

# Een Verordening Marktmisbruik: wat gaat er straks veranderen?

Mr. J.T. de Jong<sup>1</sup>

## 1 Inleiding

Op 20 oktober 2011 kondigde de Europese Commissie (Commissie) aan de huidige Richtlijn Marktmisbruik<sup>2</sup> (algemeen bekend als de Market Abuse Directive of MAD) te herzien en om te vormen tot een verordening (concept Market Abuse Regulation of concept-MAR).<sup>3</sup> De reden voor herziening van het huidige marktmisbruikregime, is volgens de Commissie, dat een verdere versterking van de marktintegriteit en de bescherming van de belegger tegen gebruik van voorwetenschap en marktmanipulatie wenselijk is. Om dat te realiseren, acht de Commissie het nodig de MAD te actualiseren aan de hand van de laatste ontwikkelingen op het gebied van wetgeving, markt en technologie. De Commissie verkiest een verordening boven een richtlijn, om de regels vergaand te harmoniseren binnen Europa.<sup>4</sup> Naast de op 20 oktober 2011 geïntroduceerde concept-MAR, kondigde de Commissie een conceptrichtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik aan. De Commissie acht dat nodig, omdat de strafrechtelijke wijze van afdoening onvoldoende is verankerd in een aantal lidstaten.

Na enkele herziene versies van de eerste concept-MAR, is in juni 2013 triloogovereenstemming<sup>5</sup> bereikt tussen de Europese Commissie, de Europese Raad en het Europees Parlement over de tekst van de concept-MAR.<sup>6</sup> Dat heeft geresulteerd in een op

---

1 Mr. J.T. (Johannes) de Jong is werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten op de afdeling Juridische Zaken.

2 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

3 EC, IP/11/1217, Brussel, 20 oktober 2011.

4 Verordeningen zijn rechtstreeks van toepassing in de lidstaten, wat betekent dat zij rechtstreeks recht scheppen dat in alle lidstaten dezelfde kracht heeft als het nationale recht, zonder dat nationale instanties daarvoor iets hoeven te doen, zoals omzetting in lokaal recht bij richtlijnen vereist.

5 Een triloog is een informeel overleg tussen vertegenwoordigers van de Europese Commissie, de Europese Raad en het Europees Parlement.

6 EC PRESSE 299 11635/13, Brussel, 26 juni 2013.

punten gewijzigde concept-MAR (hierna: MAR).<sup>7</sup> De verwachting is dat de MAR vanaf begin 2016 de thans vigerende MAD zal vervangen. Overigens zal op dat moment ook de Richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID) worden vervangen door de Verordening markten voor financiële instrumenten (MiFIR) met de bijbehorende richtlijn MiFID-II. Dit valt samen, omdat de MAR afhankelijkheden heeft in de MiFIR en MiFID-II (zoals de definitie van handelsplatform).<sup>8</sup>

Nu trilogovereenstemming over de tekst van de MAR bestaat, ontstaat zicht op wat gaat veranderen. Het is niet mijn doel alle veranderingen die de MAR gaat brengen in dit artikel te bespreken. Doel van het artikel is in het eerste deel (hoofdstuk 2) op hoofdlijnen enig inzicht te geven in wat er in Nederland zal veranderen. In het tweede deel (hoofdstuk 3) ga ik in op wat de MAR voor uitgevende instellingen kan betekenen. Hierbij moet onder andere gedacht worden aan wijzigingen van de regels over: uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie, melden van transacties in onder meer eigen aandelen, de insiderlijst, de duur van gesloten perioden en het reglement voorwetenschap.

## 2 Wat gaat er straks veranderen?

De veranderingen die de MAR gaat brengen, kunnen grofweg onderscheiden worden in aanpassingen van de reikwijdte van het marktmisbruikregime en aanpassingen in bestaande verbod- en gebodsbepalingen en de uitzonderingen daarop. Daarbij geldt dat de voorgestelde wijzigingen in Nederland niet allemaal tot veranderingen zullen leiden. Dit komt omdat Nederland veel wijzigingen zoals die worden voorgesteld zelf al geregeld heeft. Te denken valt bijvoorbeeld aan het marktmisbruiktoezicht op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) en op MTF-verhandelde financiële instrumenten.<sup>9</sup> Maar ook alle verbodsbepalingen in de MAD zijn in Nederland al strafbaar, zodat deze verplichting in de bij de verordening behorende richtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik betrekkelijk weinig impact zal hebben in Nederland.

---

7 Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR), 2011/0295 (COD).

8 Zie voor meer informatie over MiFID-II het artikel van mr. L.J. Silverentand en mr. J. Sprecher in dit Jaarboek.

9 Zie artikelen 5:56 lid 1, 5:57 lid 1, 5:58 lid 1 en 5:25b lid 1 juncto 5:25i lid 1 Wft.

Hieronder ga ik op hoofdlijnen nader in op een aantal wijzingen, dat in meer of mindere mate een impact zal hebben op het huidige marktmissbruikregime in Nederland. Achtereenvolgens zijn dat de volgende wijzigingen:

- regels die georganiseerde handelsplatformen, *over-the-counter* (OTC) handel en *high frequency trading* beter onder de reikwijdte brengen;
- verplichting voor actief monitoren en melden van (mogelijk) marktmissbruik door handelsplatformen en beleggingsondernemingen;
- uitbreiding van marktmissbruikregels met betrekking tot grondstofmarkten, gerelateerde markten en de EU-emissierechtenmarkt;
- uitbreiding van de definitie van marktmanipulatie om het manipuleren van benchmarks (zoals EURIBOR- en LIBOR-benchmarks voor interbancaire leningtarieven) te voorkomen;
- wijziging van het verbod van gebruik van voorwetenschap in het kader van annuleren of wijzigen van orders;
- hogere sancties en nieuwe maatregelen; en
- proportionaliteitstoets bij publicatie door de toezichthouder (AFM) van boetes.

## 2.1 Georganiseerde handelsplatformen, OTC-handel en high frequency trading

De Commissie merkt op dat sinds de introductie van MiFID, financiële instrumenten steeds meer worden verhandeld op MTF's en zogenaamde 'organised trading facilities' (georganiseerde handelsplatformen of OTF's)<sup>10</sup> of louter OTC en dat deze handelwijzen daarmee significant bijdragen aan de liquiditeit in de markt.<sup>11</sup> Uitgangspunt onder de MAD is – kort gezegd – dat gebruik van voorwetenschap en marktmanipulatie is verboden, voor zover het verband houdt met financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, zoals Euronext Amsterdam van NYSE Euronext.<sup>12</sup> Om een level playing field op al deze platformen te waarborgen, bevat de MAR een uitbreiding in reikwijdte van gereguleerde markten naar MTF's, OTF's en bepaalde OTC-transacties.

