

Opgelet: nieuwe, verscherpte regels over marktmisbruik

Vijf belangrijke verplichtingen uit de Verordening marktmisbruik toegelicht

Mr. C.J. Langendijk en mr. A.L. Wilmink MSc¹

Inleiding

Op 12 juni 2014 is de Europese Verordening marktmisbruik gepubliceerd in het Publicatieblad van de Europese Unie en op 2 juli 2014 is de verordening in werking getreden.² De verordening zal met ingang van 3 juli 2016 van toepassing zijn. De Verordening marktmisbruik volgt de Richtlijn marktmisbruik uit 2003 op.³ Deze richtlijn is in Nederland geïmplementeerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft).⁴ Vanaf 3 juli 2016 vervallen de nationale marktmisbruikregels en gaan daarvoor in de plaats de rechtstreeks werkende regels uit de Verordening marktmisbruik in Nederland (en andere Europese lidstaten) gelden.

De Richtlijn marktmisbruik uit 2003 stelde reeds een omvattend Europees kader in om marktmisbruik aan te pakken. Sinds 2003 is de financiële markt zich, onder invloed van de financiële crisis, blijven ontwikkelen. Zo zijn er nieuwe vormen van handelsplatformen ontstaan, zijn nieuwe (geautomatiseerde) handelstechnieken opgekomen en is de focus

1 Mr. C.J. (Cati) Langendijk is de bestuurssecretaris van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Mr. A.L. (Anne-Claire) Wilmink MSc is beleidsadviseur bij de afdeling Strategie, Beleid en Internationale Zaken van de AFM. Tot voor kort waren auteurs werkzaam in het team kapitaalmarkten van de afdeling Juridische Zaken van de AFM. Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.

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, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, PbEU 2014, L 173.

3 Richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende marktmisbruik, PbEU 2003, L 96.

4 Artikel 5:25i en hoofdstuk 5.4 (artikelen 5:53 tot en met 5:67) Wft.

op over-the-counter (OTC)-handel herzien. De financiële crisis heeft daarbij laten zien hoe belangrijk marktintegriteit is. Ook liet de Richtlijn marktmisbruik lidstaten veel ruimte voor eigen invulling, wat de duidelijkheid over bepaalde sleutelbegrippen niet ten goede is gekomen.

De Verordening marktmisbruik heeft rechtstreekse werking waardoor de uniforme toepassing van de regels bij de lidstaten beter gewaarborgd is. In de kern blijft het regelgevend marktmisbruikkader gelijk ten opzichte van de Richtlijn marktmisbruik uit 2003. De verordening bestendigt de vier kernbepalingen van de regels ter voorkoming van marktmisbruik, namelijk (i) het verbod om te handelen met voorwetenschap, (ii) het verbod om voorwetenschap wederrechtelijk aan een derde mede te delen, (iii) de plicht voor uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken en (iv) het verbod om de markt te manipuleren. Daarnaast richt de Verordening marktmisbruik zich op de hierboven genoemde marktontwikkelingen, en actualiseert en harmoniseert het bestaande marktmisbruikkader. De verordening is gericht op het verbeteren van de integriteit van de markt en de bescherming van de belegger.⁵ Verder is de Europese Richtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik vanaf 3 juli 2016 van kracht, om zo de strafrechtelijke wijze van afdoening voldoende dan wel verder te verankeren in alle lidstaten.⁶

Door de nieuwe en aangepaste regels in de Verordening marktmisbruik zullen ook taken, bevoegdheden, beleid en de handelwijzen van met name uitgevende instellingen⁷ veranderen. Dit is relevant voor compliance officers, nu zij onder meer de taak hebben erop toe te zien dat de marktmisbruikregels binnen hun onderneming worden nageleefd.

Deze bijdrage beoogt dan ook voor compliance officers een toegankelijk overzicht te bieden van de voor hen meest relevante nieuwe bepalingen uit de Verordening marktmisbruik. De volgende nieuwe en gewijzigde marktmisbruikregels worden in deze bijdrage behandeld:

5 Zie ook de (concept) Memorie van Toelichting op het (concept) Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik via www.rijksoverheid.nl (geraadpleegd in oktober 2015).

6 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.

7 Artikel 3, eerste lid, onder 21, Verordening marktmisbruik definieert een uitgevende instelling als: *“een privaat- 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”*.

- Meldplicht marktmisbruik (paragraaf 1);
- Openbaarmaking van koersgevoelige informatie en uitstel daarvan (paragraaf 2);
- Insiderlijsten (paragraaf 3);
- Marktpeilingen (paragraaf 4);
- Meldplicht van transacties door leidinggeevenden (paragraaf 5).

In de Verordening marktmisbruik is voor elk van bovenstaande onderwerpen verplicht gesteld dat de Europese autoriteit voor de effectenmarkten, European Securities and Markets Authority (ESMA), nadere regels ontwerpt. Deze nadere regels – die in deze bijdrage worden uitgelegd – worden overkoepelend aangeduid als technische standaarden. ESMA heeft deze standaarden opgesteld nadat zij marktpartijen in 2013 en 2014 heeft geraadpleegd door middel van een Discussion Paper⁸, gevolgd door een Consultation Paper⁹. Op 28 september 2015 heeft ESMA de ontwerp-technische standaarden voor de Verordening marktmisbruik gepubliceerd in haar Final Report¹⁰ en voorgelegd aan de Europese Commissie. Deze ontwerp-technische standaarden bevatten veel templates (sjablonen) die gebruikt moeten worden bij bijvoorbeeld de vastlegging van informatie en bij de meldplichten. De Europese Commissie heeft vervolgens drie maanden om de standaarden goed te keuren ('endorsement process'). Daarna kunnen het Europees Parlement en de Raad nog bezwaar aantekenen tegen deze standaarden.¹¹

1. Meldplicht marktmisbruik

1.1 Regels tot 3 juli 2016

Wet op het financieel toezicht

Tot 3 juli 2016 geldt de zogeheten meldplicht marktmisbruik van artikel 5:62 Wft, dat is ontleend aan artikel 6, negende lid, Richtlijn marktmisbruik. Artikel 5:62 Wft bepaalt dat een beleggingsonderneming die een redelijk vermoeden heeft dat wordt gehandeld in strijd met artikel 5:56 Wft, eerste of derde lid, Wft (verbod op handel met voorwetenschap), of artikel 5:58, eerste lid, Wft (verbod op marktmanipulatie) verplicht is om dit vermoeden onverwijld bij de AFM te melden. De ratio van deze verplichting is gelegen in

8 ESMA Discussion Paper: *ESMA's policy orientations on possible implementing measures under the Market Abuse Regulation*, 14 November 2013, ESMA/2013/1649.

9 *ESMA Consultation Paper on ESMA's draft technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, 11 July 2014, ESMA/2014/808.

10 ESMA Final Report: *Draft technical standards on the Market Abuse Regulation*, 28 september 2015, ESMA/2015/1455.

11 Op het moment van schrijven van deze bijdrage (oktober 2015) zijn auteurs uitgegaan van de inhoud van de ontwerp-technische standaarden zoals gepubliceerd in het Final Report van ESMA. ec.europa.eu/finance/general-policy/level-2-measures/index_en.htm

de opsporing naar, maar ook in de preventie van marktmisbruik. Deze verplichting behelst voor de beleggingsonderneming geen actieve onderzoeksplicht naar marktmisbruik.

In artikel 9 van het Besluit marktmisbruik Wft, dat is gebaseerd op artikel 9 van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken, voorwetenschap en meldingsregeling, zijn regels gesteld waaraan een melding door een beleggingsonderneming als bedoeld in artikel 5:62, eerste lid, Wft moet voldoen en op welke wijze deze melding moet plaatsvinden.

Iedere medewerker van een beleggingsonderneming kan een redelijk vermoeden van marktmisbruik melden aan de AFM. Zo'n melding wordt ook een Suspicious Transaction Report (STR) genoemd. In de meeste gevallen doet de compliance officer van de beleggingsonderneming de melding.

Wanneer sprake is van een redelijk vermoeden, is in de wet niet uitgewerkt. Het is echter niet noodzakelijk dat het vermoeden wordt gegrond op één op zichzelf beschouwde transactie of opdracht. Ook een combinatie van transacties kan aanleiding geven tot een vermoeden van handel met voorwetenschap of marktmanipulatie.¹²

ESMA-richtsnoeren

Naast de huidige nationale bepalingen heeft ook ESMA (als opvolger van het voormalige CESR¹³) het onderwerp van STR verder behandeld in de eerste en derde sets van de 'CESR guidance and information on the common operation of MAD'¹⁴. Deze documenten bevatten een advies, met daarin opgenomen verschillende richtsnoeren, over de wijze van rapporteren van verdachte transacties alsook over de inhoud en de rapportering van het STR. In Nederland zijn deze ESMA-richtsnoeren overgenomen in een AFM-beleidsregel.¹⁵

Meer specifiek worden in de ESMA-richtsnoeren eisen gesteld aan de bedrijfsvoering van beleggingsondernemingen ter voorkoming van marktmisbruik in een geautomatiseerde handelsomgeving.¹⁶ Zo moeten beleggingsondernemingen volgens de richtsnoeren beschikken over beleidsmaatregelen en procedures die het risico minimaliseren dat hun geautomatiseerde handelsactiviteiten leiden tot marktmisbruik (in het bijzonder markt-

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

13 Committee of European Security Regulators.

14 MAD staat voor Market Abuse Directive (Richtlijn marktmisbruik).

15 Beleidsregel van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 30 maart 2012 tot toepassing van ESMA Richtsnoeren in verband met het gedragstoezicht bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht met betrekking tot interne beheersing in een geautomatiseerde handelsomgeving voor handelsplatformen, beleggingsondernemingen en bevoegde autoriteiten, *Staatscourant* 2012/7482.

16 Richtsnoer 6 ESMA Richtsnoeren voor interne beheersing in een geautomatiseerde handelsomgeving.

manipulatie). In de richtsnoeren is uitgewerkt wat de beleidsmaatregelen en procedures in ieder geval zouden moeten omvatten. De volgende onderwerpen komen daarbij aan de orde:

- inzicht, vaardigheden en bevoegdheden van compliancepersoneel;
- training betreffende marktmisbruik;
- monitoring van activiteiten;
- regelingen voor de identificatie en rapportage van verdachte transacties en orders;
- periodieke beoordelingen en interne audits van regelingen en procedures ten behoeve van compliance;
- frequente beoordeling van regelingen die de toegang van personeel tot handels-systemen beheren.

