen van een besluit tot uitsluit van openbaarmaking dient de uitgevende instelling volgens art. 17 lid 4 van de verordening drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht te nemen. Deze voorwaarden zijn:

- onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling;
- het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitsluit van de openbaarmaking zou worden misleid; en
- de uitgevende instelling is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.

Deze uitsluitvoorwaarden vertonen – op enkele hierna nog te benoemen redactionele verschillen na – grote gelijkenis met het voorheen geldende uitsluitregime onder de Wft. Het uitsluit mag slechts voortduren zolang aan elk van deze drie voorwaarden wordt voldaan. Wordt niet langer aan één of meer van deze voorwaarden voldaan, dan dient de uitgevende instelling de voorwetenschap waarover zij beschikt meteen openbaar te maken.

Aan ESMA is opgedragen om richtsnoeren op te stellen voor het vaststellen van een niet-uitputtende lijst van rechtmatige belangen van uitgevende instellingen (uitsluitvoorwaarde sub a) en van situaties waarin de opschorting van de openbaarmaking waarschijnlijk zal leiden tot misleiding van het publiek (uitsluitvoorwaarde sub b).<sup>49</sup> ESMA heeft deze richtsnoeren op 13 juli 2016 – na een daaraan voorafgaande consultatie<sup>50</sup> – definitief vastgesteld.<sup>51</sup>

44. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 16.

45. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2018), p. 16.

46. Onder het oude marktmisbruikregime was die termijn een jaar (art. 5:25m lid 3 Wft).

47. In de regeling ontbreekt overigens nog het equivalent van art. 5:25m lid 6 Wft. Aldaar is bepaald dat de uitgevende instelling de gereglementeerde informatie – waartoe ook de informatie als bedoeld in art. 5:25i (oud) Wft behoorde (vgl. art. 1:1 Wft) – gelijktijdig met de algemeenverkrijgbaarstelling naar de AFM zendt. Daarna kon de AFM de informatie in het openbaar register opnemen. Nu wordt de AFM geacht voorwetenschap van uitgevende instellingen in een openbaar register op te nemen, zonder dat er een meldingsverplichting aan de uitgevende instelling is opgelegd. Accuraat wetgeven op het terrein van het financieel recht blijkt nog steeds een echt vak te zijn.

48. Zie AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 17.

49. Zie art. 17 lid 11 van de verordening.

50. Zie het Consultation Paper van ESMA van 28 januari 2016 met Draft guidelines in the Market Abuse Regulation (ESMA/2016/162).

51. Zie Annex V bij het Final Report met Guidelines

## 5.2. Schade aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling is waarschijnlijk

Waar de uitgevende instelling onder het uitstelregime van de Wft alreeds uitstel van openbaarmaking mocht nemen 'indien het uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient' (art. 5:25i lid 3 sub a (oud) Wft), lijkt de formulering van deze uitstelvoorwaarde thans iets aangescherpt te zijn. Uitstel mag voortaan pas worden genomen indien 'onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade [zou] toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling' (art. 17 lid 4 sub a van de verordening). Dit betekent dat uitstel pas is toegestaan indien reëel te verwachten is dat nadelige effecten als gevolg van voortijdige openbaarmaking zullen optreden.

Het begrip 'rechtmatige belangen van de uitgevende instelling' bij uitstel van openbaarmaking is nogal onbepaald. Teneinde iets meer zicht te bieden op de inhoud en betekenis daarvan heeft ESMA in haar *guidelines* enkele voorbeelden gegeven. Rechtmatige belangen van een uitgevende instelling zijn onder meer:

- a. de uitgevende instelling voert onderhandelingen, waarbij de uitkomst van die onderhandelingen negatief beïnvloed zou kunnen worden door onmiddellijke openbaarmaking;
- b. de financiële levensvatbaarheid van de uitgevende instelling is in ernstig en acuut gevaar (zonder dat een insolventieprocedure van toepassing is), waarbij onmiddellijke openbaarmaking daarvan de belangen van aandeelhouders zou kunnen schaden omdat daardoor lopende onderhandelingen over het zeker stellen van een financiële redding doorkruist zouden kunnen worden;
- c. de voorwetenschap ziet op besluiten die genomen zijn of overeenkomsten die gesloten zijn door een orgaan van de uitgevende instelling, waarbij volgens de nationale wetgeving of de statuten van de uitgevende instelling de goedkeuring vereist is van een ander orgaan (anders dan de algemene vergadering) en onmiddellijke openbaarmaking daarvan voordat die goedkeuring is verkregen aan een correcte beoordeling van die informatie door het publiek in de weg staat. In dat geval dient de uitgevende instelling ervoor zorg te dragen dat de goedkeuring van het andere orgaan zo spoedig mogelijk wordt verkregen;
- d. de uitgevende instelling heeft een product ontwikkeld of een uitvinding gedaan en onmiddellijke openbaarmaking daarvan zou de intellectuele eigendomsrechten van de uitgevende instelling kunnen schaden;
- e. de uitgevende instelling is voornemens een substantiële deelneming in een andere instelling te

kopen of te verkopen en de onmiddellijke openbaarmaking zou de uitvoering daarvan kunnen schaden;

- f. een eerder aangekondigde transactie is onderworpen aan goedkeuring van een overheidsinstantie en die goedkeuring is afhankelijk van de naleving door de uitgevende instelling van aanvullende vereisten, waarbij de onmiddellijke openbaarmaking van die vereisten het vermogen van de uitgevende instelling om die vereisten te vervullen beïnvloedt en daarmee het welslagen van de transactie zou verhinderen.