---

10 Artikel 5 lid 4 MAR verwijst voor de definitie van OTF's naar artikel 2 lid 1 onderdeel 7 van MiFIR. Zie de volgende paragraaf van dit artikel over een toelichting op OTF's.

11 MAR, preambule overweging 8.

12 Artikel 9 MAD.

*Multilaterale handelsfaciliteit (MTF):* een handelsplatform, gericht op efficiëntie en lage transactiekosten. Net als bij een gereguleerde markt, zoals Euronext Amsterdam van NYSE Euronext, treden meerdere deelnemers zoals banken, brokers en market makers op als elkaars tegenpartij en bepalen de regels van het platform hoe koop- en verkoopintenties worden samengebracht en tot een overeenkomst leiden. Voor het exploiteren van een MTF is een vergunning voor het houden van een beleggingsonderneming nodig.

*Organised trading facility (georganiseerd handelsplatform, OTF):* een handelsplatform dat geen gereguleerde markt of MTF is, waarbij (anders dan bij een gereguleerde markt of MTF) de exploitant van het platform een discretionaire bevoegdheid heeft wat betreft de wijze waarop transacties worden uitgevoerd en de toegang tot het platform. Het exploiteren van een OTF zal met de introductie van MiFIR en MiFID-II een nieuwe beleggingsactiviteit worden, waar een vergunning als beleggingsonderneming voor nodig is.

*Over-the-counter (OTC) transactie:* een OTC-transactie is een transactie die door twee partijen onderling is overeengekomen, buiten een gereguleerde markt of MTF (en straks OTF) om. Daarbij is het van belang dat de handelende partijen zelf hebben deelgenomen aan de prijsbepaling. Als een beleggingsonderneming een order van een cliënt doorgeeft aan een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit, of een executing broker, valt dit buiten het begrip OTC.

### **MTF's, OTF's en OTC-handel**

Het huidige artikel 9 MAD bepaalt dat in de eerste plaats financiële instrumenten verhandeld op een gereguleerde markt onder het bereik van de MAD vallen. Daarnaast alle andere financiële instrumenten waarvan de waarde ten minste ten dele mede wordt bepaald door op een gereguleerde markt verhandelde financiële instrumenten. Dat kunnen dus ook OTC-instrumenten zijn, voor zover die instrumenten waardeafhankelijk zijn van op een gereguleerde markt verhandelde instrumenten. Artikel 2 MAR bevat een verordening-overkoepelende reikwijdtebepaling, die ruimer is geformuleerd dan het huidige artikel 9 van de MAD. Daarin worden expliciet MTF en OTF verhandelde financiële instrumenten onder de reikwijdte gebracht. Voor Nederland geldt evenwel dat, naast gereguleerde markten, MTF's nu al vrijwel volledig onder de reikwijdte van de marktmisbruikbepalingen in de Wft vallen. Zelfs uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten alleen verhandeld worden op een MTF in een andere lidstaat, maar met zetel in Nederland, vallen onder een aantal marktmisbruikbepalingen in de Wft. Dat marktmisbruik via een MTF verboden is, leidde de Nederlandse wetgever destijds af uit het feit dat beleggingsondernemingen die een MTF exploiteren op grond van

artikel 26 MiFID (artikel 4:91b Wft) marktmisbruik moeten monitoren en misbruik aan de AFM moeten melden.<sup>13</sup> Dat heeft erin geresulteerd dat Nederland als een van de weinige lidstaten haar marktmisbruikbepalingen bij de implementatie van de MiFID al heeft verruimd naar handel via MTF's. Voor Nederland brengt deze ruime reikwijdte met betrekking tot MTF's dus niets nieuws.

Het exploiteren van een OTF zal met de introductie van MiFIR en MiFID-II een nieuwe beleggingsactiviteit worden, waar een vergunning als beleggingsonderneming voor nodig is. Een OTF is op het moment van schrijven in MiFIR gedefinieerd als een systeem of faciliteit, niet zijnde een gereglementeerde markt of MTF, waarin meerdere koop- en verkoopintenties met betrekking tot financiële instrumenten met elkaar kunnen samenkomen op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit.<sup>14</sup> De nieuwe categorie omvat onder meer broker crossing systemen, waarbij cliëntenorders worden gematched zonder dat de beleggingsonderneming zelf partij is bij die transactie. Een ander voorbeeld is swaptransactiefaciliteiten<sup>15</sup>. Een verschil tussen een OTF enerzijds en een gereglementeerde markt of MTF anderzijds is dat de exploitant van een OTF een discretionaire bevoegdheid heeft wat betreft de wijze waarop transacties worden uitgevoerd en wat betreft de toegang tot de OTF.<sup>16</sup> Aanleiding voor de Commissie om OTF's onder het marktmisbruikregime te brengen, is toenemende concurrentie tussen de verschillende categorieën handelsplatformen.<sup>17</sup> Dat was overigens ook beoogd met de huidige MiFID. Marktmisbruiktoezicht op MTF's en OTF's is volgens de Commissie echter niet voldoende geregeld in de huidige MiFID en de MAD. Om die reden zal de MAR zich ook uitstrekken tot financiële instrumenten die verhandeld worden op een MTF of OTF.

Voor OTC-transacties geldt dat die al onder de reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap en marktmanipulatie vallen, voor zover het financiële instrumenten betreft waarvan de waarde mede wordt bepaald door op een gereglementeerde markt verhandelde financiële instrumenten.<sup>18</sup> Daarbij kan gedacht worden aan afgeleide producten, waarbij de onderliggende waarde een aandeel van een genoteerde uitgevende instelling is. Maar ook bijvoorbeeld bepaalde indexopties of deelnemingsrechten kunnen worden aangemerkt als financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de genoteerde financiële instrumenten. Wel is het omgekeerde nieuw. In de MAR vallen ook overige OTC-verhandelde financiële instrumenten onder de bedoelde

---

13 Zie de toelichting op artikel 4:91b Wft: Kamerstukken II, 2006–2007, 31086, nr. 3 p. 176.

14 Artikel 2 lid 1 onderdeel 7 MiFIR.

15 Een platform waar swaps door verschillende partijen worden aangeboden en verhandeld worden en waar swaptransacties verwerkt worden (clearing).

16 Zie voor een uitgebreidere behandeling van OTF's: prof. mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, Voorstel MiFID II en MiFIR: grotere reikwijdte, meer regels, veel werk voor ESMA en minder lidstaatopties, in *Ondernemingsrecht* 2011/117, p. 3-4.