Bij de voorstellen en de invulling van de nieuwe – rechtstreeks van toepassing zijnde – regels in relatie tot de meldingen heeft ESMA zich gebaseerd op de bestaande richtsnoeren. De voorstellen zijn in 2014 gepresenteerd in het ESMA Discussion Paper en het ESMA Consultation Paper. De feedback vanuit marktpartijen op die voorstellen heeft ESMA verwerkt, en deze feedback heeft bijgedragen aan het uiteindelijke voorgestelde beleid dat in het hiernavolgende is uiteengezet.

1.2 Regels vanaf 3 juli 2016

Zoals opgemerkt vervallen per 3 juli 2016 de nationale regels over de meldplicht marktmisbruik en komen daarvoor in de plaats de regels uit de Verordening marktmisbruik. Artikel 16 van de Verordening marktmisbruik vereist dat marktexploitanten van gereguleerde markten (zoals Euronext) en beleggingsondernemingen die een handelsplatform exploiteren (zoals TOM MTF) doeltreffende regelingen, systemen en procedures moeten instellen en handhaven die gericht zijn op de preventie en opsporing van (pogingen tot) marktmisbruik. Ook vereist de verordening dat de marktexploitant of beleggingsonderneming de bevoegde autoriteit – in Nederland de AFM – onverwijld in kennis stelt van orders en transacties, alsook annuleringen of wijzigingen daarvan, die als (pogingen tot) marktmisbruik zouden kunnen worden aangemerkt. Deze melding wordt vanaf 3 juli 2016 de Suspicious Transaction and Order Reporting (STOR) genoemd.

Hiernaast geldt dat iedere (rechts)persoon die beroepshalve transacties met betrekking tot financiële instrumenten tot stand brengt of uitvoert, doeltreffende regelingen, systemen en procedures moet instellen en moet handhaven voor de opsporing en de melding van verdachte orders en transacties. Wanneer die persoon een redelijk vermoeden heeft dat een order of transactie met betrekking tot een financieel instrument, al dan niet op een handelsplatform geplaatst of uitgevoerd, mogelijk handel met voorwetenschap,

marktmanipulatie of een poging tot handel met voorwetenschap of marktmanipulatie inhoudt, moet hij de AFM daarvan onverwijld in kennis stellen.¹⁷

1.2.1 De rapportageverplichtingen

De verordening verplicht dat alle verdachte orders worden gemeld, ongeacht of die zijn uitgevoerd (bijvoorbeeld wanneer een broker heeft geweigerd om een order te plaatsen voor een klant), evenals alle transacties die marktmisbruik of een poging tot marktmisbruik kunnen zijn. Pogingen kunnen bestaan uit, maar zijn niet beperkt tot, situaties waarin de activiteit is begonnen maar niet is afgerond. Bijvoorbeeld als gevolg van een technisch probleem of een niet uitgevoerde transactieopdracht.¹⁸

ESMA heeft in haar Consultation Paper verduidelijkt dat de verplichting tot het indienen van STOR's ook geldt bij OTC-derivatenhandel waarbij het onderliggende instrument wordt verhandeld op een gereguleerde markt (RM), een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of een georganiseerde handelsfaciliteit (OTF). De verplichting geldt ongeacht de hoedanigheid waarin de order is ingevoerd, of de transactie is uitgevoerd (dat wil zeggen voor eigen rekening of voor rekening van een cliënt) en ongeacht de aard van de betrokken klanten (bijvoorbeeld institutionele, professionele, retail).

1.2.2 Verduidelijking van handelsplatformen in MiFID II

Zoals opgemerkt verplicht de Verordening marktmisbruik marktexploitanten van gereguleerde markten en beleggingsondernemingen die een handelsplatform exploiteren om orders en transacties te melden die (een poging tot) marktmisbruik kunnen vormen. Hiertoe moeten zij effectieve regelingen, systemen en procedures instellen en handhaven die gericht zijn op het voorkomen en opsporen van (een poging tot) handel met voorwetenschap of marktmanipulatie *“in overeenstemming met artikel 31 en 54 van MiFID II”*.¹⁹ In artikel 31 MiFID II staat de specifieke verplichting voor MTFs en OTF's om marktmisbruik op te sporen en te melden en in artikel 54 MiFID II staat deze verplichting voor (marktexploitanten van) gereguleerde markten.

Een gereguleerde markt zal niet vanzelfsprekend dezelfde marktmisbruiksignalen oppikken als een MTF of OTF. De STOR-verplichting voor beide typen 'handelsplatformen' gelden dus op verschillende wijzen en op verschillende tijden. Niettemin

17 Artikel 16, tweede lid, MAR.

18 Overweging 41 MAR.

19 MiFID II staat voor Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU, PbEU L 173/349.

moeten alle marktexploitanten en beleggingsondernemingen die een handelsplatform exploiteren voldoen aan dezelfde verplichting uit de Verordening marktmisbruik.

1.2.3 Redelijk vermoeden: timing van STOR's

De melding moet 'onverwijld' worden gedaan.²⁰ In de voorgestelde technische standaarden staat dat een STOR aan de bevoegde autoriteit onverwijld moet worden gemeld nadat een redelijk vermoeden is gevormd met betrekking tot het handelsgedrag. Dit betekent niet dat de aan de AFM rapporterende (rechts)persoon eindeloos de tijd heeft om tot dit redelijk vermoeden te komen: waar een voorafgaande analyse nodig is, moet deze zo snel mogelijk worden uitgevoerd. Soms kan een verdachte transactie of order alleen nadien, dus een tijdje nadat deze daadwerkelijk heeft plaatsgevonden, worden ontdekt. In die gevallen moet de meldende (rechts)persoon het uitstel van de melding kunnen rechtvaardigen.²¹

Hiernaast moeten organisaties niet alleen transacties en orders die zij op het moment van de transactie als verdacht beschouwen melden, maar ook transacties en orders die met terugwerkende kracht als verdacht worden beschouwd in het licht van latere gebeurtenissen of latere informatie (zoals nieuwe orders en/of transacties door dezelfde persoon of openbaar gemaakte, koersgevoelige informatie). Daarbij zij opgemerkt dat het wachten op een voldoende aantal verdachte orders en transacties om deze vervolgens bij elkaar te voegen en te melden aan de AFM, niet in overeenstemming is met de verplichting om verdachte transacties of orders onverwijld te melden.

Ook wanneer een organisatie een STOR heeft ingediend en vervolgens op de hoogte wordt gesteld van aanvullende informatie (bijvoorbeeld door middel van interne onderzoeken die de organisatie heeft ingesteld), moet die relevante aanvullende informatie aan de bevoegde autoriteit worden verstrekt.

20 Artikel 16, eerste en tweede lid, MAR.

21 Artikel 6 van *Draft regulatory technical standards on the appropriate arrangements, systems and procedures as well as notification templates to be used for preventing, detecting and reporting abusive practices or suspicious orders or transactions*, ESMA Final Report, p. 274-292 (hierna: ontwerpstandaarden meldplicht marktmisbruik).

1.2.4 Redelijk vermoeden: beperkte informatie

De meldende personen, vaak de compliance officers, zijn niet altijd in een positie om te bepalen of transacties of orders verdacht zijn. Bijvoorbeeld wanneer zij weten dat zij slechts één van een reeks brokers (tussenpersonen) zijn die de klant gebruikt, waardoor zij niet in staat zijn om het volledige handelsplaatje te zien. Echter, organisaties moeten rekening houden met alle informatie waarover zij beschikken, zoals ook de openbaarmaking van andere transacties. Tevens kunnen er gevallen zijn waarin er goede redenen of bepaalde aanwijzingen zijn om iets te vermoeden, maar waarvan de organisatie het niet zeker weet. Die onzekerheid mag geen reden zijn om niet te melden maar moet wel duidelijk in de STOR worden vermeld.

In de situatie waarin een keten van marktpartijen betrokken is bij een transactie, rust op elke (rechts)persoon die is onderworpen aan de Verordening marktmisbruik de verplichting om vermoedens te melden. Melden door één organisatie in de keten ontslaat een andere organisatie niet van haar plicht om zijn eigen vermoedens met betrekking tot dezelfde of verbonden transacties te melden.

1.2.5 Opsporing

Proactieve monitoring

De Verordening marktmisbruik verplicht om effectieve regelingen, systemen en procedures in te stellen en te handhaven om de verdachte orders en transacties te kunnen opsporen. Deze plicht vereist een minimaal niveau van verfijning en detail in de informatie die wordt gemeld, alsook het effectief bijhouden van die informatie (een soort audit trail met betrekking tot de gehele activiteit).

Surveillance of monitoringssystemen

Met het oog op de opsporing van marktmisbruik en pogingen tot marktmisbruik moeten organisaties beschikken over een systeem dat in staat is om elke transactie en order, individueel en vergelijkend, te analyseren, alsook dat waarschuwingen geeft voor verdere analyse. In de overgrote meerderheid van de gevallen zal daarom een geautomatiseerd monitoringssysteem noodzakelijk zijn. Immers, zodra een onderneming gaat handelen – vooral wanneer binnen dat bedrijf weinig of geen contact is met de front office, die een mogelijk verdachte order of transactie kan opsporen – zal het zeer moeilijk zijn om verdachte orders en transacties op te sporen zonder een geautomatiseerd systeem.

ESMA geeft in haar Final Report aan dat er een breed scala van (rechts)personen is op wie de nieuwe meldplicht marktmisbruik van toepassing is en dat een geautomatiseerde monitoringssysteem mogelijk niet geschikt is in elk scenario. ESMA benadrukt dat het belangrijk is dat het monitoringssysteem dat wordt gebruikt daadwerkelijk effectief is. Een organisatie voldoet aan artikel 16 MAR als het controleniveau effectief en geschikt is in relatie tot de omvang en de aard van de bedrijfsactiviteiten die de organisatie uitvoert.²²

Bij de beoordeling of een geautomatiseerd systeem nodig is, en zo ja, welk niveau van automatisering, moeten organisaties rekening houden met het aantal transacties en orders dat moet worden gemonitord. Hierbij valt te denken aan:

- het type financiële instrument dat wordt verhandeld;
- de frequentie en het volume van de orders en transacties;
- de omvang, complexiteit en/of de aard van hun bedrijf.