Het betreft hier niet meer dan enkele door ESMA gegeven voorbeelden van situaties die een rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel van openbaarmaking kunnen opleveren. Ook andere rechtmatige belangen van de uitgevende instelling zijn denkbaar. Indien een uitgevende instelling in voldoende mate aannemelijk kan maken dat voortijdige openbaarmaking van voorwetenschap die rechtmatige belangen waarschijnlijk zou schaden, kan zij ook in andere dan de door ESMA genoemde situaties op eigen verantwoordelijkheid uitstel van openbaarmaking nemen. Hierbij past wel onmiddellijk een kanttekening. De in de rechtspraak wel gehoorde opvatting dat deze uitstelvoorwaarde niet meer zou inhouden dan een belangenafweging, in die zin dat het belang van de uitgevende instelling bij het tijdelijk achterhouden van bepaalde informatie afgewogen dient te worden tegen het belang van beleggers bij tijdige openbaarmaking daarvan, dient mijns inziens verworpen te worden.<sup>52</sup> Met een dergelijke belangenafweging zou namelijk miskend worden dat voor uitgevende instellingen op grond van de verordening het vertrekpunt geldt om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken. Om een beroep te kunnen doen op de uitstelregeling zal een uitgevende instelling een concreet en legitiem eigen belang dienen te hebben bij het nemen van uitstel van openbaarmaking, waaraan in geval van onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade zou worden toegebracht. Dat belang van de uitgevende instelling moet voldoende zwaarwegend zijn om het primaat van de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 1 van de verordening terzijde te kunnen stellen. Het enkele feit dat het een uitgevende instelling op enig moment (nog) niet uitkomt om negatieve bedrijfsinformatie openbaar te maken, kwalificeert niet als een rechtmatig belang.<sup>53</sup>

## 5.3. Geen misleiding van het publiek

Uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap is slechts toegestaan indien het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het door de uitgevende instelling genomen uitstel zou worden misleid. Deze

on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130).

52. Zie in deze zin ook Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. Van der Velden (*Fortis*), r.o. 18.6.

53. Zie daarvoor ook AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 10-11

voorwaarde behoeft enige toelichting, omdat het door de uitgevende instelling genomen uitstel uit de aard der zaak impliceert dat bepaalde informatie doelbewust wordt achtergehouden. Teneinde te voorkomen dat elk beroep op de uitstelregeling illusoir wordt, zal aan het begrip 'misleiding' in deze context dan ook een andere dan de gebruikelijke betekenis moeten worden toegekend.

Teneinde aan de markt over de inhoud en betekenis van deze uitstelvoorwaarde meer duidelijkheid te verschaffen heeft ESMA, ter uitvoering van de in art. 17 lid 11 van de verordening gegeven opdracht, richtsnoeren vastgesteld betreffende situaties waarin uitstel van openbaarmaking waarschijnlijk zal leiden tot misleiding van het publiek.<sup>54</sup> Die voorbeelden zijn:

- a. de voorwetenschap waarvan de uitgevende instelling voornemens is de openbaarmaking uit te stellen, wijkt wezenlijk af van een eerdere openbaarmaking in de aangelegenheid waarop de voorwetenschap betrekking heeft;
- b. de voorwetenschap waarvan de uitgevende instelling voornemens is de openbaarmaking uit te stellen, heeft betrekking op het feit dat de financiële doelstellingen waarschijnlijk niet zullen worden gehaald, terwijl deze doelstellingen eerder publiekelijk bekend zijn gemaakt;
- c. de voorwetenschap waarvan de uitgevende instelling voornemens is de openbaarmaking uit te stellen, wijkt af van de marktverwachtingen, terwijl die verwachtingen gebaseerd zijn op signalen die de uitgevende instelling eerder aan de markt heeft afgegeven, zoals door interviews, *road shows* of enige andere communicatievorm die door de uitgevende instelling georganiseerd is of met haar goedkeuring heeft plaatsgevonden.

Uit deze voorbeelden blijkt dat bij de uitleg van het begrip 'misleiding' rekening moet worden gehouden met de eerder door een uitgevende instelling gedane of geautoriseerde mededelingen die niet (meer) verenigbaar zijn met de voorwetenschap die de uitgevende instelling voornemens is achter te houden. Aangenomen mag worden dat het enkele feit dat de openbaarmaking van voorwetenschap – en dat is per definitie *nieuwe* informatie over de uitgevende instelling – wordt uitgesteld, niet als zodanig aan een beroep op de uitstelregeling (als bedoeld in het eerste voorbeeld) in de weg staat. Een beroep op de uitstelregeling lijkt uitsluitend niet mogelijk te zijn indien mededelingen die voorafgaand aan een beroep op de uitstelregeling zijn gedaan door bepaalde latere ontwikkelingen worden achterhaald of een andere betekenis krijgen en de achter te houden voorwetenschap om die reden wezenlijk afwijkt van een eerdere openbaarmaking. Aangenomen mag verder worden dat misleiding

van het publiek eveneens waarschijnlijk is indien de uitgevende instelling zelf mededelingen doet die in strijd zijn met de achtergehouden voorwetenschap.<sup>55</sup>

#### 5.4. Garanderen van vertrouwelijkheid

Ten slotte geldt de voorwaarde dat uitstel van openbaarmaking slechts is toegestaan indien de uitgevende instelling in staat is om de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap te garanderen. Een belangrijke maatregel die de uitgevende instelling in elk geval dient te nemen om de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap te garanderen, is het beperken van de toegang tot voorwetenschap tot die personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie (*need to know*-beginsel).<sup>56</sup> Om dit doel te bereiken, kunnen diverse instrumenten worden ingezet. Te denken valt aan het gebruik van codenamen, het nummeren van kopieën, beveiliging van computernetwerk met wachtwoorden e.d. Bevorderlijk voor het garanderen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap is verder de verplichting van uitgevende instellingen een insiderlijst op te stellen en bij te houden.<sup>57</sup> Een aanvullende verplichting bestaat daaruit dat de uitgevende instelling ervoor zorg draagt dat de personen die op de insiderlijst voorkomen verklaren op de hoogte te zijn van de ge- en verboden die verband houden met de omgang met voorwetenschap en van de sancties die van toepassing zijn op handel met voorwetenschap en het wederrechtelijk meedelen van voorwetenschap.<sup>58</sup> Een ander voorbeeld van een dergelijk instrument is het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst. Het sluiten van een dergelijke overeenkomst legitimeert de uitgevende instelling om voorwetenschap selectief aan een derde mede te delen, indien dit althans geschiedt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie.<sup>59</sup> Met het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst beoogt de uitgevende instelling te voorkomen dat deze informatie voortijdig openbaar wordt gemaakt. Het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst zal er tevens toe strekken de derde waarmee de overeenkomst wordt gesloten de inhoud van het verbod voorwetenschap wederrechtelijk mee te delen nog eens uitdrukkelijk onder de aandacht te brengen.<sup>60</sup> Voor deze derde uitstelvoorwaarde is van belang – maar niet beslissend – of de uitgevende instelling voldoende maatregelen heeft genomen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden voorwetenschap te garanderen. Ingezien moet worden dat ook

54. Zie Annex V bij het Final Report met Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information (ESMA/2016/1130).