17 EC MEMO/11/715, Brussel, 20 oktober 2011, p. 3.

18 Artikel 9 MAD.

reikwijdte, indien de prijs of waarde van deze instrumenten een effect heeft op de prijs of waarde van genoteerde financiële instrumenten.<sup>19</sup> Als voorbeelden worden in de MAR genoemd *credit default swaps en contracts for difference*. Het is echter niet zo dat de MAR zich straks uitstrekt tot alle financiële instrumenten, zoals aandelen van niet-genoteerde vennootschappen in Nederland. Dit komt door de steeds vereiste koppeling tussen de waarde of prijs van enerzijds OTC-instrumenten en anderzijds genoteerde of op een MTF of OTF verhandelde instrumenten in artikel 2 MAR.

### High frequency trading

In de afgelopen jaren heeft het gebruik van *high frequency trading* (HFT), de toepassing van geavanceerde technologie die handelsalgoritmen uitvoeren, in Europa een vlucht genomen. Een misverstand is overigens dat HFT op zichzelf marktmisbruik oplevert. Uitgangspunt bij HFT is dat, zolang men legitieme handelsstrategieën inzet, HFT-marktdeelnemers net zo behandeld dienen te worden als andere marktdeelnemers.<sup>20</sup> Daar staat tegenover, dat als de strategieën niet legitiem zijn (marktmanipulatie), op grond hiervan dient te worden opgetreden. In dat kader signaleert de Commissie dat het niet altijd makkelijk is de bestaande marktmanipulatie voorbeelden op HFT toe te passen. Daarom heeft de Commissie het nodig geacht om specifieke voorbeelden van marktmanipulatie bij het gebruik van HFT te introduceren in de MAR. Die voorbeelden zijn alleen bedoeld ter verduidelijking, omdat dergelijke strategieën nu ook al onder de verbodsbepaling van marktmanipulatie moeten vallen. Een veel aangehaald voorbeeld in dit kader is *stuffing*, het plaatsen van opdrachten zonder handelsintentie, bedoeld om het handelssysteem te ontregelen.<sup>21</sup> De voorbeelden beogen derhalve als zodanig geen wijziging van het huidige toezicht op marktmisbruik bij HFT. Opgemerkt zij nog dat MiFID-II *high frequency traders* vergunningplichtig zal maken, zodat deze vorm van handelen onderworpen zal worden aan onder meer specifieke organisatorische eisen.<sup>22</sup>

---

19 Artikel 2 lid 1 onderdeel c MAR.

20 Zie ook High frequency trading: De toepassing van geavanceerde handelstechnologie op de Europese markt', AFM, november 2010.

21 De Commissie benoemt ook de volgende strategieën: 'stuffing, layering, spoofing and trading for the purpose of disrupting a trading system or making it more difficult to identify genuine orders on a trading system'.

22 Artikel 17 MiFID-II.

## 2.2 Actief monitoren van transacties om marktmissbruik op te sporen en te melden

Verscheidende Europese toezichthouders hebben te kennen gegeven dat meldingen van mogelijk marktmissbruik bruikbare aanwijzingen van marktmissbruik opleveren.<sup>23</sup> Mede daarom wilde de Commissie het aantal meldingen van (mogelijk) marktmissbruik verhogen met de MAR. Op grond van de MAD moeten personen die beroepshalve transacties in financiële instrumenten tot stand brengen (verlenen van beleggingsdiensten) de bevoegde autoriteiten onverwijld informeren indien zij een 'redelijk vermoeden' hebben dat een transactie gebruik van voorwetenschap of marktmanipulatie inhoudt.<sup>24</sup> Daarnaast geldt op grond van de MiFID al dat exploitanten van gereguleerde markten (artikel 5:32 Wft) en MTF's (4:91b Wft) een verplichting hebben om 'ernstige inbreuken' op regels en procedures (waaronder marktmissbruik) te melden aan de AFM. Deze exploitanten moeten daartoe 'toezien' op de op hun platformen gesloten transacties. In de MAR geldt straks voor alle beleggingsondernemingen en exploitanten van een handelsplatform een plicht om een redelijk vermoeden van marktmissbruik te melden. Die meldplicht bestaat ook als een vermoeden verband houdt met transacties buiten handelsplatformen om (OTC-transacties).<sup>25</sup> Deze partijen moeten daartoe effectieve en systematische opsporingsmechanismen implementeren en inzetten, om (verdenkingen van) marktmissbruik te detecteren en te voorkomen. Straks is 'toezien' dus niet meer voldoende, maar moeten detectiesystemen worden opgetuigd.

## 2.3 Handel op grondstofmarkten, gerelateerde markten en de EU-emissierechtenmarkt

De Commissie vermeldt in de preambule bij de MAR dat marktmissbruik op spotmarkten voor grondstoffen en daaraan gerelateerde derivatenmarkten kan leiden tot systeemrisico's.<sup>26</sup> Om die reden verbreedt de Commissie die reikwijdte van de definitie van voorwetenschap onder de MAR. Dat is nodig omdat ook van informatie die rechtstreeks betrekking heeft op grondstofmarkten of -contracten, geprofiteerd kan worden door te handelen op basis van die informatie in grondstofderivaten.

---

23 Zie bijvoorbeeld BaFin Journal, juli 2011, p. 6 e.v..

24 Artikel 6 lid 9 MAD (artikel 5:62 Wft).

25 Artikel 11 lid 1 MAR.

26 MAR, preambule overweging 15.

*Spotmarkt:* ook grondstofmarkt of fysieke markt, is een markt waar grondstoffen worden verhandeld, die onmiddellijk of binnen een kort tijdsbestek afgeleverd worden aan de koper. De prijs wordt vastgesteld op het moment van koop op de huidige door de spotmarkt vastgestelde prijzen (spotprijs). Een voorbeeld van een grondstof verhandeld op spotmarkten is ruwe olie.