Voor een bedrijf met een beperkte omvang kan het wenselijk zijn om een relatief eenvoudig geautomatiseerd systeem in te stellen, terwijl voor de meer complexe en geavanceerde organisaties een meer uitgebreid en op maat gemaakt systeem nodig is om effectief toezicht te kunnen houden. In ieder geval moet het monitoringssysteem, al dan niet geautomatiseerd, betrekking hebben op alle handelsactiviteiten van de organisatie. De organisatie moet in staat zijn om desgevraagd aan de AFM uit te leggen hoe de waarschuwingen ('alerts') worden gegenereerd door het systeem en waarom het gekozen niveau van automatisering geschikt is voor het bedrijf. Ook moeten personen die vallen onder MiFID II, aangezien zij beroepshalve transacties met betrekking tot financiële instrumenten tot stand brengen of uitvoeren en zich bezig houden met algoritmische handel, voldoen aan de organisatorische eisen van die richtlijn en de bijbehorende uitvoeringsbepalingen. Verder moet er altijd een 'menselijke analyse' zijn bij het opsporen van marktmisbruik. Dit speelt een belangrijke rol, nu blijkt dat de meest effectieve vorm van monitoring een mix van geautomatiseerde en menselijke analyse is.²³

De systemen die handelsplatformen zullen gaan gebruiken om marktmisbruik op te sporen, zullen software moeten bevatten die in staat is om achteraf de orderboekgegevens te kunnen lezen, opnieuw te kunnen afspelen en te analyseren. Hierdoor kan de activiteit en de dynamiek van een handelsactiviteit worden geanalyseerd.²⁴

22 ESMA Final Report, p. 35-36.

23 ESMA Final Report, p. 37.

24 Artikel 2 ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

Delegatie

De Verordening marktmisbruik biedt de mogelijkheid voor de organisaties die behoren tot eenzelfde groep, om de functies van monitoring, opsporing en identificatie van de verdachte orders of transacties te delegeren aan een andere organisatie binnen de groep.²⁵ De delegerende organisaties zullen in ieder geval volledig verantwoordelijk blijven voor de meldplicht en zij moeten de STOR's aan de bevoegde autoriteit (de AFM) melden.²⁶

Naast de mogelijkheid van het delegeren aan organisaties van dezelfde groep, is het voor personen die beroepshalve transacties met betrekking tot financiële instrumenten tot stand brengen of uitvoeren mogelijk om de data-analyse uit te besteden, met inbegrip van order- en transactiegegevens, alsook het genereren van alerts die nodig zijn om verdachte transacties en orders te monitoren, op te sporen en te identificeren. Ook hier blijft de uitbestedende (rechts)persoon volledig verantwoordelijk voor de nakoming van de verplichtingen uit de verordening. Hij moet voldoen aan de volgende voorwaarden:

- het behouden van expertise en middelen die nodig zijn voor de beoordeling van de kwaliteit van de geleverde diensten, alsook de organisatorische adequaatheid van de aanbieders, teneinde effectief toezicht op de uitbestede diensten te kunnen houden alsook voor het beheer van de risico's die samenhangen met de uitbesteding op een permanente basis;
- het hebben van directe toegang tot de relevante informatie over de uitbestede data-analyse en het genereren van signaleringen;
- definiëren van de rechten en plichten van zowel de uitbestedende instantie als de aanbieder in een schriftelijke overeenkomst. Personen die beroepshalve transacties tot stand brengen of uitvoeren moeten de uitbestedingsovereenkomst kunnen beëindigen.²⁷

Documenteren, bewaren en bijhouden

De systemen en procedures moeten worden gedocumenteerd, herzien en de analyses die zijn uitgevoerd op de STOR's moeten worden bewaard. Dit geldt ook voor analyses met betrekking tot verdachte transacties of orders op basis waarvan is geconcludeerd dat er geen goede gronden waren voor een vermoeden van marktmisbruik. Deze interne procedure zal de betreffende organisaties (handelsplatforms en personen die beroepshalve transacties tot stand brengen of uitvoeren) helpen bij de beoordeling van toekomstige verdachte orders of transacties. De analyses moeten vijf jaar worden bewaard. Organisaties zijn niet verplicht om elke alert te documenteren, maar alleen die alerts die

25 Artikel 16, derde lid, MAR.

26 Artikel 3, zesde lid, eerste alinea, ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

27 Artikel 3, zesde lid, tweede alinea, ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

zijn geanalyseerd en zijn aangemerkt als mogelijk verdacht, ook al zijn ze in een later stadium niet meer als zodanig aangemerkt.²⁸

1.2.6 Training

Effectief toezicht houdt meer in dan een monitoringssysteem en omvat uitgebreide training die is gericht op het toezicht, de opsporing en de rapportage van vermoedens van (pogingen tot) marktmisbruik. Opleiding van het personeel is belangrijk om verdacht gedrag op te sporen en de kwaliteit van de STOR's te verhogen.

Gebleken is dat de beste STOR's veelal van de front office-medewerkers komen. Organisaties (en daarmee compliance officers) moeten ervoor zorgen dat effectieve trainingen in het opsporen van marktmisbruik worden gegeven aan alle relevante medewerkers. Erop gelet dat ook pogingen tot manipulatie zijn verboden, moeten opleidingsprogramma's ervoor zorgen dat het personeel, en met name de front office-medewerkers, zich bewust zijn van gedragingen die pogingen tot marktmisbruik kunnen vormen. Dienovereenkomstig zal het ook van essentieel belang zijn dat de opleiding verdiepend is, zodat de betreffende medewerkers gedegen kennis opdoen van alle mogelijkheden om verdachte orders en transacties op te sporen.²⁹ Ook hier geldt dat opleidingen moeten worden afgestemd op de activiteiten van de organisatie. De opleidingen moeten betrekking hebben op, maar niet beperkt zijn tot de omvang, de structuur, de systemen en de activiteiten van de onderneming.

1.2.7 Waarschuwen ('tipping off')

De rapporterende personen mogen niet de persoon waarop de STOR dan wel STOR-melding betrekking heeft, waarschuwen. Ook mogen zij andere personen, die niet op de hoogte (hoeven te) zijn van de STOR-melding, niet waarschuwen.³⁰ Dit vereiste is cruciaal om het onderzoek, dat de bevoegde autoriteit kan instellen op basis van de ontvangen STOR, geen gevaar te laten lopen.

28 Artikel 2, eerste en derde lid, en artikel 3, zevende lid, ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

29 Artikel 4 ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

30 Artikel 7, derde lid, ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

1.2.8 Inhoud van STOR's en templates

ESMA heeft templates (sjablonen) ontwikkeld die de personen moeten gebruiken bij het doen van een STOR-melding.³¹

Een STOR moet duidelijk worden gepresenteerd en moet accurate informatie bevatten die voldoende is om de AFM in staat te stellen het vermoeden tijdig te beoordelen en waar nodig een onderzoek te openen. De velden van de templates moeten daarom zo goed mogelijk worden ingevuld. De volgende informatie moet in ieder geval worden opgenomen in de STOR:

- persoonlijke gegevens van de persoon die de STOR indient (inclusief hoedanigheid);
- omschrijving van de order of transactie, inclusief het type order en type transacties (zoals 'block trades') en waar de handelsactiviteit heeft plaatsgevonden;
- prijs en volume;
- redenen waarom de order of transactie een vermoeden van (een poging tot) markt-misbruik oplevert;
- gegevens met betrekking tot de identificatie van elke persoon die betrokken is bij de verdachte order of transactie, inclusief de persoon die de betreffende order heeft geplaatst of uitgevoerd en/of de persoon namens wie de order is geplaatst of uitgevoerd;
- elke andere informatie en documenten die relevant kunnen zijn voor de AFM.³²

De STOR's moeten in beveiligde elektronische vorm worden verzonden aan de AFM.³³

2. Openbaar maken van koersgevoelige informatie en uitstel daarvan

2.1 Regels tot 3 juli 2016

Wet op het financieel toezicht

De verplichting voor uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie openbaar te maken houdt in dat informatie die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling en die kwalificeert als voorwetenschap onverwijld openbaar moet worden gemaakt.³⁴ De hamvraag daarbij is of informatie als voorwetenschap moet worden beschouwd.

31 Artikel 16(5)(b) MAR.

32 Artikel 7 ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

33 Artikel 8 ontwerp-standaarden meldplicht marktmisbruik.

34 Artikel 5:25i, tweede lid, Wft.

Voorwetenschap is informatie die³⁵:

- concreet is;
- rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op de uitgevende instelling;
- niet openbaar is; en
- waarvan de openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of de derivaten daarvan.

In Nederland is de term 'koersgevoelige informatie' ingeburgerd, ziend op die informatie die openbaar moet worden gemaakt. De Wft spreekt echter niet over koersgevoelige informatie, maar over "*voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft*" op de betreffende instelling. Hieruit blijkt duidelijk dat voorwetenschap die indirect ('middellijk') betrekking heeft op de instelling, niet door de instelling openbaar hoeft te worden gemaakt. Te denken valt aan zeer goede cijfers van een 'peer' in de sector. Dit kan de instelling zeker raken, maar heeft middellijk betrekking op de instelling zelf. Daarnaast kan de instelling slechts die informatie openbaar maken waar zij over beschikt.

Uitstel nemen van de openbaarmakingsverplichting is slechts mogelijk indien:

- het uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient;
- van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is; en
- de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen.³⁶

Deze drie voorwaarden zijn cumulatief. In de praktijk wordt regelmatig gebruik gemaakt van de mogelijkheid tot uitstel van de openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Met name bij grote veranderingen voor de organisatie, zoals een openbaar bod of fusie, dient het uitstel een duidelijk doel.

In het Besluit Uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft³⁷ is opgenomen wat in elk geval onder een rechtmatig belang van de uitgevende instelling wordt verstaan. Hier wordt onder andere verwezen naar informatie die de normale loop van onderhandelingen kan beïnvloeden maar ook bijvoorbeeld naar de aanstelling van een stille curator door DNB.

35 Artikel 5:53, eerste lid, Wft.

36 Artikel 5:25i, derde lid, Wft.

37 Artikel 4 Besluit Uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.

2.2 Regels vanaf 3 juli 2016

2.2.1 Openbaarmaking koersgevoelige informatie

De verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken is ook in de Verordening marktmisbruik opgenomen, te weten in artikel 17. Deze gebodsbepaling houdt in dat een uitgevende instelling voorwetenschap, die rechtstreeks op haar betrekking heeft, onverwijld openbaar moet maken, tenzij een beroep gedaan kan worden op uitstel van die openbaarmaking.

Ook de Verordening kent de term 'koersgevoelige informatie' niet en spreekt over "voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling". Hieruit blijkt direct weer dat middellijke (of zoals in de Nederlandse vertaling staat: onrechtstreekse³⁸) informatie niet openbaar hoeft te worden gemaakt. In dit stuk zullen wij de gangbare term 'koersgevoelige informatie' gebruiken en niet de term 'rechtstreekse voorwetenschap'. Er is in de Verordening marktmisbruik geen inhoudelijke wijziging in de definitie van voorwetenschap aangebracht. Dit betekent dat de Europese en nationale jurisprudentie hun betekenis behouden.