55. Zie verder G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2011), p. 293-300.

56. Zie ook AFM-brochure Openbaarmaking van voorwetenschap (juni 2016), p. 14.

57. Zie daarvoor art. 18 van de verordening.

58. Zie art. 18 lid 2 van de verordening.

59. Zie art. 17 lid 8 van de verordening.

60. Zie hiervoor art. 10 van de verordening.



als de uitgevende instelling voldoende maatregelen heeft getroffen, zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin geconcludeerd moet worden dat de vertrouwelijkheid van de achtergehouden voorwetenschap niet (langer) kan worden gegarandeerd. In dat geval herleeft de verplichting voor de uitgevende instelling om de voorwetenschap op grond van de hoofdregel van art. 17 lid 1 van de verordening zo snel mogelijk openbaar te maken. Het gaat hier dus om een resultaatsverbintenis van de uitgevende instelling, niet slechts om een inspanningsverbintenis.

Is het vertrouwelijk karakter van de voorwetenschap niet langer gegarandeerd, dan maakt de uitgevende instelling deze informatie zo snel mogelijk openbaar.<sup>61</sup> Deze regel heeft blijkens de tekst van art. 17 lid 7 van de verordening onder andere betrekking op situaties waarin een gerucht in de financiële markten voorkomt en dat gerucht betrekking heeft op voorwetenschap waarvan de openbaarmaking door de uitgevende instelling is uitgesteld. Indien het gerucht voldoende nauwkeurig is om te concluderen dat het vertrouwelijke karakter van de informatie in kwestie niet langer is gegarandeerd, zal de uitgevende instelling de voorwetenschap openbaar moeten maken. Niet wordt vereist dat daadwerkelijk vaststaat dat de vertrouwelijkheid op een of andere wijze is doorbroken om de hoofdregel van onverwijld openbaarmaking van voorwetenschap te laten herleven. Voldoende is dat er concrete signalen zijn dat de vertrouwelijkheid van de door de uitgevende instelling achtergehouden voorwetenschap niet meer is verzekerd. Zo kunnen bepaalde geruchten of marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren, een dergelijk signaal opleveren. Voorop staat evenwel dat in het algemeen niet op speculatie of onware geruchten in de markt behoeft te worden gereageerd. Dit wordt anders als bijvoorbeeld marktgeruchten geheel of ten dele op waarheid berusten (en dus betrekking hebben op de achtergehouden voorwetenschap). Een verplichting tot openbaarmaking kan voor de uitgevende instelling ontstaan als sprake is van ontwikkelingen in de markt die significant afwijken van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor een andere (overtuigende) verklaring door de uitgevende instelling kan worden gegeven.<sup>62</sup> In dat geval is er immers gereede twijfel aan het voortduren van de vertrouwelijkheid van de achtergehouden voorwetenschap.

Het voorgaande betekent dat het bij toepassing van de uitstelregeling aanbeveling verdient om een *leak strategy* te bepalen in het geval de achtergehouden voorwetenschap door de uitgevende instelling onverhoopt niet langer meer vertrouwelijk kan

worden gehouden. Onderdeel daarvan is het voorhanden hebben van een (steeds te actualiseren) noodpersbericht dat door de uitgevende instelling bij geruchtvorming en/of opmerkelijke omzet- en koersbewegingen terstond moet worden uitgebracht.

##### 5.5. Melding van en toelichting op genomen uitstel aan de AFM

Indien de uitgevende instelling een besluit heeft genomen om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen, stelt deze de AFM daarvan onmiddellijk nadat de informatie openbaar is gemaakt op de hoogte.<sup>63</sup> Deze *ex post*-meldingsplicht is nieuw in de verordening. Doordat de AFM voortaan met zoveel woorden – zij het achteraf – ervan op de hoogte wordt gesteld dat eerder door de uitgevende instelling uitstel van openbaarmaking is genomen, zal de AFM beter in staat zijn te toetsen of de uitgevende instelling op goede gronden een besluit tot uitstel van openbaarmaking heeft genomen en of het uiteindelijke moment van openbaarmaking door haar juist is gekozen.

Nog op een andere wijze wordt de AFM te hulp geschoten bij de uitoefening van haar toezichthoudende taak op de naleving van de uitstelregeling. De uitgevende instelling is tevens verplicht bij de melding aan de AFM schriftelijk uiteen te zetten op welke wijze aan de uitstelvoorwaarden is voldaan. De verordening kent evenwel een lidstaatoptie. Als alternatief kunnen de lidstaten bepalen dat de uitgevende instelling enkel op verzoek van de toezichthouder (de AFM in dit geval) en achteraf een afschrift van een dergelijke toelichting hoeft over te leggen. Nederland zal van deze lidstaatoptie gebruik maken, zoals reeds was aangekondigd in het voorstel van de Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik, en wel 'om enerzijds extra lasten voor het bedrijfsleven te voorkomen en anderzijds om te voorkomen dat de AFM talloze documenten moet ontvangen en archiveren die op dat moment van weinig waarde zijn voor het toezicht. Uitgevende instellingen maken in de praktijk namelijk veelvuldig gebruik van de (reeds bestaande) mogelijkheid om publicatie van koersgevoelige informatie uit te stellen. De effectiviteit van het toezicht is er daarom meer bij gebaat dat de AFM documentatie over het uitstel kan opvragen wanneer zij daar concrete aanleiding toe ziet.'<sup>64</sup> Deze nationale keuze zal worden vastgelegd in een AMvB, het Besluit uitvoering verordening marktmisbruik, maar deze is bij het afronden van deze bijdrage nog steeds niet gereed (zie daarvoor ook § 1).<sup>65</sup>

In de uitvoeringsverordening is deze jegens de AFM bestaande verplichting tot melding van het genomen uitstel en een toelichting op de wijze waarop aan de uitstelvoorwaarden is voldaan verder uit-

61. Art. 17 lid 7 van de verordening.

62. Zie ook Gerechtshof Amsterdam, nevenzittingsplaats Arnhem, 10 juli 2012, JOR 2015/70 m.nt. Hoff en Gerechtshof Amsterdam, nevenzittingsplaats Arnhem, 11 november 2014, JOR 2015/71 m.nt. Hoff.