Informatie die rechtstreeks betrekking heeft op grondstofmarkten- of contracten, valt nu niet zonder meer onder de definitie voorwetenschap. Dat is alleen zo, als die informatie ook (middellijk) betrekking heeft op van de contracten afgeleide financiële instrumenten. Daarbij moet het bovendien gaan om informatie waarvan conform gebruikelijke marktpraktijken openbaarheid verwacht mag worden. Om alle informatie te behelzen die relevant is voor het betreffende (onderliggende) grondstofcontract, bevat de definitie van voorwetenschap straks zowel (1) de definitie van voorwetenschap met betrekking tot de financiële markten als (2) de definities van informatie die verplicht openbaar moet worden gemaakt in het kader van grondstofderivaten of de spotmarkt zelf. Bij dit laatste gaat het specifiek om informatie die in overeenstemming met de wettelijke of reglementaire bepalingen van de Unie of op nationaal niveau, marktregels, overeenkomsten of gebruiken openbaar gemaakt moet worden. Voorbeelden van dergelijke transparantieregels zijn REMIT<sup>27</sup> voor de energiemarkt en de Joint Oil Data Initiative (JODI-databank) voor olie. Het is dit type informatie met betrekking tot grondstoffen en daarvan afgeleide financiële instrumenten dat kan dienen als basis voor beslissingen van marktdeelnemers om in grondstofderivaten of de bijbehorende grondstofcontracten te handelen, aldus de Commissie. Zolang deze informatie niet openbaar is gemaakt, kan handelen in de relevante grondstofderivaten door instellingen die over dergelijke informatie beschikken straks verboden zijn onder het verbod van gebruik van voorwetenschap.

Dat zal zo zijn, als die informatie ook aan de overige bestanddelen van voorwetenschap voldoet. De informatie moet dus ook steeds voldoende concreet zijn. Maar aangenomen mag worden dat dit zo zal zijn, indien die informatie op grond van bijvoorbeeld REMIT openbaar gemaakt moet worden. Tot slot moet openbaarmaking van die informatie ook een significante invloed op de koers van het betreffende derivaat kunnen hebben.

Voorts beoogt de Commissie met de MAR om zogenaamde *cross-market* manipulatie te voorkomen. Daarmee doelt de Commissie op de mogelijkheid om via manipulatie van de spotmarkt de derivatenmarkt te beïnvloeden of vice versa. Op dit moment verbiedt de MAD alleen manipulatie met betrekking tot financiële instrumenten. Daardoor valt manipulatie van de spotmarkt als zodanig daar buiten, ook als het gevolg is dat de derivatenmarkt daardoor (mede) wordt beïnvloed. Zo kunnen in de derivatenmarkt

---

<sup>27</sup> European Parliament and Council Regulation on energy market integrity and transparency, COM(2010)0726.



bijvoorbeeld financiële instrumenten worden gebruikt, om de prijs van de onderliggende grondstofcontracten te manipuleren. Om deze *cross-market* manipulatie te voorkomen wordt aan de definitie van marktmanipulatie naast (het effect op de prijs of waarde van) financiële instrumenten, steeds ook 'of spot commodity contract' toegevoegd.

Nieuw in de MAR is tot slot de toepassing van de marktmissbruikregels op de spotmarkt (primaire markt) voor emissierechten. Meer dan 80% van de markt voor emissierechten is overigens een derivatenmarkt (ERE-derivatenmarkt) en valt daarom reeds onder de MiFID en de MAD. De MAR heeft tot doel om de marktbescherming uit te breiden tot de spotmarkt voor emissierechten (EUA-markt) en de niet-gereguleerde spotmarkten voor emissierechten, ter voorkoming van frauduleuze praktijken die het vertrouwen in het EU-emissiehandelssysteem (ETS) zouden kunnen aantasten.<sup>28</sup> Tegelijkertijd met de MAR stelt de Commissie daartoe in MiFIR voor om de ETS-emissierechten te herclassificeren tot financiële instrumenten. Daarnaast wordt een specifieke definitie van voorwetenschap voor emissierechten voorgesteld in de MAR. Die definitie is niet alleen van belang voor het gebruik van voorwetenschap, maar ook voor de incidentele openbaarmakingsplicht, die straks op de marktdeelnemers zal rusten (en niet op de emissierechten uitgevende instellingen)<sup>29</sup>. De betreffende openbaar te maken informatie zal met name betrekking hebben op de fysieke activiteiten van de marktdeelnemers, zoals de capaciteit en gebruikmaking van uitstotende installaties.<sup>30</sup> Op deze wijze moet het marktmissbruiktoezicht op de ERE- en EUA-markt dichter bij elkaar komen, is de gedachte van de Commissie. Uiteraard wordt ook het verbod van marktmanipulatie van toepassing op ETS-emissierechten, vanwege de herclassificering van deze rechten tot financiële instrumenten.

## 2.4 Verbod op manipuleren van benchmarks (zoals EURIBOR- en LIBOR-tarieven)

Het onderzoek naar de mogelijke manipulatie door een aantal banken van de EURIBOR- en LIBOR-benchmarks voor interbancaire leningtarieven, is in juli 2012 nog aanleiding geweest de concept-MAR aan te vullen.<sup>31</sup> Manipulatie van benchmarks, zoals de LIBOR- en EURIBOR-tarieven, viel niet onder het eerste voorstel van de Commissie. Dat komt omdat benchmarks geen financiële instrumenten zijn. Met name het Europees Parlement vond dat manipulatie van benchmarks wel onder marktmanipulatie in de MAR moest worden gebracht. De Commissie heeft daarop de reikwijdtebepaling van artikel 2 MAR uitgebreid met een lid 3a. Daarin is bepaald dat het verbod van marktmanipulatie ook

---

28 Commissie milieubeheer, volksgezondheid en voedselveiligheid, 2011/0295(COD), p. 2.

29 Dat zijn overigens de verantwoordelijke overheidsinstelling, zoals de Commissie zelf.

30 Verg. artikel 12 lid 2 MAR.

31 EC MEMO/12/595, Brussel, 25 juli 2012.

van toepassing is op benchmarks. Daarnaast is een definitie van benchmark opgenomen. Deze definitie kan – voor de leesbaarheid – worden opgeknipt in de volgende drie onderdelen:

1. een tarief, index of cijfer, algemeen bekendgemaakt of gepubliceerd;
2. dat (a) periodiek of regelmatig wordt vastgesteld aan de hand van een formule of (b) op basis van de waarde van één of meer onderliggende activa of prijzen, inclusief geraamde prijzen, feitelijke of geraamde rente tarieven of andere waarden of overzichten; en
3. op basis waarvan het te betalen bedrag onder een financieel instrument of de waarde van het financiële instrument wordt bepaald.<sup>32</sup>

Onderliggende activa of prijzen in benchmarks kunnen volgens de Commissie omvatten: aandelen (bijvoorbeeld de FTSE 100-index), obligaties (bijv. NASDAQ OMX vastrentende waarden), de rente (LIBOR of EURIBOR bijvoorbeeld), of grondstoffen zoals landbouwproducten (bijvoorbeeld cacao LIFFE Londen), metalen (bijvoorbeeld goud COMEX) of olie (bijvoorbeeld Brent-olie ICE).<sup>33</sup> Manipulatie van deze benchmarks valt straks onder het verbod van marktmanipulatie in de MAR. Meer algemeen bezien is straks de enige voorwaarde om onder het verbod van markmanipulatie te vallen in dit kader, dat een benchmark het bedrag verschuldigd op grond van een financieel instrument bepaalt. Daarbij geldt dat ieder gedrag dat kan leiden tot manipulatie van de benchmarkberekeningen straks onder het bereik van de MAR valt. Typen handelingen zijn als zodanig niet gedefinieerd en kunnen alle denkbare handelingen omvatten.