De definitie van voorwetenschap staat in artikel 7, eerste lid, Verordening marktmisbruik. De hierna opgenomen categorie van voorwetenschap is de belangrijkste voor uitgevende instellingen:

*"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".*³⁹

Een andere belangrijke categorie uit de definitiebepaling van voorwetenschap ziet op voorwetenschap omtrent de handel, specifiek gericht op professionele handelaars/sales:

"voor personen die zijn belast met de uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten, betekent voorwetenschap tevens informatie die door een klant wordt verstrekt en verband houdt met de lopende orders van de klant inzake financiële instrumenten, die concreet is, 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, waarschijnlijk een significante invloed zou

38 Artikel 7, eerste lid, onder a, MAR.

39 Artikel 7, eerste lid, onder a, Verordening marktmisbruik.

hebben op de koers van deze financiële instrumenten, de koers van daaraan gerelateerde spotcontracten voor grondstoffen of de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten."

Wijze van openbaarmaking

De voorgestelde technische standaarden van ESMA bepalen dat koersgevoelige informatie zal worden verspreid aan een zo groot mogelijk publiek op niet-discriminatoire wijze, dat de informatie gratis is en door de Europese Unie tegelijkertijd wordt verspreid. De media die wordt gebruikt voor de verspreiding geniet het vertrouwen van het publiek, hetgeen de verspreiding effectief maakt. Hiernaast zal de informatie worden verzonden op elektronische wijze die de volledigheid, integriteit en betrouwbaarheid van de informatie waarborgt.⁴⁰ Ook de website waarop de koersgevoelige informatie tevens moet worden gepubliceerd, zal op niet-discriminatoire wijze en gratis toegankelijk zijn. De koersgevoelige informatie moet worden opgenomen in een deel van de website waar zij makkelijk te vinden en te identificeren is. Tevens zal de openbaargemaakte koersgevoelige informatie duidelijk gedateerd en chronologisch georganiseerd zijn.⁴¹

2.2.2 Toepassingsgebied

Uitgevende instelling

De verplichting om koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken, rust op uitgevende instellingen die hebben verzocht of hebben ingestemd met de toelating van hun financiële instrumenten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat. Wanneer het financiële instrument uitsluitend op een MTF of een OTF wordt verhandeld en de uitgevende instelling daarmee heeft ingestemd, is de openbaarmakingsverplichting ook van toepassing. Ook in het geval de uitgevende instelling heeft verzocht om toelating tot de handel op een MTF, maar deze nog niet heeft verkregen, is de openbaarmakingsverplichting (reeds) van toepassing.

40 Artikel 2 van *Draft implementing technical standards on the technical means for appropriate public disclosure of inside information and for delaying the public disclosure of inside information*, ESMA Final Report, p. 293-299 (hierna: ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht).

41 Artikel 3 ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht.

Deelnemer aan een emissierechtenmarkt

Nieuw is dat emissierechten ook als financiële instrumenten kwalificeren en daardoor binnen het toepassingsgebied van de Verordening marktmisbruik vallen. De deelnemer aan een emissierechtenmarkt⁴² moet voorwetenschap met betrekking tot emissierechten waarover hij beschikt in verband met zijn activiteiten, met inbegrip van luchtvaartactiviteiten⁴³ of installaties⁴⁴, doeltreffend en tijdig openbaar maken. Bij installaties gaat het om relevante informatie over de capaciteit en benutting van installaties. De openbaarmakingsverplichting is niet van toepassing indien bepaalde drempels (van koolstofdioxide-equivalent en van nominaal thermisch vermogen) worden overschreden. Deze drempels kunnen via, door de Europese Commissie gedelegeerde handelingen worden vastgesteld.⁴⁵

2.2.3 Uitstel

De Verordening marktmisbruik verplicht om koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken.⁴⁶ De uitgevende instelling of deelnemer aan een emissierechtenmarkt kan op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uitstellen mits aan elk van de daaraan gestelde voorwaarden wordt voldaan.⁴⁷ De tekst van de voorwaarden wijkt af van de huidige tekst in de Wft, al is hij inhoudelijk hetzelfde. De letterlijke tekst van de voorwaarden luidt:

“4.

- a. *onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt;*
- b. *het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid;*
- c. *de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.”*

42 In artikel 3, eerste lid, onder 20, Verordening marktmisbruik wordt een deelnemer aan de emissierechtenmarkt gedefinieerd: “*elke persoon die transacties aangaat, met inbegrip van het plaatsen van handelsorders, met betrekking tot emissierechten, daarop gebaseerde geveilde producten, of daarvan afgeleide producten en waarop de vrijstelling uit hoofde van artikel 17, lid 2, tweede alinea, niet van toepassing is*”.

43 Luchtvaartactiviteiten als genoemd in bijlage I bij Richtlijn 2003/87/EG.

44 Installaties als bedoeld in artikel 3, onder e, van Richtlijn 2003/87/EG.

45 Overeenkomstig artikel 35 Verordening marktmisbruik.

46 Artikel 17, eerste lid, Verordening marktmisbruik.

47 Artikel 17, vierde lid, Verordening marktmisbruik.

Zowel onder a) als onder b) wordt gesproken over ‘waarschijnlijk’(heid). Ter vergelijking, in de Engelse taalversie staat in beide voorwaarden ‘likely’. Met betrekking tot de misleiding van het publiek was dit ook al zo in de Richtlijn marktmisbruik uit 2003. Met betrekking tot de rechtmatige belangen werd toen echter van bescherming van die belangen gesproken, terwijl de focus in de Verordening marktmisbruik nu ligt op de mogelijke (waarschijnlijke) schade die aan de belangen wordt toegebracht bij onmiddellijke openbaarmaking.⁴⁸

Als aan één of meer van de voorwaarden voor uitstel niet (langer) kan worden voldaan, moet de uitgevende instelling direct de informatie openbaar maken.

Uitstel van openbaarmaking is aan regels onderworpen. Zo zal het gehele proces van het uitstel, inclusief – onder andere – data en tijden, identiteiten van betrokken personen en het (blijvend) voldoen aan de voorwaarden zoals opgenomen in de Verordening marktmisbruik, moeten worden vastgelegd. De gegevens die de uitgevende instelling moet bijhouden om aan de voorwaarden van het te nemen uitstel te kunnen voldoen, zijn:⁴⁹

- 1) de datum waarop de koersgevoelige informatie is ontstaan; 2) de datum waarop de beslissing op uitstel van openbaarmaking is genomen; 3) de datum waarop de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt verwacht de informatie openbaar te kunnen maken.
- de identiteit van de personen verantwoordelijk voor het uitstel, inclusief diegenen die verantwoordelijk zijn voor – onder andere – het monitoren van de voorwaarden en de eventuele openbaarmaking van de koersgevoelige informatie.
- bewijs van het blijvend voldoen aan de voorwaarden voor uitstel, waaronder iedere verandering tijdens de uitstelperiode, inclusief het beperkt delen van de betreffende informatie en de procedures die inwerking moeten treden indien de vertrouwelijkheid van de koersgevoelige informatie niet langer kan worden gewaarborgd.

Wij kunnen ons voorstellen dat met name de datum waarop de uitgevende instelling of deelnemer aan een emissierechtenmarkt verwacht de informatie openbaar te kunnen maken op problemen kan stuiten. Toch is het voor de toezichthouder uiteraard zeer belangrijk om vanuit de instelling of deelnemer hierover een inschatting te ontvangen.

48 Artikel 6, tweede lid, MAD (richtlijn nr. 2003/6): *“Een emittent kan, op eigen verantwoordelijkheid, de openbaarmaking van voorwetenschap, als bedoeld in lid 1, uitstellen teneinde zijn rechtmatige belangen te beschermen, mits dit waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft en de emittent de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen. De lidstaten kunnen verlangen dat de emittent de bevoegde autoriteit onverwijld in kennis stelt van zijn besluit om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen.”*

49 Artikel 4, eerste lid, ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht.

Naast alle documentatie dient de toezichthouder schriftelijk te worden geïnformeerd over het uitstel (zie paragraaf 2.2.4).⁵⁰

2.2.4 Meldplicht bij uitstel

Ex post-melding

Een belangrijke nieuwe verplichting voor uitgevende instellingen of deelnemers aan een emissierechtenmarkt is dat zij direct na openbaarmaking van uitgestelde koersgevoelige informatie, de bevoegde autoriteit (in Nederland de AFM) moeten informeren over het feit dat uitstel is genomen van de verplichting om koersgevoelige informatie zo snel mogelijk openbaar te maken.⁵¹ De lidstaten kunnen zelf – dus op nationaal niveau – kiezen of de ondernemingen aan de bevoegde autoriteiten een toelichting op het genomen uitstel moeten verstrekken, óf dat dit enkel gebeurt op verzoek van de bevoegde autoriteit. In Nederland zal de tweede optie worden geïmplementeerd, dat wil zeggen dat de AFM achteraf, na de melding van het genomen uitstel, de redenen hiervoor bij de uitgevende instelling of deelnemer aan de emissierechtenmarkt kan opvragen.

Deze nieuwe regeling betekent dat het bestuur (met behulp van haar compliance officer) van een dergelijke organisatie de feiten en gebeurtenissen met betrekking tot het proces waarvoor uitstel is genomen, zorgvuldig dient te documenteren.⁵² Alleen met het zorgvuldig bijhouden van het gehele proces en een adequaat beleid omtrent de openbaarmaking van koersgevoelige informatie kan op een goede manier voldaan worden aan deze verplichting.

Ex ante-melding

Ook is het uitstelregime voor bepaalde beursgenoteerde financiële instellingen, zoals grote banken en verzekeraars, nieuw.⁵³ Deze financiële instellingen kunnen onder afwijkende voorwaarden koersgevoelige informatie die betrekking heeft op (tijdelijke) liquiditeitsproblemen uitstellen van openbaarmaking. Dus bijvoorbeeld in situaties waarin financiële instellingen leningen van de centrale bank, inclusief liquiditeitssteun, nodig hebben, en waarin de openbaarmaking van koersgevoelige informatie systeemgevolgen zou hebben. Deze uitzonderlijke uitstelregeling is opgenomen met het oog op de stabiliteit van het financiële stelsel. Voorkomen moet worden dat een liquiditeitscrisis van een uitgevende instelling omslaat in een solvabiliteitscrisis (zoals een 'bank run').