63. Zie art. 17 lid 4 van de verordening.

64. Zie *Kamerstukken II 2015/16*, 34 455, nr. 3, p. 27.

65. Zie eveneens *Kamerstukken II 2015/16*, 34 455, nr. 3, p. 27.

gewerkt.<sup>66</sup> Voor de rechtspraak zijn die administratieve maatregelen zonder meer een belangwekkende ontwikkeling. Immers, uit een pluriforme groep bestuurders – veelal statutaire bestuurders, maar soms ook een groep leden van een *executive committee*<sup>67</sup> – zal in voorkomend geval een selectie gemaakt moeten worden van de personen die op niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap kunnen worden aangesproken. Dat zullen de AFM en het OM moeten doen om het begrip ‘feitelijk leidinggever’ aan de overtreding te kunnen invullen (zie hierna § 7). Dat zullen ook de beleggers met enige mate van precisie moeten doen als zij op grond van onrechtmatige daad een schadevergoedingsvordering (mede) tegen (feitelijk) bestuurders van de uitgevende instelling persoonlijk wensen in te stellen. Het resultaat daarvan in de *Fortis*-zaak waarin een groep bestuurders van een *one-tier board* en leden van het *executive committee* door de VEB aansprakelijk was gesteld, was redelijk ontluisterend. Van geen van deze groepsleden zou zogezegd het DNA op de misleidende persberichten zijn aan te treffen. Men moest de fout toch vooral bij een ander zoeken, overigens zonder die ander met naam en rugnummer aan te wijzen.<sup>68</sup> Tegen deze achtergrond valt voor beleggers veel heil te verwachten van de voor de uitgevende instelling geldende verplichting om reeds vanaf het eerste ontstaansmoment van voorwetenschap intern te registreren hoe zij met deze informatie is omgegaan en wie daarover heeft beslist of meebeslist. De in de uitvoeringsverordening vastgestelde normen houden namelijk voor de uitgevende instelling de verplichting in om op toegankelijke wijze vast te leggen:

- a. de data en tijdstippen waarop de voorwetenschap voor het eerst ontstond c.q. bekend werd, wanneer het besluit tot uitstel is genomen en wanneer de voorwetenschap naar verwachting openbaar zal worden gemaakt;
- b. de identiteit van de personen die verantwoordelijk zijn voor het uitstel en de duur daarvan, voor het permanent voldoen aan de uitstelvoorwaarden of de controle daarop, voor de openbaarmaking en voor de informatievoorziening over het genomen uitstel aan de AFM;
- c. het bewijs dat bij aanvang werd voldaan aan de uitstelvoorwaarden en dat dit ook gedurende de uitstelperiode het geval is geweest, waaronder

de getroffen geheimhoudingsmaatregelen en de maatregelen die worden genomen indien de vertrouwelijkheid niet meer is gewaarborgd.

De EU-wetgever vraagt hiermee van uitgevende instellingen in wezen dat hun interne beoordelings- en besluitvormingsproces op dit terrein georganiseerd en gestandaardiseerd wordt. Dat betekent zelfs dat de personen die hiervoor verantwoordelijk zijn, door de uitgevende instelling moeten worden aangewezen. ESMA heeft in een toelichting op het ontwerp van de uitvoeringsverordening hierover opgemerkt, dat deze personen ‘should be clearly identified within the issuer and should have the necessary decision-making power (e.g. a managing board member or a senior executive director), considering the major importance of the decision.’<sup>69</sup> ESMA achtte het gelet op de grote verschillen tussen uitgevende instellingen niet aangewezen om generiek eisen te stellen aan de positie die deze personen binnen de organisatie van de uitgevende instelling zouden moeten bekleden. In aanmerking zullen kunnen komen de leden van het bestuur, een *executive committee* en/of een *disclosure committee*.<sup>70</sup> In een adequate vastlegging van de (voorbereiding van de) besluitvorming zal een grote uitdaging voor uitgevende instellingen gelegen zijn.<sup>71</sup> Hoe gedetailleerd moet alles vastgelegd worden? Wat wordt van uitgevende instellingen verwacht als sprake is van een transactie- of besluitvormingsproces dat zich in fasen voltrekt? Het is duidelijk dat dit nieuwe Europese voorschrift verlangt dat functionarissen van uitgevende instellingen beschikken over kennis op het vereiste niveau aangaande de noodzaak van het al of niet openbaar maken van voorwetenschap en de voorwaarden om tot uitstel van openbaarmaking daarvan over te gaan.

Het schriftelijk vastleggen door de uitgevende instelling van de personen die verantwoordelijkheid dragen voor de beslissingen op dit terrein is vers één, het door beleggers in handen krijgen daarvan ten behoeve van een in te stellen schadevergoedingsvordering is vers twee. Naar mijn oordeel zou een exhibitievordering ex art. 843a Rv of een enquête – het communicatiebeleid van een beursvennoot-

66. Zie daarvoor art. 4 van de uitvoeringsverordening.

67. Volgens Honée hanteert 58% van de beursgenoteerde uitgevende instellingen inmiddels het *exco*-model. Zie A.A. Bootsma, ‘Nederland, het Delaware van Europa?’, Verslag van het Van der Heijden Congres 2015, *Ondernemingsrecht* 2016/84, p. 424.