## 2.5 Het verbod van gebruik van voorwetenschap bij het annuleren of wijzigen van handelsorders

Onder de MAD valt het ‘verkrijgen of vervreemden van financiële instrumenten<sup>34</sup>’ onder het verbod van gebruik van voorwetenschap. Op grond van de letterlijke tekst van het verbod, wordt wel eens betoogd dat het is toegestaan een transactie of handelsorder te annuleren. Ook als de persoon die annuleert daarbij gebruikt maakt van voorwetenschap. De Commissie geeft in de preambule van de MAR aan dat het essentiële karakter van gebruik van voorwetenschap is dat een oneerlijk voordeel behaald wordt met voorwetenschap, ten nadele van derden die niet over de voorwetenschap beschikken.<sup>35</sup> Als consequentie daarvan wordt de integriteit van de financiële markten en het vertrouwen van beleggers daarin ondermijnd. Door middel van het annuleren van een order op basis

---

32 Artikel 5 onderdeel 20 MAR.

33 EC MEMO/12/595, Brussel, 25 juli 2012, p. 2.

34 Of zoals artikel 5:56 lid 1 Wft (transactieverbod) het verwoord: ‘(...) een transactie te verrichten of bewerkstelligen (...)’.

35 MAR, preambule overweging 16b.

van voorwetenschap, kan ook voordeel worden behaald. Dat voordeel zal zitten in het voorkomen van nadeel. Dat is reden voor de Commissie expliciet ook het annuleren en wijzigen van orders in het artikel van het verbod van gebruik van voorwetenschap op te nemen. Daartoe wordt in artikel 7 MAR de volgende zin opgenomen: *'The use of inside information by cancelling or amending an order concerning a Financial instrument (...) shall also be considered as insider dealing.'* Hiermee sluit het verbod straks tekstueel gezien beter aan bij de strekking van het verbod. Net als bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie, geldt bij het annuleren of wijzigen van een order de veronderstelling dat de persoon die daarbij beschikt over voorwetenschap, met betrekking tot de op de order betrekking hebbende financiële instrumenten, die informatie daarbij heeft gebruikt. Uiteraard gaat het ook hier om een weerlegbare veronderstelling.<sup>36</sup>

De term 'order'<sup>37</sup>, zoals die nu in het verbod is opgenomen, is niet gedefinieerd in de MAR. Gezien de strekking van het verbod, zal hiermee vermoedelijk iedere rechtshandeling strekkende tot het verkrijgen of vervreemden van financiële instrumenten worden bedoeld.

## 2.6 Hogere boetes en nieuwe maatregelen

De Commissie meent dat de sancties die in de verschillende lidstaten worden opgelegd voor overtredingen van de MAD, niet afdoende afschrikwekkend zijn. Ook vindt de Commissie dat de hoogte van opgelegde boetes in de lidstaten te veel uiteenlopen.<sup>38</sup> Om handhavingsarbitrage te voorkomen, meent de Commissie dat het nodig is de boetes meer te harmoniseren. In de concept-MAR staat verder dat de hoogtes van de boetes niet onder een vastgesteld minimum moeten komen en dat de maxima moeten worden gehanteerd bij zeer ernstige overtredingen. Boetes zouden niet minder moeten zijn dan de winst gemaakt met marktmissbruik, waar deze kan worden bepaald. De maximale boete zou niet minder moeten zijn dan twee keer de winst.

De Commissie heeft op deze punten iets moeten inleveren tijdens de onderhandelingen met de Europese Raad en het Europees Parlement. De MAR is op deze punten door de onderhandelingen overigens niet duidelijker geworden. In het voorstel van de Commissie werd gesproken van *'(...) impose at least the following sanctions: (...)'* dan steeds gevolgd door een bedrag behorende bij een bepaalde overtreding, bijvoorbeeld *'(...) administrative pecuniary sanctions of EUR 5.000.000.'*<sup>39</sup> In de geconsolideerde

---

36 MAR, preambule overweging 16b, laatste volzin.

37 In het kader van emissierechten en andere veilingproducten wordt overigens de volgende omschrijving gebruikt: *'submitting, modifying or withdrawing a bid'*.

38 MAR, preambule overweging 34 tot en met 35.

39 Artikel 26 concept-MAR.

versie na het debat tussen de Europese Raad en het Europees Parlement, volgt nu na het eerste citaat het volgende '(...) *maximum administrative sanctions of at least (...) EUR 5.000.000*'. Ik trek hieruit de conclusie dat op dit moment aan de lidstaten slechts wordt voorgeschreven wat minimaal het maximum bedrag moet zijn, maar dat de door de Commissie beoogde minimumsancties zijn komen te vervallen. Hieronder volgt een overzicht van de ten minste voorgeschreven maximale sanctiebedragen, zoals die nu in de MAR zijn verwerkt, in vergelijking met de thans in Nederland geldende boetebedragen.

<b>Maximale bestuursrechtelijke boetebedragen in de MAR vergeleken met de thans geldende bestuursrechtelijke boetebedragen in Nederland</b>			
	Huidige bedragen in Nederland <sup>40</sup>	MAR: natuurlijke personen	MAR: rechtspersonen
Verbodsbepalingen: gebruik van voorwetenschap, tipverbod en marktmanipulatie	basisbedrag € 2 miljoen	€ 5 miljoen	€ 15 miljoen of <u>drie</u> keer de jaaromzet
Gebodsbepalingen: insiderlijst, meldplicht eigen aandelen, beleggingsaanbevelingen	basisbedrag € 2 miljoen basisbedrag € 500 duizend basisbedrag € 500 duizend	€ 500 duizend	€ 1 miljoen
Overige overtredingen	basisbedrag € 500 duizend of € 10 duizend	€ 1 miljoen	€ 2 miljoen of 2% van de jaaromzet

Het afstemmen van de hoogte van een opgelegde boete moet straks plaatsvinden door te kijken naar de omstandigheden zoals genoemd in artikel 27 MAR. Op basis daarvan moeten toezichthouders bij het opleggen van boetes rekening houden met, onder meer:

- ernst en duur van de overtreding;
- de verantwoordelijkheden waar de betreffende overtreder mee was belast;
- de draagkracht van de overtreder;
- voor- of nadeel dat behaald is;
- de mate van medewerking met de toezichthouders;
- recidive.