50 Artikel 4, tweede en derde lid, ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht.

51 Artikel 17, vierde lid, derde alinea Verordening marktmisbruik.

52 Artikel 4, eerste en derde lid, ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht.

53 Artikel 17, vijfde lid, Verordening marktmisbruik.

Het uitstel voor de uitgevende instelling is afhankelijk gesteld van voorafgaande (schriftelijke) instemming van de bevoegde autoriteit (de AFM dus). Ook geldt in een dergelijk geval dat het openbaar belang en het economisch belang in het geval van uitstel van openbaarmaking zwaarder wegen dan het belang van de markt bij de openbaarmaking van de betreffende koersgevoelige informatie.⁵⁴

2.2.5 Concreetheid van de informatie

In het kader van de definitie van (rechtstreekse) voorwetenschap en de openbaarmaking van koersgevoelige informatie is de Europese Gelte-uitspraak⁵⁵ en de codificatie daarvan in de Verordening marktmisbruik, relevant met betrekking tot de uitleg van de 'concreetheid' van de informatie. In deze uitspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie is bepaald dat een tussenstap in een in de tijd gespreid proces wordt beschouwd als voorwetenschap indien deze tussenstap als zodanig voldoet aan de criteria voor voorwetenschap. De uitspraak is verankerd in één van de categorieën van voorwetenschap in de Verordening marktmisbruik.⁵⁶ Ook is de onderhavige nieuwe regel toegevoegd aan de openbaarmakingsplicht: *"In het geval van een in de tijd gespreid proces dat uit meerdere tussenstappen bestaat of dat daarin resulteert, kan een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking van aan dit proces gerelateerde informatie uitstellen, op voorwaarde dat de drie genoemde voorwaarden worden nageleefd."*⁵⁷

Deze verplichting leidt ertoe dat (het bestuur van) een instelling de feiten en gebeurtenissen gedurende bepaalde processen (bijvoorbeeld een intern besluitvormingsproces over de aanstelling van een bestuurslid of commissaris) zorgvuldig moet documenteren. Ook moet de instelling doorlopend toetsen en documenteren of nog steeds aan de drie voorwaarden voor uitstel wordt voldaan. Daarbij dient zij ook iedere tussenstap in het proces mee te nemen. Ook zal het bestuur zelf een onderbouwde visie moeten hebben of dergelijke tussenstappen kwalificeren als voorwetenschap.

54 Zie ook artikel 5 ontwerp-standaarden openbaarmakingsplicht.

55 HvJ EU 28 juni 2012, C 19/11.

56 Artikel 7, tweede en derde lid, Verordening marktmisbruik.

57 Artikel 17, tweede lid, laatste alinea, Verordening marktmisbruik.

3. Marktpeilingen

3.1 Regels tot 3 juli 2016

Wet op het financieel toezicht en Besluit marktmisbruik Wft

Nauw verbonden aan voorwetenschap en de openbaarmaking daarvan is het verbod op het meedelen van voorwetenschap aan derden.⁵⁸ Het is verboden:

- voorwetenschap mee te delen aan een derde, anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie;
- een derde aan te bevelen of ertoe aan te zetten transacties te verrichten of te bewerkstelligen in de betreffende financiële instrumenten.

In het Besluit marktmisbruik Wft wordt uitleg gegeven over de term *“de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie”*.⁵⁹ In het besluit staat dat daar in elk geval sprake van is voor zover dit gebeurt in verband met een openbaar bod. Dat wil zeggen: wanneer aan rechthebbenden op de betrokken financiële instrumenten, waarvan bekendheid met hun bereidheid om deze aan te bieden, die ‘redelijkerwijs noodzakelijk’ is voor de beslissing tot het uitbrengen van het openbaar bod, informatie wordt verschaft die zij nodig hebben om zich over hun bereidheid uit te kunnen spreken. Tevens wordt verwezen naar het voornemen om nieuwe financiële instrumenten uit te geven of te herplaatsen. Ook daarbij kan informatie gedeeld worden met rechthebbenden of potentiële rechthebbenden indien hun bereidheid redelijkerwijs noodzakelijk is voor de beslissing tot het uitgeven of herplaatsen van de financiële informatie.

In de uitspraak Gröngaard-Bang⁶⁰ oordeelde het Europese Hof van Justitie in 2005 dat het meedelen van voorwetenschap alleen mogelijk is indien dit strikt noodzakelijk is.⁶¹ Deze uitspraak heeft de lat voor de mogelijkheid om voorwetenschap mee te delen hoog gelegd.

58 Artikel 5:57 Wft.

59 Artikel 3 Besluit marktmisbruik Wft.

60 HvJ EG 22 november 2005, C-384/02.

61 Letterlijk zegt het HvJ EU dat mededeling alleen is toegestaan – indien er een nauwe band bestaat tussen de mededeling en de uitoefening van zijn werk, beroep of functie, en – indien deze mededeling strikt noodzakelijk is voor de uitoefening van dit werk, dit beroep of deze functie. Daarbij wordt doorverwezen naar de nationale rechter: *“In het kader van zijn onderzoek moet de nationale rechter tegen de achtergrond van de toepasselijke nationale regels met name rekening houden: met het feit dat deze uitzondering op het verbod om voorwetenschap mee te delen, restrictief moet worden uitgelegd; met de omstandigheid dat elke aanvullende mededeling het risico van een met richtlijn 89/592 strijdig gebruik van deze informatie verhoogt, en met de gevoeligheid van de voorwetenschap”*.

3.2 Regels vanaf 3 juli 2016

3.2.1 Het mededelingsverbod en marktpeilingen

In de Verordening marktmisbruik is het equivalent van het bovengenoemde mededelingsverbod opgenomen. Ook hier is een uitzondering gecreëerd voor bekendmaking uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.⁶²

Aan marktpeilingen ('*market soundings*') is een apart artikel gewijd.⁶³ In dit artikel staat onder andere wat wordt verstaan onder een marktpeiling:

*"Een marktpeiling omvat de communicatie van informatie, voorafgaande aan de bekendmaking van een transactie, teneinde de belangstelling van potentiële beleggers in een mogelijke transactie en de daarmee verband houdende voorwaarden wat betreft de mogelijke omvang en beprijzing te peilen, aan één of meerdere potentiële beleggers door een uitgevende instelling, door een secundaire aanbieder, door een deelnemer aan een markt voor emissierechten of door een derde partij die optreedt namens een van de eerder genoemde partijen."*⁶⁴

Het meedelen van de informatie wordt slechts als marktpeiling beschouwd indien:

- a. de informatie nodig is om de houders van de aandelen in staat te stellen voor zichzelf uit te maken of zij bereid zijn op het bod in te gaan; en
- b. de bereidheid van de houders van de aandelen in kwestie op het bod in te gaan redelijkerwijs vereist is voor het besluit een overnamebod uit te brengen of een fusie tot stand te willen brengen.

3.2.2 Schriftelijke overzicht

Een belangrijke verplichting is dat degene die de informatie meedeelt aan derden, voorafgaand aan deze marktpeiling voor zichzelf in het bijzonder moet overwegen of hiermee voorwetenschap openbaar zal worden gemaakt.⁶⁵ Deze openbaarmakende marktdeelnemer dient een schriftelijk overzicht bij te houden van zijn conclusies met betrekking tot bovengenoemde vraag en de redenen daarvoor. Het schriftelijke overzicht wordt op verzoek ter beschikking gesteld aan de bevoegde autoriteit. Daarnaast wordt uitdrukke-

62 Artikel 10, eerste lid, Verordening marktmisbruik.

63 Artikel 11 Verordening marktmisbruik.

64 Artikel 11, eerste lid, Verordening marktmisbruik.

65 Artikel 11, derde lid, Verordening marktmisbruik.

lijk gesteld dat deze verplichting van toepassing is op elke afzonderlijke openbaarmaking van informatie in het kader van de marktpeiling, en dat deze overzichten steeds dienen te worden geactualiseerd.

Dit betekent dat ook indien de mededelende partij van mening is dat er (nog) geen sprake is van voorwetenschap die wordt gedeeld met anderen, dit gedocumenteerd en gemotiveerd opgenomen dient te worden in het overzicht. De reden voor deze uitgebreide vastlegging laat zich makkelijk raden: in veel Europese landen zijn discussies en rechtszaken gevoerd over het moment waarop voorwetenschap ontstaat. Dit moment ligt, gezien de in paragraaf 2.2.4 genoemde Europese uitspraak *Geltl*, eerder in de tijd dan marktpartijen graag hadden gezien. Het ligt voor de hand dat in het geval dat marktpeilingen pas gedocumenteerd en onderbouwd hoeven te worden wanneer (klip en klare) voorwetenschap zal worden meegedeeld, de discussie over het moment van ontstaan van voorwetenschap mogelijk weer opnieuw gevoerd had moeten worden.

3.2.3 Normale uitoefening werk, beroep of functie

Het delen van voorwetenschap wordt in het kader van een marktpeiling geacht te hebben plaatsgevonden in de normale uitoefening van werk, beroep of functie van de persoon in kwestie wanneer de openbaarmakende marktdeelnemer zich houdt aan bepaalde verplichtingen.⁶⁶ De vier voorwaarden waaraan de mededelende partij moet voldoen, wil hij gebruik maken van de uitzondering op het mededelingsverbod, zijn:

- a. instemming: hij moet van de persoon bij wie hij de marktpeiling wil verrichten instemming verkrijgen dat deze bereid is voorwetenschap te ontvangen;
- b. verbod te handelen: aan de persoon bij wie hij de marktpeiling verricht, moet hij meedelen dat het deze persoon verboden is de informatie te gebruiken, of te proberen de informatie te gebruiken, door voor eigen rekening of rekening van een derde, rechtstreeks of middellijk, financiële instrumenten waarop de informatie betrekking heeft, te verwerven of te vervreemden;
- c. verbod orders te wijzigen: tevens mag de persoon die informatie niet (proberen te) gebruiken door een reeds geplaatste order voor een financieel instrument waarop die informatie betrekking heeft, te annuleren of te wijzigen; en
- d. vertrouwelijkheid: aan de persoon bij wie de marktpeiling wordt verricht deelt hij mee dat zijn bereidheid om in kennis te worden gesteld van voorwetenschap ook inhoudt dat hij verplicht is deze informatie vertrouwelijk te houden.