68. Inmiddels is deze door de VEB aangespannen rechtszaak in het voorjaar van 2016 geëindigd in een voorwaardelijke schikkingsovereenkomst. De schikking zal op grond van de Wet collectieve afwikkeling massaschade nog goedgekeurd moeten worden door het gerechtshof Amsterdam. De auteur van deze bijdrage is één van de advocaten van de VEB in deze rechtszaak geweest.

69. Zie ESMA, Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation van 28 september 2015 (ESMA/2015/1455), p. 52.

70. Zie over de taak en werkwijze van *disclosure committees*: G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2011), p. 444-451.

71. In de *Fortis*-zaak heeft de Ondernemingskamer in r.o. 6.130 alreeds gewezen op de gebrekkige vastlegging van de besluitvorming in de gevallen dat Fortis had besloten de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen. Onderzoekers hadden vastgesteld dat de beslissingen van Fortis hieromtrent niet waren vastgelegd in de notulen van de raad van bestuur. Elk *audit trail* over deze belangrijke beslissingen ontbrak. Ook deze constatering van onderzoekers heeft volgens de Ondernemingskamer bijgedragen aan het oordeel omtrent het wanbeleid (zie verder Ondernemingskamer 5 april 2012, *JOR* 2013/41 m.nt. Bulten).

schap kan immers onderwerp van een enquête zijn – hier in voorkomend geval uitkomst kunnen bieden.<sup>72</sup> Ook via het bestuursprocesrecht van de Algemene wet bestuursrecht zouden beleggers kunnen proberen de door de uitgevende instelling aan de AFM verstrekte toelichting op het genomen uitstel in handen proberen te krijgen. Daarvoor is dan wel nodig dat beleggers in een door de AFM geïnitieerde boeteprocédure over de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap als rechtstreeks belanghebbenden als bedoeld in art. 1:2 lid 1 Awb worden aangemerkt (en dat deze beleggers dus niet slechts via hun aandeelhouderschap een afgeleid belang hebben).

De verordening voorziet ten slotte nog in een grondslag voor de Commissie om gedelegeerde handelingen vast te stellen ter aanduiding van de bevoegde autoriteit die bevoegd is voor de kennisgevingen als bedoeld in de leden 4 en 5 van art. 17. Dat is tot op heden nog niet gebeurd. Naar ik aanneem, zal die aanwijzing met name van belang zijn voor uitgevende instellingen waarbij meerdere jurisdicties een rol spelen.

## 5.6. Uitstelregeling voor financiële instellingen

Een bijzondere uitstelregeling geldt ten slotte voor uitgevende instellingen die kredietinstelling of een andere financiële instelling zijn.<sup>73</sup> Met het oog op handhaving van de stabiliteit van het financiële systeem kan een dergelijke financiële instelling, op eigen verantwoordelijkheid, de openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen indien aan bepaalde, bijzondere uitstelvoorwaarden wordt voldaan. Deze uitstelmogelijkheid geldt voor alle informatie die als voorwetenschap kwalificeert, met inbegrip van informatie die gerelateerd is aan een tijdelijk liquiditeitsprobleem en in het bijzonder informatie over de noodzaak van tijdelijke liquiditeitssteun van een centrale bank of een kredietverstrekker in laatste instantie.<sup>74</sup>

De bijzondere uitstelvoorwaarden zijn in dit geval: (i) openbaarmaking van de voorwetenschap leidt mogelijkerwijs tot ondermijning van de financiële

stabiliteit van de uitgevende instelling en van het financieel systeem, (ii) het uitstel is in het algemeen belang, (iii) de betrouwbaarheid van de betreffende informatie kan worden gewaarborgd en (iv) de door de Commissie aangewezen bevoegde autoriteit heeft op basis van de naleving van voornoemde uitstelvoorwaarden met het uitstel ingestemd.<sup>75</sup> Deze laatste uitstelvoorwaarde impliceert de noodzaak van een *ex ante*-melding aan de nog aan te wijzen bevoegde autoriteit (dan wel de AFM), aangezien deze vooraf met het uitstel moet instemmen. Ingevolge art. 17 lid 6 van de verordening ziet de bevoegde autoriteit erop toe dat de openbaarmaking van de voorwetenschap uitsluitend wordt uitgesteld gedurende de periode die nodig is vanuit een oogpunt van algemeen belang. Wekelijks dient de bevoegde autoriteit te beoordelen of nog steeds aan de uitstelvoorwaarden wordt voldaan. Tot slot geldt als vanzelfsprekend de regel dat de voorwetenschap onmiddellijk openbaar wordt gemaakt door de uitgevende instelling wanneer de bevoegde autoriteit niet met het uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap instemt.

De uitstelregeling voorziet in deze uitzonderlijke omstandigheden in stilzwijgen door een kredietinstelling of financiële instelling. Niet toegestaan is het doen van geruststellende mededelingen over de financiële gezondheid van de instelling, terwijl deze beschikt over informatie waaruit het tegendeel blijkt.<sup>76</sup>

## 6. Selectieve openbaarmaking van voorwetenschap

In art. 17 lid 8 van de verordening is een bijzondere voorziening opgenomen voor het geval voorwetenschap door een uitgevende instelling (of een persoon die namens of voor rekening van de uitgevende instelling handelt) selectief aan een derde is of wordt verstrekt uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.<sup>77</sup> In dat geval

72. Deze instrumenten zijn ook in de *Fortis*-zaak ingezet. Zie Ondernemingskamer 24 november 2008, *JOR* 2009/9 m.nt. Josephus Jitta voor het onderzoek dat is gelast naar het beleid en de gang van zaken wat betreft de verschillende door Fortis gegeven publieke verklaringen; Ondernemingskamer 5 april 2012, *JOR* 2013/41 m.nt. Bulten voor de beschikking waarbij op diverse punten wanbeleid is vastgesteld; Hoge Raad 6 december 2013, *JOR* 2014/65 m.nt. Holtzer voor de verwerping van het cassatieberoep daartegen; Rb. Amsterdam 23 april 2014, *JOR* 2014/200 voor de incidentele vordering ex artikel 843a Rv om documentatie te verstrekken; Ondernemingskamer 6 november 2013, *JOR* 2014/7 m.nt. Bulten voor het verzoek gebruik te kunnen maken van de bijlagen bij het enquêteverslag.