<sup>40</sup> Basisbedrag op grond van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, zoals dat verlaagd of verhoogd kan worden (met in totaal maximaal 100%), afhankelijk van de omstandigheden van de overtreding en de overtreder. Ook kan de boete worden vastgesteld op maximaal tweemaal het behaalde voordeel, als dat hoger is dan € 2 miljoen (er geldt dan geen absoluut maximum).

Dit betekent voor de AFM niet veel nieuws. Op grond van de Wft, het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector en de Algemene wet bestuursrecht stemt de AFM ook nu al boetes op vergelijkbare wijze af.

Tot slot bepaalt de conceptrichtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik dat lidstaten straks de verschillende verbodsbepalingen in de MAR op nationaal niveau strafbaar moeten stellen en – kort gezegd – effectieve strafrechtelijke sancties moeten hanteren.

Naast hogere boetes en de verplichting tot strafbaarstelling, moeten de lidstaten de toezichthouders straks in staat stellen een aantal maatregelen op te leggen.<sup>41</sup> Zo moeten alle toezichthouders in de lidstaten straks de mogelijkheid krijgen een last op te leggen en een publieke waarschuwing uit te vaardigen. Dat kan de AFM nu ook en zal met de MAR dus niet veranderen. Nieuw is voor de AFM dat ze straks moet kunnen overgaan tot het intrekken of schorsen van een vergunning van een beleggingsonderneming, als maatregel in het kader van een overtreding van een gebods- of verbodsbepaling van de MAR. Het is overigens nu wel mogelijk voor de AFM om een vergunning in te trekken en dat komt ook voor. Dan is meestal sprake van een situatie waarbij al meerdere malen door de AFM handhavend is opgetreden zonder voldoende effect. Op die wijze kan een overtreding ook nu een rol spelen bij een vergunningintrekking.

Ook is nieuw dat de AFM straks de bevoegdheid moet hebben om werknemers – waaronder begrepen bestuurders en commissarissen – van een beleggingsonderneming tijdelijk te schorsen van de uitoefening van 'leidinggevende functies'<sup>42</sup>. Daarnaast moet het mogelijk worden om bij recidive van specifiek gebruik van voorwetenschap, tippen van voorwetenschap en/of marktmanipulatie, deze personen permanent de uitoefening van leidinggevende functies te ontzeggen. Een dergelijke maatregel kan de AFM nu niet opleggen in het kader van een overtreding. Wel kan de AFM bij een overtreding aanleiding zien tot hertoetsing van de bij de overtreding betrokken beleidsbepalers. Dat kan in het kader van de betrouwbaarheidstoetsing van (mede) beleidsbepalers, maar ook in het kader van de geschiktheidstoetsing van dagelijks beleidsbepalers van onder meer

---

41 Zie voor alle voorgestelde maatregelen artikel 26 MAR.

42 De definitie van 'leidinggevende functies' binnen een beleggingsonderneming is niet gedefinieerd in de MAR, MiFIR en MiFID-II. Vermoedelijk zal bij de uitleg van deze term mede worden gekeken naar de definitie van leidinggevende personen binnen een uitgevende instelling. Die definitie wordt in de MAR overgenomen uit een van de uitvoeringsrichtlijnen van de MAD. Daarin is bepaald dat onder een 'persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid bij een emittent' moet worden begrepen: 'een persoon die (a) lid is van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen van de onderneming, of (b) een kaderlid is dat een leidinggevende functie heeft maar die geen deel uitmaakt van de onder a bedoelde organen en dat regelmatig toegang heeft tot voorwetenschap die direct of indirect op de emittent betrekking heeft, en tevens de bevoegdheid bezit managementbeslissingen te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van deze emittent'.

beleggingsondernemingen. Afhankelijk van het geval kan een hertoetsing vanwege de overtreding of aanverwante relevante feiten en omstandigheden vervolgens leiden tot een negatieve uitslag. Op die wijze kunnen beleidsbepalers op dit moment buiten beleidsfuncties gehouden worden. Zij het dat dit slechts heel indirect via hertoetsing kan, terwijl het straks rechtstreeks in verband met een overtreding als maatregel mogelijk moet worden gemaakt voor de AFM.

Tot slot moet de AFM straks de mogelijkheid krijgen om leidinggevend van een beleggingsonderneming of ieder ander die verantwoordelijk gehouden kan worden voor een overtreding van de MAR, tijdelijk te verbieden voor eigen rekening te handelen in financiële instrumenten. Over een dergelijke bevoegdheid beschikt de AFM nu niet.

## 2.7 Proportionaliteitstoets bij publicatie door de AFM van boetes

Het huidige Wft-regime verplicht de AFM tot publicatie van boetes voor overtreding van verbodsbepalingen van de MAD. Van publicatie kan door de AFM alleen worden afgezien, indien die in strijd is of zou kunnen komen met het doel<sup>43</sup> van het door de AFM uit te oefenen toezicht op de naleving van de Wft. In de MAR, maar ook in MiFIR<sup>44</sup> wordt een bepaling voor publicatie van sancties voorgesteld waarbij publicatie het uitgangspunt is, maar waarbij van publicatie moet worden afgezien door de toezichthouders als die naar het oordeel van de toezichthouder disproportioneel is.<sup>45</sup> Ook dient van publicatie te worden afgezien als die de stabiliteit van de financiële markten in gevaar brengt, of een lopend onderzoek in gevaar brengt. In die situaties moet de toezichthouder straks kiezen voor het later publiceren (zoveel later dat de genoemde risico's niet langer aanwezig zijn), voor het anoniem publiceren of voor het in zijn geheel niet publiceren. Hierbij wordt overigens niet aangegeven hoe de toezichthouders moeten bepalen welke optie passend is. Het oordeel of de publicatie disproportioneel is, dient te worden vastgesteld op basis van een 'case-by-case assessment'.

---

43 Zie voor het doel van het toezicht van de AFM artikel 1:25 Wft. Er wordt niet snel aangenomen dat een risico op strijd met het doel van het toezicht van de AFM kan ontstaan door publicatie. Zo is in de jurisprudentie bepaald dat een risico op reputatieschade of strijd met artikel 6 EVRM geen aanleiding is om van publicatie af te zien wegens strijd met het doel van het toezicht van de AFM.

44 In andere EU wetgevingsinitiatieven is een soortgelijke tekst opgenomen, onder andere in de UCITS V, EMIR, AIFMD en in de Transparantierichtlijn. Hoewel geen 'case-by-case assessment' wordt voorgesteld in deze wetsinitiatieven, wordt wel voorgesteld dat daar waar publicatie disproportioneel is, de stabiliteit van de financiële markten in gevaar brengt of een lopend onderzoek in gevaar brengt, anoniem gepubliceerd moet worden dan wel in zijn geheel niet gepubliceerd moet worden.