66 Artikel 11, vierde en vijfde lid, juncto artikel 10, eerste lid, Verordening marktmisbruik.

3.2.4 Overzicht

De mededelende marktdeelnemer dient een overzicht te maken en houdt een administratie bij van alle informatie die gedeeld is in het kader van de marktpeiling, alsmede van de identiteit van potentiële beleggers, waaronder, maar niet beperkt tot, de rechtspersonen en de natuurlijke personen die namens de potentiële belegger optreden, en de datum en het tijdstip van elke mededeling. Indien gevraagd wordt deze lijst zo snel mogelijk ter beschikking gesteld aan de bevoegde toezichthouder.⁶⁷

De mededelende partij moet wanneer de meegeedeelde informatie ophoudt voorwetenschap te zijn, dit zo snel mogelijk meedelen aan de ontvanger van de informatie.⁶⁸ Dit is bijvoorbeeld het geval wanneer de informatie openbaar is gemaakt. Ook van deze handeling moet de marktdeelnemer een overzicht bijhouden. Op zijn beurt heeft de ontvanger van de informatie de verplichting om voor zichzelf te bepalen of hij in het bezit is van voorwetenschap en wanneer de informatie waarover hij beschikt ophoudt voorwetenschap te zijn.⁶⁹

3.2.5 Regelingen, procedures en vastlegging van marktpeilingen

ESMA is van mening dat marktpeilingen geschikte regelingen, procedures en vastleggingen nodig hebben zodat zij beter geleid en gecontroleerd kunnen worden.⁷⁰ Het doen van een marktpeiling brengt daardoor een grote administratieve verplichting met zich voor de marktpeilende partij. Zo zullen er procedures moeten worden opgesteld waarin de manier waarop de marktpeiling wordt uitgevoerd wordt beschreven. Ook moet in de procedures de manier worden opgenomen waarop de overdracht van informatie plaatsvindt en hoe deze is vastgelegd. Te denken valt aan telefoontapes van de gesprekken waarin de informatie wordt gedeeld. De persoon die de marktpeiling ontvangt moet wel instemmen met het feit dat het gesprek wordt opgenomen. Vergelijkbare regelingen zijn opgenomen voor video- of audio conference calls. Daarnaast zijn er uitgebreide regelingen voor de verklaringen die moeten worden opgesteld wanneer informatie die als koersgevoelig is beoordeeld zal worden gedeeld. Het gaat hierbij om:

- a. een verklaring waarin duidelijk wordt gemaakt dat de communicatie in het kader van een marktpeiling wordt gedaan;
- b. een verklaring hoe de marktpeiling wordt gecommuniceerd en dat de ontvangende partij akkoord is met de (manier van) vastlegging daarvan;

67 Laatste twee alinea's van artikel 11, vierde lid, Verordening marktmisbruik.

68 Artikel 11, zesde lid, Verordening marktmisbruik.

69 Artikel 11, zevende lid, Verordening marktmisbruik.

70 ESMA Final Report, p. 21.

- c. een verzoek aan de ontvangende partij en bevestiging over de specifieke persoon aan wie het toevertrouwd is de marktpeiling te ontvangen namens de ontvangende partij;
- d. een verklaring dat die betreffende persoon akkoord is met het ontvangen van koersgevoelige informatie, en zelf zal beoordelen of er sprake is van koersgevoelige informatie en wanneer deze ophoudt te bestaan;
- e. een inschatting inclusief onderbouwing, indien mogelijk, wanneer de koersgevoelighed van de informatie zal ophouden te bestaan;
- f. een verklaring dat de ontvangende persoon geïnformeerd is over het verbod op handel met voorwetenschap alsmede het mededelingsverbod;
- g. een verzoek om instemming en een bevestiging van die instemming van de ontvangende persoon dat koersgevoelige informatie zal worden gedeeld;
- h. identificatie van de informatie die door de marktpeilende partij als koersgevoelig wordt beschouwd.⁷¹

Indien de informatie die in het kader van de marktpeiling wordt gedeeld niet wordt beschouwd als koersgevoelig, dient ook een aantal (soortgelijke) verklaringen te worden opgesteld.⁷²

Naast bovengenoemde verklaringen stelt ESMA duidelijke regels voor met betrekking tot de persoonlijke data die bijgehouden moeten worden over de ontvangers van de marktpeiling, en de datum en tijd van iedere communicatie met betrekking tot de marktpeiling. Mochten er potentiële investeerders zijn die hebben aangegeven geen marktpeilingen wensen te ontvangen, dan zal de marktpeilende partij van hen een lijst opstellen en zich weerhouden van het delen van informatie aan deze partijen.⁷³ Ook is er een apart artikel dat ziet op de procedure voor het meedelen aan de ontvangende partij dat de eerder meegedeelde informatie opgehouden is koersgevoelig te zijn. Een voorbeeld hiervan is dat de informatie inmiddels openbaar is gemaakt.⁷⁴

Tijdens de marktpeiling dient de marktpeilende partij relevante informatie te documenteren op een dusdanige manier dat deze toegankelijk en leesbaar is.⁷⁵ Deze vastleggingen moeten, indien daarom wordt verzocht, aan de toezichthouder ter beschikking worden gesteld.⁷⁶

71 Artikel 3, derde lid, van de *Draft regulatory technical standards on the appropriate arrangements, systems and procedures for disclosing market participants conducting market soundings*, ESMA Final Report, p. 239-247 (hierna: ontwerp-standaarden marktpeilingen).

72 Artikel 3, vierde lid, ontwerp-standaarden marktpeilingen.

73 Artikel 4 ontwerp-standaarden marktpeilingen.

74 Artikel 5 ontwerp-standaarden marktpeilingen.

75 Artikel 6 ontwerp-standaarden marktpeilingen.

76 Artikel 6, vierde lid, ontwerp-standaarden marktpeilingen.

Templates

ESMA beschrijft in de technische standaarden ook op welke wijze notulen of notities moeten worden gedocumenteerd. Voor deze vastleggingen zijn speciale templates (sjablonen) opgesteld die gebruikt dienen te worden. Deze templates⁷⁷ zijn onderverdeeld in sjablonen voor de gevallen waarbij koersgevoelige informatie wordt gedeeld en in sjablonen voor de gevallen waarbij wel informatie wordt gedeeld maar deze (nog) niet kwalificeert als koersgevoelig. Daarnaast is ook een template opgesteld voor de lijst met potentiële investeerders en voor de communicatie dat de gedeelde informatie opgehouden is koersgevoelig te zijn.⁷⁸

4. Insiderlijst

4.1 Regels tot 3 juli 2016

Wet op het financieel toezicht en Besluit marktmisbruik Wft

Een belangrijk instrument bij de voorkoming van handel met voorwetenschap of overtreding van het mededelingsverbod is het zorgvuldig bijhouden van een insiderlijst. Tot 3 juli 2016 geldt de nationale verplichting voor uitgevende instellingen om alle personen die bij hen werkzaam zijn en die op regelmatige of incidentele basis kennis hebben van koersgevoelige informatie, op een zogeheten insiderlijst te plaatsen.⁷⁹ Daarnaast informeert de uitgevende instelling deze personen over de verboden inzake marktmisbruik alsook over de hoogte van de (bestuursrechtelijke) sancties die op overtreding van die verboden zijn gesteld.

De volgende gegevens moeten op de insiderlijst worden opgenomen:

- a. de naam van alle personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van koersgevoelige informatie;
- b. de reden waarom deze personen op de lijst zijn vermeld;
- c. de datum waarop de lijst is opgesteld en bijgewerkt.⁸⁰

77 Annex I en Annex II bij ontwerp-standaarden marktpeilingen.

78 Annex III bij ontwerp-standaarden marktpeilingen.

79 Artikel 5:59, eerste lid, Wft.

80 Artikel 10 Besluit marktmisbruik Wft.

Tevens dient de lijst onverwijld te worden bijgewerkt door de daartoe verplichte persoon (veelal de compliance officer) wanneer:

- a. de reden waarom een persoon op de lijst is vermeld is gewijzigd;
- b. een persoon aan de lijst wordt toegevoegd;
- c. een persoon die op de lijst staat geen toegang meer heeft tot koersgevoelige informatie. Hierbij wordt ook de omstandigheid en het tijdstip waarop de persoon geen toegang meer heeft onverwijld op de lijst gezet.⁸¹

De uitgevende instelling moet de insiderlijst tenminste vijf jaar na opstelling of bijwerking bewaren.

4.2 Regels vanaf 3 juli 2016

4.2.1 Verplichting

Ook de Verordening marktmisbruik verplicht uitgevende instellingen, of personen die namens hen of voor hun rekening handelen, om een lijst op te stellen van personen die toegang hebben tot voorwetenschap. Het gaat om personen die werkzaam zijn op basis van een arbeidscontract of anderszins taken verrichten in het kader waarvan zij toegang hebben tot voorwetenschap, zoals adviseurs, accountants of ratingbureaus. Deze lijst dient voortdurend bijgewerkt te worden, met vermelding van de datum van de wijziging.⁸² In het bijzonder wanneer zich een wijziging voordoet in de reden waarom iemand op de lijst staat, een nieuwe persoon toegang tot voorwetenschap heeft of een persoon niet langer over voorwetenschap beschikt. Deze lijst dient desgevraagd zo snel mogelijk ter beschikking te worden gesteld aan de bevoegde autoriteit (in Nederland de AFM).⁸³

4.2.2 Schriftelijke verklaring

Uitgevende instellingen, of personen die namens hen of voor hun rekening handelen, moeten alle redelijke maatregelen nemen om ervoor te zorgen dat de personen op de insiderslijst schriftelijk verklaren op de hoogte te zijn van de wettelijke en regelgevende taken die hun activiteiten met zich brengen, alsook van de sancties die van toepassing zijn op handel met voorwetenschap en het wederrechtelijk meedelen van voorwetenschap.⁸⁴

81 Artikel 10 Besluit marktmisbruik Wft.

82 Artikel 18, eerste lid onder b, juncto vierde lid, Verordening marktmisbruik.

83 Artikel 18, eerste lid, onder c, Verordening marktmisbruik.

84 Artikel 18, tweede lid, Verordening marktmisbruik.

Het verdient uiteraard aanbeveling ervoor zorg te dragen dat deze schriftelijke verklaring ook echt iets inhoudt en meer is dan een 'vinkje' in een e-mail dat de betreffende verantwoordelijkheden zijn gelezen en begrepen. Het bewustzijn van het feit dat men beschikt over voorwetenschap en dat deze informatie alleen kan worden gedeeld met derden indien dit noodzakelijk is, is immers de beste remedie tegen het lekken van voorwetenschap. De insiderlijst dient daarbij als goed hulpmiddel om blijvend overzicht te houden van wie wel en wie niet op de hoogte zijn van de voorwetenschap.

Wanneer een andere persoon dan de uitgevende instelling de lijst opstelt en bijwerkt, blijft de uitgevende instelling wel volledig verantwoordelijk voor de naleving van de verplichtingen met betrekking tot de insiderlijst.⁸⁵

4.2.3 Toepassingsgebied

De verplichtingen om een insiderlijst op te stellen en bij te houden rusten op beursgenoteerde ondernemingen die verzocht hebben of ingestemd hebben met de toelating van hun financiële instrumenten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat, of worden verhandeld op basis van hun verzoek of met instemming op een MTF of OTF.⁸⁶

Tevens zien de bepalingen met betrekking tot de insiderslijst op:

- deelnemers aan de emissierechtenmarkt indien de informatie verband houdt met zijn activiteiten;
- elk veilingplatform, elke veilingmeester en de veilingtoezichthouder in verband met veilingen van emissierechten of andere daarop gebaseerde geveilde producten die worden gehouden ingevolge Verordening (EU) nr. 1031/2010 (volume broeikasemissierechten).