73. Zie hiervoor art. 17 lid 5 en 6 van de verordening.

74. Zie hiervoor ook overwegingen (52) en (53) van de verordening.

75. Zie art. 17 lid 3 van de verordening voor deze gedelegeerde aanwijzingsbevoegdheid van de Commissie. Merkwaardig is intussen dat niet de Commissie een bevoegde autoriteit heeft aangewezen, maar dat de AFM is aangewezen in het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

76. Zie in dat verband CBB 4 maart 2014, *JOR* 2014/133 m.nt. Stevens (*Fortis*). Hoewel het water Fortis tot boven de lippen was gestegen, meldden de CEO en de CFO in mei en juni 2008 bij diverse gelegenheden publiekelijk nog dat de solvabiliteitsontwikkeling 'op plan' en 'op koers'.

77. Daarbij wordt verwezen naar de normale uitoefening van werk, beroep of functie zoals bedoeld in artikel 10 lid 1 van de verordening. Het verschil is dat wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap (*tipping*) aan de orde is als *niet* in de normale uitoefening van werk, beroep of functie voorwetenschap aan enig ander persoon bekend wordt gemaakt, terwijl de bijzondere voorziening van art. 17 lid 1 van de verordening uitsluitend van toepassing kan zijn als voorwetenschap *in* de normale uitoefening van werk, beroep of

ontstaat alsnog een bijzondere verplichting voor de uitgevende instelling om de voorwetenschap in kwestie volledig en doeltreffend openbaar te maken waarvan de *timing* afhankelijk is gesteld van de wijze waarop de informatie aan de betrokken derde is of wordt verstrekt: ofwel opzettelijk, ofwel onopzettelijk. Openbaarmaking van selectief verstrekte informatie moet gelijktijdig plaatsvinden indien de informatieverstrekking aan een derde opzettelijk plaatsvindt dan wel onverwijld daarna indien de voorwetenschap door de uitgevende instelling onopzettelijk aan een derde is verstrekt. In lid 8 is verder nog bepaald dat deze bijzondere openbaarmakingsplicht niet van toepassing is, indien de persoon die de informatie ontvangt een geheimhoudingsplicht heeft.

Deze bijzondere voorziening maakte alreeds deel uit van de Richtlijn marktmisbruik en is ontleend aan *Regulation Fair Disclosure* (FD) van de Amerikaanse SEC.<sup>78</sup> Eerder heb ik betoogd dat als bepalingen uit buitenlandse wetgeving één-op-één in ons rechtsregime worden overgenomen zonder dat daarbij wordt acht geslagen op de bijzondere achtergrond van deze bepalingen, een reëel risico ontstaat dat bepalingen anders uitpakken dan oorspronkelijk was bedoeld of zelfs onbegrijpelijk worden.<sup>79</sup> Dat risico heeft zich in dit geval gemanifesteerd. De reden om een bijzondere openbaarmakingsplicht voor uitgevende instellingen naar aanleiding van selectieve contacten waarbij *material information* wordt uitgewisseld in de federale effectenwetgeving van de USA op te nemen, was enerzijds het bestaan van een voor uitgevende instelling geldende *general rule of nondisclosure* (behoudens specifiek geregelde wettelijke uitzonderingen daarop) en anderzijds de analyse dat de Amerikaanse *insider trading laws* geen ruimte bieden om de praktijk van *selective disclosure van material information* te bestrijden. Het Europese openbaarmakingsregime gaat uit van een voor de uitgevende instelling geldende doorlopende verplichting om voorwetenschap zo spoedig mogelijk openbaar te maken indien en zodra deze ontstaat. Daarmee is niet verenigbaar dat de uitgevende instelling deze openbaarmakingsverplichting op eigen initiatief zou kunnen verleggen naar het moment waarop in een selectief contact de bewuste voorwetenschap aan een derde wordt verstrekt. Het is bovendien een erg kromme redactie van een algemene openbaarmakingsverplichting als deze gekoppeld wordt aan het onderhouden van een selectief contact. De beursvennootschap moet wel over bovenmenselijke gaven beschikken om gelijktijdig een selectief contact te kunnen onderhouden én de informatie volledig en doeltreffend openbaar te maken. In dat geval dringt de vergelijking zich op met de stripheld Lucky Luke die sneller schiet dan zijn schaduw. Ook de bijzondere voorziening dat in het geval van onopzettelijke verstrekking

van voorwetenschap aan een derde openbaarmaking onverwijld daarna mag plaatsvinden, schuurt met het Europees openbaarmakingsregime. Deze bijzondere voorziening biedt de uitgevende instelling in feite een tweede kans om overtreding van de openbaarmakingsplicht te voorkomen nadat de verplichting om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken al onomkeerbaar is overtreden. Het voorgaande leidt tot de paradoxale slotsom dat de effectieve bestrijding van selectieve openbaarmaking van voorwetenschap slechts gediend kan worden met het alsnog schrappen van art. 17 lid 8 van de verordening. Dit voorschrift is ook typisch een geval waarbij je het pas gaat zien als je het doorhebt.

## 7. Handhaving van de openbaarmakingsplicht

Het sluitstuk van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap wordt gevormd door de nationale wettelijke regeling over de handhaving daarvan. Met de correcte naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap is voor uitgevende instellingen een groot belang gemoeid. Dat belang is niet alleen gelegen in het voorkomen van sancties die bij handhaving door de AFM of het Openbaar Ministerie (OM) kunnen worden opgelegd. Handhaving zal ook koren op de molen van beleggers zijn om schadevergoedingsvorderingen tegen de uitgevende instelling en aan haar verbonden functionarissen in te stellen. Zie daarvoor de bijdrage van Busch aan dit themanummer.