45 Artikel 30a MAR.

Nederland is een van de weinige landen met een publicatieregime zonder vorm van proportionaliteitstoets. Overigens kent een aantal lidstaten zelfs helemaal geen publicatieregime voor opgelegde marktmissbruiks sancties. Er is dus alle reden om tot harmonisatie te komen. Het voorstel in de MAR is echter een compromismodel, waarbij weliswaar uitgegaan wordt van publicatie – zoals in Nederland – maar waarbij uitzonderingen worden toegevoegd om zodoende tegemoet te komen aan de andere binnen Europa bestaande publicatieregimes.

Kort gezegd komt het publicatieregime in de MAR er straks op neer dat de AFM telkens een ‘case-by-case assessment’ moet maken of publicatie disproportioneel is voor de beboete partij. Indien dit het geval is, moet de AFM de publicatie uitstellen, anoniem publiceren dan wel volledig afzien van publicatie. Of dit in de praktijk zal leiden tot een significante beperking van publicatie van sancties in Nederland valt nog te bezien. Uit het publicatiebeleid van de FSA blijkt bijvoorbeeld dat, ondanks het in het Verenigd Koninkrijk bestaan van een criterium van disproportionaliteit, er nog steeds veelvuldig publicatie van sancties plaatsvindt. Ook indien reputatieschade als gevolg van de publicatie te duchten is. Tot slot blijkt uit Nederlandse jurisprudentie dat de rechter bij andere publicatieregimes – waarbij publicatie niet verplicht is, maar de toezichthouder kán overgaan tot publicatie<sup>46</sup> – stelselmatig oordeelt dat reputatieschade geen reden kan zijn om niet over te gaan tot publicatie. Niet valt uit te sluiten dat deze lijn behouden zal worden, indien de AFM straks een belangenafweging moet maken of publicatie al dan niet disproportioneel is.

### 3 Wat betekent de MAR voor uitgevende instellingen?

De MAR bevat een aantal wijzigingen van bepalingen die zich richten tot uitgevende instellingen. Deze (soms minder in het oog springende) wijzigingen kunnen een impact hebben op het huidige beleid van uitgevende instellingen.

*Uitgevende instelling:* daaronder wordt mede begrepen een rechtspersoon, vennootschap of instelling die financiële instrumenten zoals aandelen of obligaties heeft uitgegeven en welke financiële instrumenten met instemming van de uitgevende instelling verhandeld worden op een gereguleerde markt in Nederland zoals Euronext Amsterdam of een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) in Nederland.

---

46 De Wet handhaving consumentenbescherming en de Pensioenwet.

Als gevolg daarvan, zullen ook enkele taken – die veelal bij de compliance officer van de uitgevende instelling liggen – er op punten anders uit gaan zien. Het betreffen wijzigingen veroorzaakt door enerzijds introductie van nieuwe bepalingen, anderzijds door herformulering van bestaande bepalingen en uitzonderingen daarop. Enkele expliciete Nederlandse 'safe harbours' zullen zelfs geheel komen te vervallen. Achtereenvolgend komt aan bod:<sup>47</sup>

- uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie;
- open en gesloten perioden, reglementen voorwetenschap en insiderlijsten;
- melden van transacties in onder meer eigen aandelen; en
- bestendige gedragslijnen in het kader van aandelen- en optieplannen.

### 3.1 Openbaarmaking van koersgevoelige informatie en uitstel daarvan

#### 3.1.1 Melden van uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie

De incidentele openbaarmakingsplicht van voorwetenschap (of koersgevoelige informatie in deze context) voor uitgevende instellingen wordt overgenomen uit artikel 6 MAD<sup>48</sup> in artikel 12 MAR<sup>49</sup>. 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. Uitstel is alleen mogelijk, indien doorlopend aan de volgende drie cumulatieve voorwaarden kan worden voldaan door de uitgevende instelling:

1. het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling;
2. van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten; en
3. de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van uitgestelde informatie waarborgen.

Zodra aan één of meer van de voorwaarden voor uitstel niet (langer) kan worden voldaan, moet de uitgevende instelling direct de informatie openbaar maken. Dit mechanisme van openbaarmaking en uitstel zal ook onder de MAR blijven bestaan.

---

47 De MAR zal ook extra waarborgen introduceren bij het polsen van (potentiële) aandeelhouders ('market sounding'), zie hierover: Mr. E.M.M. Uitermark en mr. A.P.F. Voogd, 'Vijf tips bij koersgevoelige informatie. De belangrijkste tips van de AFM voor het omgaan met koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen', in *Tijdschrift voor Compliance* 3 2013.

48 In Nederland geïmplementeerd in artikel 5:25i Wft.

49 In Nederland geïmplementeerd in artikel 5:25i lid 2 Wft.



Wat gaat veranderen, is dat uitgevende instellingen direct na publicatie van uitgestelde koersgevoelige informatie, de toezichthouder moeten informeren over het feit dat is uitgesteld. In de eerste concept-MAR was voorts vereist dat de uitgevende instelling bij die melding aan de toezichthouder steeds ook inzichtelijk moet maken hoe aan de voorwaarden voor uitstel is voldaan.<sup>50</sup> In de geconsolideerde versie van de MAR, het product van de triloogovereenstemming, is op instigatie van de Europese Raad echter op deze laatste verplichting een opt-out voor lidstaten opgenomen.<sup>51</sup> Met andere woorden, in de laatste versie van de MAR kan door lidstaten gekozen worden op nationaal niveau te voorzien in de mogelijkheid om slechts op verzoek van de toezichthouder direct inzichtelijk te maken hoe aan de voorwaarden voor uitstel is voldaan.

De MAD biedt in artikel 6 lid 2 overigens ook al de mogelijkheid aan lidstaten om de toezichthouder bij uitstel daarvan in kennis te stellen. Maar Nederland heeft net als de meeste andere lidstaten die mogelijkheid destijds bewust niet geïmplementeerd.<sup>52</sup> Uit de consultatiedocumenten blijkt dat de Commissie meent dat gedurende uitstel de kans op gebruik van voorwetenschap groot is. Met het verplicht melden van uitstel aan de toezichthouder, hoopt de Commissie dat onnodig lang uitstel voorkomen wordt.