Uitgevende instellingen waarvan de instrumenten worden verhandeld op een zogeheten mkb-groeimarkt (hierna: mkb-ondernemingen) zijn echter vrijgesteld van het opstellen van de insiderlijst wanneer zij aan de volgende voorwaarden voldoen:

- a. uitgevende instellingen ondernemen alle redelijke stappen om ervoor te zorgen dat iedereen die toegang heeft tot voorwetenschap, op de hoogte is van de daarmee samenhangende wettelijke en regelgevingsplichten en van de sancties die verbonden

⁸⁵ Artikel 18, tweede lid, tweede alinea, Verordening marktmisbruik.

⁸⁶ Artikel 18, zevende en achtste lid, Verordening marktmisbruik.

- zijn aan handel met voorwetenschap en de wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap; en
- b. uitgevende instellingen zijn in staat de bevoegde autoriteit op verzoek een lijst met insiders te verstrekken.⁸⁷

4.2.4 De lijst en templates

De insiderlijst moet in ieder geval bevatten:

- de identiteit van alle personen met toegang tot voorwetenschap;
- de reden voor opname op de lijst;
- de datum en het tijdstip waarop de personen toegang tot voorwetenschap hebben gekregen; en
- de datum waarop de lijst is opgesteld.⁸⁸

De lijst dient vijf jaar te worden bewaard nadat hij is opgesteld of bijgewerkt.⁸⁹

ESMA stelt daarbij voorop dat de markt gebaat is bij uniformiteit ten aanzien van de inhoud van insiderslijsten. In de templates (sjablonen) behorend bij deze standaarden wordt de inhoud van de insiderlijsten en de bijwerking van deze lijsten aangegeven.⁹⁰ Alle uitgevende instellingen en deelnemers aan emissierechtenmarkten moeten deze templates gebruiken. De informatie die moet worden verstrekt bestaat onder andere uit: naam insider, beroep en functie insider, naam bedrijf, datum waarop de insider toegang tot de voorwetenschap heeft verkregen.

Het template van de insiderlijst is verdeeld in verschillende secties voor de verschillende voorwetenschap die bekend is binnen de onderneming. Er zijn deal-specifieke en event-specifieke lijsten waarop alle personen moeten worden vermeld die toegang tot de voorwetenschap hebben met betrekking tot die deal of dat event. Ook kunnen instellingen ervoor kiezen om een aparte lijst op te stellen waarop de 'permanente insiders' worden vermeld; dit zijn de personen die altijd (dus doorlopend) toegang hebben tot alle voorwetenschap (zoals bestuurders van een uitgevende instelling).⁹¹

87 Artikel 18, zesde lid, Verordening marktmisbruik.

88 Artikel 18, derde lid, Verordening marktmisbruik.

89 Artikel 18, vijfde lid, Verordening marktmisbruik.

90 Annex I bij *Draft implementing technical standards on the format of the insider lists and format for updating the insider lists*, ESMA Final Report, p. 300-311 (hierna: ontwerp-standaarden insiderlijst).

91 Annex I bij de ontwerp-standaarden insiderlijst bevat twee templates: Template I voor deal-specifieke of event-specifieke koersgevoelige informatie, Template II voor de permanente insiders.

5. Meldplicht van transacties door leidinggevenden

5.1 Regels tot 3 juli 2016

Wet op het financieel toezicht en Besluit marktmisbruik Wft

Het bestuur van een uitgevende instelling staat vaak hoog in aanzien. De bestuurders zijn immers degenen die weten hoe de onderneming er in zijn geheel en op dit moment voorstaat. Om het vertrouwen van de markt te behouden en te vergroten, is het belangrijk dat wanneer leidinggevenden transacties verrichten in aandelen van hun 'eigen' instelling, deze transacties voor iedereen zichtbaar zijn.

Transacties van leidinggevenden (zogenoeten primaire insiders) in aandelen van de eigen uitgevende instelling moeten uiterlijk op de vijfde werkdag na de transactiedatum worden gemeld aan de AFM.⁹² Hetzelfde geldt voor transacties in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen (derivaten). Het gaat om transacties die voor eigen rekening zijn verricht of bewerkstelligd. De melding kan worden uitgesteld tot het tijdstip waarop, in een kalenderjaar, de som van de transacties een bedrag van tenminste € 5.000,- bedraagt. De melding kan worden gedaan door tussenkomst van een door de uitgevende instelling daartoe aangesteld persoon.

Onder voornoemde leidinggevenden of primaire insiders worden verstaan:

- I. dagelijks beleidsbepalers van een uitgevende instelling;
- II. leden van de raad van commissarissen van een uitgevende instelling;
- III. personen met een leidinggevende functie en die daardoor de bevoegdheid hebben besluiten te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van een uitgevende instelling en die regelmatig kennis kunnen hebben van voorwetenschap.⁹³

Daarnaast geldt de verplichting ook voor personen die nauw gelieerd zijn met één van de personen onder I, II of III zoals hierboven genoemd (zij vallen onder de zogeheten categorie secundaire insiders). Deze bepaling betreft de volgende personen:

- echtgenoten, geregistreerde partners of levensgezellen of personen die op vergelijkbare wijze samenleven;
- kinderen die onder hun gezag vallen, onder curatele zijn gesteld of waarvoor deze personen als curator zijn benoemd;

92 Artikel 5:60 Wft.

93 Artikel 5:60, eerste lid, Wft.

- andere bloed- en aanverwanten die op de datum van de transactie tenminste een jaar een gemeenschappelijke huishouding hebben gevoerd;
- rechtspersonen of trusts als bedoeld in artikel 1, onder c van de Wet toezicht trustkantoren, of personenvennootschappen:
 - a. waarvan de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij de hierboven onder I, II of III genoemde personen;
 - b. die onder de zeggenschap staan van een persoon onder I, II of III;
 - c. die zijn opgericht ten gunste van een persoon als bedoeld onder I, II of III; of
 - d. waarvan de economische belangen in wezen gelijkwaardig zijn aan die van een persoon als bedoeld onder I.⁹⁴

De gegevens die moeten worden gemeld zijn:

- de naam en het adres van de meldingsplichtige;
- de naam van de betrokken uitgevende instelling;
- de reden voor de melding;
- de omschrijving van de betrokken instrumenten;
- de aard van de transactie;
- de datum en de plaats van uitvoering van de transactie, alsmede de prijs en omvang van de transactie.⁹⁵

De AFM heeft hiertoe meldingsformulieren opgesteld.⁹⁶

De meldplicht voor deze verschillende personen is niet van toepassing op transacties die op grond van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving worden verricht of bewerkstelligd door een vermogensbeheerder, indien is bepaald dat de volmachtgever geen invloed uitoefent op transacties die de financiële onderneming als gevolmachtigde verricht of bewerkstelligt ('vrije hand beheer').⁹⁷

De AFM publiceert de transacties op haar website in het Register insider transacties 5:60 Wft. Deze zijn voor iedereen te raadplegen. Voorbeelden die op de AFM-site worden genoemd van transacties die een insider moet melden zijn: het aannemen van personeelsopties, koop en/of verkoop van aandelen.

94 Artikel 5 Besluit marktmisbruik Wft.

95 Artikel 6 Besluit marktmisbruik Wft.

96 Vanwege mogelijke samenloop met artikel 5:38 (eerste of tweede lid) of artikel 5:48 (zesde lid) is bepaald dat indien reeds vanuit dien hoofde is gemeld aan de AFM, ook aan de meldplicht van artikel 5:60 is voldaan.

97 Artikel 8 Besluit marktmisbruik Wft.

5.2 Regels vanaf 3 juli 2016

5.2.1 Transacties door leidinggevenden

Onder de Verordening marktmisbruik dienen personen met een leidinggevende verantwoordelijkheid ('managerial responsibilities'), evenals aan hen nauw verbonden personen, de transacties én aan de uitgevende instelling of de deelnemer aan de emissierechtenmarkt én aan de bevoegde autoriteit te melden. Waar in artikel 5:60 Wft alleen gesproken werd van *"transacties in aandelen (...) of in financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaalde door de waarde van deze aandelen"*, breidt de Verordening marktmisbruik de meldplicht tevens uit naar schuldinstrumenten.

In de verordening zijn de volgende transacties meldingsplichtig:

- Met betrekking tot uitgevende instellingen: alle transacties voor hun eigen rekening met betrekking tot aandelen of schuldinstrumenten van de betreffende uitgevende instelling, of afgeleide of andere financiële instrumenten die ermee verbonden zijn.
- Met betrekking tot deelnemers aan de emissierechtenmarkten: alle transactie voor hun eigen rekening in verband met emissierechten, de daarop gebaseerde te veilen producten of daaraan gerelateerde derivaten.⁹⁸

Alle transacties die voor eigen rekening zijn uitgevoerd door de leidinggevende personen (of de personen die nauw aan hen verbonden zijn), worden door deze personen aan de bevoegde autoriteiten gemeld. Deze meldingen resulteren niet alleen in waardevolle informatie voor marktdeelnemers, maar vormen ook een aanvullend hulpmiddel voor de bevoegde autoriteiten bij de uitoefening van het markttoezicht.⁹⁹

5.2.2 Drempel

De verplichting is van toepassing op iedere volgende transactie wanneer een totaalbedrag van € 5.000,- binnen een kalenderjaar is bereikt.¹⁰⁰ De drempel wordt berekend door alle transacties, zonder verrekening, bij elkaar op te tellen. De lidstaten wordt de mogelijkheid geboden om de drempel te verhogen naar € 20.000,-.¹⁰¹ ESMA moet over een dergelijke verhoging gemotiveerd geïnformeerd worden, waarna zij op haar website een lijst met de geldende drempels voor iedere lidstaat publiceert.

98 Artikel 19 Verordening marktmisbruik.

99 Overweging 59 Verordening marktmisbruik.

100 Artikel 19, achtste lid, Verordening marktmisbruik.

101 Artikel 19, negende lid, Verordening marktmisbruik.

5.2.3 Bevoegde autoriteit

Meldingsplichtige personen moet hun transacties melden bij de autoriteit van de lidstaat waar de instelling of deelnemer haar statutaire zetel heeft¹⁰², in Nederland blijft dat de AFM. Wanneer de statutaire zetel zich niet in een lidstaat bevindt, dient de autoriteit van de lidstaat van oorsprong¹⁰³ te worden geïnformeerd of, indien deze niet bestaat, de bevoegde autoriteit van het handelsplatform.

5.2.4 Openbaar maken van de transacties

De meldingsplichtige personen maken de informatie over de transacties onverwijld en ten laatste drie werkdagen na de transactie openbaar op een manier die waarborgt dat snel en op niet-discriminerende wijze toegang tot de informatie in kwestie kan worden verkregen.¹⁰⁴ De uitgevende instelling of deelnemer aan een emissierechtenmarkt moet media – denk aan persberichten, maar ook aan mediakanalen zoals Bloomberg en Reuters – gebruiken waarvan redelijkerwijs kan worden verwacht dat zij zorgen voor een doeltreffende verspreiding van informatie aan het publiek.