De Wet op het financieel toezicht voorziet in een aantal handhavingsbevoegdheden. Deze handhavingsbevoegdheden kunnen op grond van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten ook worden uitgeoefend in geval van een overtreding van voorschriften uit de verordening. De AFM is in art. 2 lid 1 sub m van dit besluit aangevoerd als de bevoegde autoriteit, belast met de uitvoering en handhaving van de bij of krachtens de verordening gestelde regels.<sup>80</sup> De navolgende, voor de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap van belang zijnde handhavingsbevoegdheden vragen om een korte toelichting: (i) de bestuurlijke boete, (ii) de last onder dwangsom en (iii) de aanwijzingsbevoegdheid.

### Bestuurlijke boete

Op grond van art. 5 lid 1 van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten kan de AFM terzake van overtreding van voorschriften gesteld ingevolge de in bijlage 2 genoemde artikelen een bestuurlijke boete opleggen.<sup>81</sup> Dat dient te geschied-

functie wordt verstrekt.

78. Zie art. 6 lid 3 van de richtlijn.

79. Zie daarvoor mijn filippica: G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (2011), p. 520-526.

80. Deze aanwijzing van de AFM als bevoegde autoriteit steunt weer op art. 1:25 lid 3 Wft.

81. Onder het oude regime werd in ruim tien jaar tijd – en wel vanaf 1 oktober 2005 tot aan 3 juli 2016 – relatief weinig gehandhaafd door de AFM. De boetebesluiten zijn op één hand te tellen. Te denken valt aan de be-



den met toepassing van de in die bijlage genoemde tariefnummers (of boetecategorieën). Uit de bijlage blijkt dat de volgende tariefnummers aan overtreding van voorschriften van art. 17 van de verordening zijn verbonden: art. 17 lid 1 en 2 (openbaarmakingsplicht van voorwetenschap): tariefnummer 3, art. 17 lid 4 laatste alinea (de *ex post*-melding van het genomen uitstel en de toelichting daarop): tariefnummer 2 en art. 17 lid 8 (openbaarmakingsplicht na een selectieve verspreiding): tariefnummer 3. Deze bestuurlijke boete kan door de AFM niet alleen aan de uitgevende instelling worden opgelegd, maar ook aan de opdrachtgevers van en feitelijk leidinggevers aan de overtreding.<sup>82</sup> De AFM zal een boetebesluit openbaar maken (zie daarvoor art. 1:97 t/m 1:99 Wft).

Voor elke boetecategorie bepaalt art. 1:81 lid 2 Wft een bandbreedte waarbinnen de bestuurlijke boete zich dient te bewegen. Deze bandbreedte loopt steeds vanaf nihil tot een maximumbedrag, dat voor de eerste categorie overtredingen op € 10.000 is gesteld, voor de tweede categorie op € 1.000.000 en voor de derde categorie op € 5.000.000. Binnen deze bandbreedtes dient de AFM de hoogte van de bestuurlijke boete vervolgens te bepalen aan de hand van een eveneens in art. 1:81 lid 2 Wft vastgesteld basisbedrag en een aantal in paragraaf 1 (Algemene bepalingen) van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector Wft genoemde boeterichtsnoeren.<sup>83</sup> Het basisbedrag geldt steeds als vertrekpunt voor de vaststelling van de hoogte van de bestuurlijke boete in een concreet geval. Voor de eerste categorie overtredingen is het basisbedrag gelijk aan het maximumbedrag van € 10.000. Voor de twee andere categorieën van overtredingen geschiedt de vaststelling van de hoogte van de bestuurlijke boete aan de hand van een basisbedrag dat precies in het midden van de bandbreedte is vastgesteld, derhalve € 500.000 voor de tweede categorie en € 2.500.000 voor de derde categorie. In een bijzonder geval kan de bestuurlijke boete zelfs oplopen tot ten hoogste 10% van de netto-omzet van de uitgevende instelling (art. 1:82 lid 1 Wft). Dat is het geval bij een overtreding uit de derde categorie indien de netto-omzet van de uitgevende instelling meer bedraagt dan € 100 miljoen. Volgens art. 1:83 Wft kan de AFM in afwijking van art. 1:81 Wft een

bestuurlijke boete opleggen van ten hoogste drie maal het bedrag van het voordeel dat de overtreder door de overtreding heeft verkregen. Toepassing van deze bepaling zou in aanmerking kunnen komen indien een temporeel verband bestaat tussen de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap en het verrichten van een transactie in financiële instrumenten door de uitgevende instelling (bijvoorbeeld bij de uitvoering van een inkoopprogramma).

#### *Last onder dwangsom*

Op grond van art. 4 Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten kan de AFM ter zake van overtreding van voorschriften gesteld ingevolge de in bijlage 1 genoemde artikelen een last onder dwangsom opleggen. In deze bijlage worden opgesomd de leden 1, 2, 6 t/m 8 en 10 van art. 17 van de verordening.

#### *Aanwijzing*

Een belangrijk handhavingsinstrument was ook de bevoegdheid van de AFM om aan een uitgevende instelling een aanwijzing te geven. Zo werd in art. 5:25s lid 1 Wft het bepaalde in art. 1:75 lid 1 Wft (de aanwijzingsbevoegdheid) van overeenkomstige toepassing verklaard in geval van niet-naleving door een uitgevende instelling van hetgeen bij of krachtens art. 5:25i Wft was bepaald. Een dergelijke verwijzing (in dit geval naar art. 17 van de verordening) bevat art. 5:25s lid 1 Wft niet meer.<sup>84</sup> Wel blijft het mogelijk dat de AFM een handelsmaatregel treft, hetgeen een aanwijzing inhoudt aan bijvoorbeeld een marktexploitant om de handel in een financieel instrument op te schorten, te onderbreken of door te halen (art. 5:32h Wft).<sup>85</sup> De AFM kan deze bevoegdheid uitoefenen indien een uitgevende instelling niet voldoet aan de verplichting om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken.