Als alternatief kan in het nationaal recht worden bepaald dat een bevoegde autoriteit zelf de informatie bekend maakt. Nederland zal voor dit alternatief kiezen. De AFM zal de transacties van leidinggevendenden, net als onder het Wft-regime het geval is, via een register op haar website openbaar maken.

5.2.5 Toepassingsgebied

De meldplichten inzake de transacties van leidinggevendenden zijn van toepassing op uitgevende instellingen die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (of daartoe hebben verzocht, of hebben ingestemd met verhandeling), of ingestemd hebben met verhandeling op een MTF of OTF, of hebben verzocht om toelating tot de handel op een MTF.¹⁰⁵

De meldplichten gelden ook voor transacties door personen met leidinggevende verantwoordelijkheden binnen elk veilingplatform, elke veilingmeester en de veilingtoezichthouder die betrokken zijn/is bij veilingen gehouden in het kader van EU Verordening

102 Artikel 19, tweede lid, Verordening marktmisbruik.

103 Overeenkomstig artikel 2, eerste lid, onder m, Richtlijn 2004/109/EG (Transparantierichtlijn).

104 Zie artikel 17, tiende lid, onder a, Verordening marktmisbruik.

105 Artikel 19, vierde lid, Verordening marktmisbruik.

1031/2010.¹⁰⁶ Het gaat daarbij om transacties die betrekking hebben op emissierechten, daarvan afgeleide producten of daarop gebaseerde geveilde producten. Ook personen die nauw met hen verbonden zijn vallen onder deze verplichting. De transacties worden gemeld aan de veilingplatforms, de veilingmeesters en de veilingtoezichthouder, en aan de bevoegde autoriteit waarbij het veilingplatform, de veilingmeester of de veilingtoezichthouder is geregistreerd. Op hun beurt maken deze instanties de informatie openbaar.

5.2.6 Bewustzijn ('awareness')

Personen met leidinggevende verantwoordelijkheid moeten door uitgevende instellingen en deelnemers aan emissierechtenmarkten schriftelijk in kennis worden gesteld van hun verantwoordelijkheden met betrekking tot de melding van hun transacties. De betrokken personen informeren vervolgens de aan hen nauw verbonden personen schriftelijk over hun verantwoordelijkheden en bewaren een afschrift van deze kennisgeving.¹⁰⁷ De bedoeling van deze kennisgeving is uiteraard om de leidinggevende personen en de aan hen verbonden personen bewust te laten zijn van (het belang van) de verplichtingen. Uitgevende instellingen en deelnemers aan een emissierechtenmarkt moeten voorts een lijst opstellen van alle personen met leidinggevende verantwoordelijkheden en de nauw aan hen verbonden personen.

5.2.7 Gegevens van de melding

De melding bevat:

- de naam van de persoon;
- de reden van de melding;
- de naam van de uitgevende instelling of deelnemer aan een emissierechtenmarkt;
- een beschrijving en de kenmerken van het financieel instrument;
- de aard van de transactie(s) en vermelding van het feit dat de transactie al dan niet verband houdt met de uitoefening van onder meer een aandelenoptieprogramma;
- de datum en plaats van de transactie(s); en
- de prijs en omvang van de transactie(s).¹⁰⁸

106 Artikel 19, tiende lid, Verordening marktmisbruik.

107 Artikel 19, vijfde lid, Verordening marktmisbruik.

108 Artikel 19, zesde lid, Verordening marktmisbruik.

5.2.8 Template

Voor de onder paragraaf 5.2.7 genoemde gegevens van de melding heeft ESMA in de technische standaarden een template vastgesteld voor het melden van transacties van leidinggevendenden die de efficiëntie in het meldingsproces moet vergroten.¹⁰⁹ Daarnaast zorgt deze template voor uniformiteit tussen de lidstaten. In de template zal onder andere informatie moeten worden verstrekt over de persoon die de transactie heeft verricht, over de reden voor de melding, details over de uitgevende instelling en de transactie(s) inclusief prijs, volume, datum van transactie(s) en de plaats waar de transactie is uitgevoerd. Tevens wordt benadrukt dat de verzending via elektronische middelen de volledigheid, integriteit en vertrouwelijkheid van de informatie moet kunnen waarborgen.¹¹⁰

5.2.9 Transacties

Onder transacties worden, naast verwerving of vervreemding, ook onder meer verstaan:¹¹¹

- a. Het als zekerheid verstrekken of uitlenen van financiële instrumenten. Deze hoeven echter niet worden gemeld wanneer effecten op een voogdijrekening worden gezet tenzij en totdat deze plaatsvinden met het oog op het verwerven van een specifieke kredietfaciliteit.¹¹²
- b. Transacties uitgevoerd door iedere persoon die beroepsmatig transacties aangaat of verricht of iedere andere persoon namens een persoon met leidinggevende verantwoordelijkheden of een persoon die nauw met hem is verbonden, ook indien discretionaire bevoegdheid wordt uitgeoefend;
- c. Transacties in het kader van een levensverzekeringspolis waarbij:
 - I. de polishouder een persoon is met leidinggevende verantwoordelijkheden bij een uitgevende instelling of een persoon die nauw aan hem verbonden is,
 - II. het beleggingsrisico wordt gedragen door de polishouder, en
 - III. de polishouder de (discretionaire) bevoegdheid heeft om ten aanzien van specifieke instrumenten in die levensverzekeringspolis beleggingsbeslissingen te nemen of transacties te verrichten in verband met specifiek instrumenten van die levensverzekeringspolis.¹¹³

109 Bijlage bij Draft implementing technical standards on the format and template for notification and public disclosure of managers' transactions, *ESMA Final Report*, p. 312-318 (hierna: ontwerp-standaarden managers' transactions).

110 Artikel 2 ontwerp-standaarden managers' transactions.

111 Artikel 19, zevende lid, Verordening marktmisbruik.

112 Artikel 19, zevende lid, één-na-laatste alinea, Verordening marktmisbruik.

113 Artikel 19, zevende lid, onder c, Verordening marktmisbruik.

5.2.10 Gesloten periodes en uitzonderingen daarop

Tot 3 juli 2016 verplicht artikel 11 Besluit marktmisbruik Wft dat een uitgevende instelling in haar zogeheten insiderreglement de perioden vermeldt waarin leidinggevenden (zoals dus bestuurders en commissarissen) geen transacties in op de uitgevende instelling betrekking hebbende financiële instrumenten mogen verrichten of bewerkstelligen. Dit zijn de zogenaamde gesloten periodes. Een bepaling voor de duur van gesloten periodes ontbreekt, maar uit de AFM Beleidsregel 'Model verplichte reglement' uit 2006 volgt dat de AFM uitgaat van gesloten periodes van twee maanden voorafgaand aan de publicatie van jaarcijfers en eenentwintig dagen voorafgaand aan de publicatie halfjaar- of kwartaalcijfers of kwartaalbericht ('trading update'). In de praktijk wijken uitgevende instellingen soms af van deze termijnen.

Vanaf 3 juli 2016 verplicht de Verordening marktmisbruik kort omschreven dat personen met leidinggevende verantwoordelijkheden zich onthouden van het uitvoeren van transacties voor eigen rekening of voor rekening van een derde partij gedurende een gesloten periode van dertig kalenderdagen voorafgaand aan de bekendmaking van een tussentijds financieel verslag of een jaarverslag van een uitgevende instelling.¹¹⁴

De verordening geeft voorts twee uitzonderingen op grond waarvan de uitgevende instelling kan toestaan dat een persoon met leidinggevende verantwoordelijkheden voor eigen rekening of voor de rekening van een derde partij handelt tijdens de gesloten periode:

- indien er sprake is van uitzonderlijke omstandigheden, zoals ernstige financiële moeilijkheden; of
- op grond van de kenmerken van de handel in kwestie, wanneer het gaat om transacties in het kader van of verband houdend met aandelenregelingen van werknemers, spaarregelingen, aandelenkwalificaties of -rechten, of activiteiten waarbij geen verandering optreedt in het belang in de instrumenten in kwestie.¹¹⁵

In de eerste helft van 2016 zal de Europese Commissie de omstandigheden waaronder handel gedurende een gesloten periode kan worden toegestaan nader uiteenzetten.

¹¹⁴ Artikel 19, elfde lid, Verordening marktmisbruik.

¹¹⁵ Artikel 19, twaalfde lid, Verordening marktmisbruik.

Slotopmerkingen

In deze bijdrage zijn de voor uitgevende instellingen belangrijkste aankomende wijzigingen in de regels ter voorkoming en opsporing van marktmisbruik uiteengezet. De nieuwe en aangescherpte Europese regels, die gelden vanaf 3 juli 2016, zullen rechtstreekse werking hebben in de lidstaten. Dit houdt in dat zij niet worden omgezet in apart nationaal recht. Deze nieuwe regels dienen dan ook te leiden tot meer uniforme toepassing van de regels in de lidstaten. Zij leiden (ook) in Nederland tot veranderingen en aanpassingen van de handelwijze en het beleid van uitgevende instellingen en van – nieuwe subjecten van de verordening – deelnemers aan de emissierechtenmarkten. Compliance officers van deze instellingen krijgen er nieuwe taken bij en moeten strikter en op meer punten erop toezien dat de Verordening marktmisbruik wordt nageleefd.

Zo wordt het monitoren en melden van mogelijk marktmisbruik aangescherpt. De restrictieve uitstelregeling bij de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wordt onderworpen een ex ante- dan wel ex post-meldplicht bij de AFM. Insiderlijsten moeten volgens de door ESMA ontworpen templates worden opgesteld. Het proces voorafgaand en gedurende marktpeilingen moet uitvoerig worden gedocumenteerd, bewaard en bijgehouden. Ook moet openheid worden gegeven over meer transacties die worden verricht door personen met leidinggevende verantwoordelijkheden binnen de uitgevende instellingen en, in voorkomend geval, door personen die nauw aan hen gelieerd zijn. De door ESMA opgestelde templates voor het vastleggen en melden van informatie in verband met de verschillende verplichtingen zorgen voor uniformiteit tussen de lidstaten. Dit zal de duidelijkheid en daarmee de kwaliteit van de vastleggingen en de meldingen ten goede komen.

De nieuwe en aangescherpte regels zijn maatregelen ter voorkoming dan wel opsporing van marktmisbruik en vormen daarmee waardevolle maatregelen ter bescherming van de marktintegriteit. Een goede taakuitoefening door compliance officers zal dan ook bijdragen aan een goede werking van de effectenmarkten en het vertrouwen van het publiek in die markten.