#### *Strafrechtelijke handhaving*

Als alternatief voor bestuurlijke handhaving door de AFM heeft de nationale wetgever er welbewust voor gekozen om de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap ook strafrechtelijk te kunnen handhaven.<sup>86</sup> Overtreding van de openbaarmakingsplicht is een economisch delict, waarvan de opsporing, vervolging en berechting volgens het regime van de Wet op de economische delicten (WED) verloopt.<sup>87</sup> Daartoe is art. 17 van de verordening (en

stuurlijke boetes die zijn opgelegd aan Koninklijke Numico (2008), Vedior (2009), Fortis (2010), Wavin (2011) en Royal Imtech (2015).

82. Zie art. 5:1 lid 3 Algemene wet bestuursrecht (Awb). In deze bepaling wordt art. 5:1 lid 2 en 3 Wetboek van Strafrecht (Sr), waarin strafrechtelijke aansprakelijkheid voor door een rechtspersoon gepleegde strafbare feiten wordt uitgebreid tot opdrachtgevers en feitelijk leidinggevers, van overeenkomstige toepassing verklaard op overtredingen. Onder een 'overtreding' wordt een gedraging verstaan die in strijd is met het bepaalde bij of krachtens enig wettelijk voorschrift (art. 5:1 lid 1 Awb).

83. Die boeterichtsnoeren zijn: (i) de ernst of duur van de overtreding en (ii) de mate van verwijtbaarheid van de overtreder.

84. Een dergelijke aanwijzingsbevoegdheid (met overeenkomstige toepassing van art. 1:75 lid 1 Wft) bestaat bijvoorbeeld wel ten aanzien van voorschriften uit de prospectusverordening (art. 5:25 lid 1 Wft).

85. Zie ook art. 4:4b Wft voor de aanwijzingsbevoegdheid van de AFM ten aanzien van een beleggingsonderneming die een MTF exploiteert.

86. Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (richtlijn marktmissbruik), gepubliceerd in *PbEU* 2014, L 173/179-189, verplichtte daartoe niet.

87. Zie voor de opportuniteit van de strafbaarstelling

wel in zijn geheel) opgenomen in de lijst van economische delicten van art. 1 onderdeel 2° WED. Ten aanzien van deze bepaling uit de verordening geldt dat overtreding daarvan een misdrijf is, voor zover deze overtreding opzettelijk is begaan (art. 2 lid 1 WED). Indien geen opzet kan worden aangewezen, is sprake van een overtreding. In art. 17 zijn de volgende strafbaar gestelde voorschriften opgenomen:

- a. een uitgevende instelling dient voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft zo snel mogelijk openbaar te maken;
- b. een uitgevende instelling zorgt ervoor dat de voorwetenschap die wordt gepubliceerd snel toegankelijk is en volledig, op correcte wijze en tijdig kan worden beoordeeld door het publiek;
- c. een uitgevende instelling mag de openbaarmaking van voorwetenschap niet combineren met marketing; en
- d. een uitgevende instelling plaatst de voorwetenschap die zij openbaar maakt op haar website en zorgt ervoor dat deze informatie minstens vijf jaar toegankelijk blijft.

Daartoe blijft deze strafbaarstelling overigens niet beperkt. In art. 1 WED wordt namelijk bepaald dat de overtreding van voorschriften gesteld 'bij of krachtens' art. 17 van de verordening een economisch delict oplevert. Aldus strekt de strafbaarstelling in de WED zich ook uit tot de technische uitvoeringsnormen die de Europese Commissie op grond van art. 17 lid 10 van de verordening in de uitvoeringsverordening heeft uitgevaardigd.<sup>88</sup>

Op overtreding van de voorschriften die zijn gesteld bij of krachtens art. 17 van de verordening is een gevangenisstraf van maximaal twee jaar gesteld. De maximale geldboete is in beginsel € 20.500 (geldboete van de vierde categorie), waarbij dit maximum kan worden verhoogd tot € 82.000 (geldboete van de vijfde categorie) indien sprake is van meerdere overtredingen die de conclusie rechtvaardigen dat de betrokken rechtspersoon van dit delict een gewoonte heeft gemaakt (art. 6 lid 1 sub 3° WED). Voor rechtspersonen kan de geldboete dan nog verder worden verhoogd tot maximaal € 820.000 (geldboete van de zesde categorie) of zelfs

10% van de jaaromzet in het boekjaar voorafgaande aan de uitspraak (art. 23 lid 7 Sr).<sup>89</sup>

## Naschrift

Een concept van het Besluit uitvoering verordening marktmisbruik is op 17 november 2016 ter consultatie aan de markt voorgelegd (<https://www.internetconsultatie.nl/marbesluit>). Dit conceptbesluit beoogt diverse AMvB's – waaronder Besluit marktmisbruik Wft, Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, Besluit openbare biedingen Wft en Besluit bestuurlijke boetes financiële sector Wft – te wijzigen als gevolg van de inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik. Het grootste gedeelte van het Besluit marktmisbruik Wft zal komen te vervallen en in andere besluiten worden verwijzingen naar de regelgeving inzake marktmisbruik geactualiseerd. Tevens geeft het besluit uitvoering aan lidstaatopties uit de Verordening marktmisbruik. De consultatie loop nog tot 16 december 2016.

---

van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap G.T.J. Hoff, Openbaarmaking van voorwetenschap (2011), p. 702-707 en D.R. Doorenbos, Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik, Ondernemingsrecht 2016/83, p. 415-416.

88. Volgens Doorenbos is het 'best bijzonder' dat op deze wijze aan de Commissie een blanco cheque wordt verleend om een inhoudelijke bijdrage te leveren aan onze nationale strafwetgeving. Zie D.R. Doorenbos, Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik, Ondernemingsrecht 2016/83, p. 417. Gelet op het niet-bindende karakter van de door ESMA gegeven *guidance* bepleit Doorenbos dat de op grond van art. 17 lid 11 van de verordening opgestelde richtsnoeren buiten de reikwijdte van art. 1 WED vallen.

---

89. Deze omzet-gerelateerde geldboete is met ingang van 1 januari 2016 in het Wetboek van Strafrecht ingevoerd bij de Wet verruiming mogelijkheden bestrijding financieel-economische criminaliteit (*Stb.* 2014, 445).