Mogelijke schending van de openbaarmakingsplicht komt op dit moment meestal alleen aan het licht, indien aanleiding bestaat dat te onderzoeken. Daarbij kan gedacht worden aan sterk stijgende of dalende koersen, afwijkende handelsvolumes of het rondzingen van delen van uitgestelde informatie. In die gevallen zal er aanleiding zijn voor de AFM om onderzoek te doen naar de tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie en genomen uitstel. De uitgevende instelling, die zich (achteraf) geconfronteerd ziet met een onderzoek van de AFM naar tijdige openbaarmaking, zal dan moeten aantonen dat aan de voorwaarden voor uitstel was voldaan. Dat laat onverlet dat het heel goed mogelijk is, in gevallen waarin er geen signalen van misstanden zijn, dat toch onterecht uitstel kan zijn genomen door een uitgevende instelling. Bijvoorbeeld omdat geen rechtmatig belang (meer) bestaat voor de uitgevende instelling, maar deze desalniettemin de publicatie onrechtmatig (lang) uitstelt. Het achteraf verplicht melden van uitstel, maakt het voor toezichthouders eenvoudiger om na te gaan of wel doorlopend aan alle voorwaarden voor uitstel is voldaan en of een uitgevende instelling haar zaken daaromtrent wel op orde heeft. Dit zal met name zo zijn, als door de lidstaten geen gebruik wordt gemaakt van de opt-out, om direct te onderbouwen hoe aan de voorwaarden voor uitstel is voldaan.

---

50 Artikel 12 lid 4 concept-MAR.

51 Artikel 12 lid 3 MAR.

52 Kamerstukken II 2004-2005, 29827, nr. 3, p. 35.

Voor uitgevende instellingen betekent het dat ze hun huidige openbaarmakingsbeleid tegen het licht zullen willen houden. Er zal adequaat beleid moeten zijn over het vaststellen van het moment dat koersgevoelige informatie ontstaat en een beslissing over koersgevoelige informatie moet goed worden vastgelegd. Dat geldt ook voor het beoordelen en administreren van tussentijdse gebeurtenissen en situaties die uiteindelijk aanleiding zijn tot openbaarmaking. Dit lijkt evident, maar is dat in de praktijk niet altijd. In de praktijk worden voornoemde beslissingen nog wel eens door uitgevende instellingen gereconstrueerd op het moment dat om de informatie wordt verzocht door een toezichthouder. Het beleid en de procedures van de uitgevende instelling moeten het straks mogelijk maken om de AFM direct na openbaarmaking van uitgestelde koersgevoelige informatie daarover te informeren. Tijd om de verschillende stappen te reconstrueren zal er niet zijn. Voor de grotere uitgevende instellingen met een zogenaamd *disclosure committee*<sup>53</sup> en een adequaat intern stappenplan inzake openbaar maken en uitstel van koersgevoelige informatie, zal dat niet tot veel moeilijkheden leiden. Voor kleine uitgevende instellingen ligt dat misschien anders. Daarbij denk ik ook aan de kleine groep van uitgevende instellingen waarvan aandelen met hun toestemming op een MTF of straks op een OTF verhandeld worden. Vermoedelijk zal straks een grote behoefte bestaan aan concrete guidance over de gronden voor uitstel maar ook over koersgevoelige informatie die niet mag worden uitgesteld. In dit kader is relevant dat in artikel 12 lid 10 MAR is opgenomen dat ESMA Level 3 guidelines gaat ontwikkelen, die een niet uitputtende indicatieve lijst van rechtmatige belangen voor uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie zal bevatten. Daarin zullen tevens voorbeelden worden opgenomen van situaties waarin misleiding van het publiek bij uitstel te duchten is. Op dit moment geldt nog artikel 3 van de Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG<sup>54</sup>, in Nederland geïmplementeerd in artikel 4 van het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft. Daarin zijn enkele niet-limitatieve voorbeelden opgenomen van situaties die een rechtmatig belang opleveren.<sup>55</sup> De grondslag van deze voorbeelden zal komen te vervallen met de invoering van de MAR. Het ligt echter voor de hand dat ESMA zich bij haar guidance zal laten inspireren door deze bestaande rechtmatige belangen.

Tot slot zij nog opgemerkt dat de MAR geen verandering brengt met betrekking tot de verantwoordelijkheid voor tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Die verantwoordelijkheid blijft er een van de uitgevende instelling zelf.

---

53 Zie hierover mr. M.J. van Woerden en mr. M. van Straaten, 'Waarborgen van de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie', in: C. Wielenga (red.), *Jaarboek Compliance 2010*, p. 39-40.

54 Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft.

55 Zo wordt daarin bijvoorbeeld het niet doorkruisen van onderhandelingen waarbij een uitgevende instelling partij is, en waarvan openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen kan beïnvloeden, als een rechtmatig belang aangemerkt.

### 3.1.2 Bijzonder uitstelregime voor genoteerde financiële ondernemingen

Onder de MAR kunnen straks bepaalde genoteerde financiële ondernemingen, zoals grote banken en verzekeraars, onder afwijkende voorwaarden koergevoelige informatie die betrekking heeft op (tijdelijke) liquiditeitsproblemen uitstellen van openbaarmaking. Deze bijzondere uitstelregeling is nieuw en opgenomen met het oog op de stabiliteit van het financiële stelsel. Voorkomen moet bijvoorbeeld worden dat een liquiditeitscrisis van een uitgevende instelling, omslaat in een solvabiliteitscrisis.<sup>56</sup> Een voorbeeld van een dergelijke situatie is waar een genoteerde financiële onderneming geldt nodig heeft van een centrale bank. Krijgt de financiële onderneming dat niet (tijdig), dan kan de financiële onderneming omvallen met alle gevolgen van dien.

Een van de voorwaarden van dit bijzondere uitstelregime, is dat de openbaarmaking van de informatie een systeemrisico met zich kan brengen. Een andere voorwaarde is dat de financiële onderneming voor het uitstel toestemming krijgt van de relevante toezichthouder (AFM). Daarnaast geldt dat net als bij het reguliere uitstelmechanisme, de geheimhouding van de informatie moet kunnen worden gewaarborgd.<sup>57</sup> Het vereiste dat geen sprake mag zijn van een risico op misleiding van het publiek geldt hier overigens niet. Toestemming voor uitstel van de toezichthouder zal mede afhangen van de vraag of de belangen van het publiek en de meer algemene economische belangen die worden behartigd door het uitstel opwegen tegen het belang van onverwijld publicatie. Wordt toestemming verleend, dan zal gedurende het uitstel op minimaal wekelijks basis door de toezichthouder beoordeeld worden of uitstel nog gerechtvaardigd is. Waar dat nodig is, zal de toezichthouder AFM daarbij DNB consulteren.

Artikel 12 lid 4 MAR bepaalt welke informatie straks conform dit bijzondere uitstelregime uitgesteld mag worden. Op grond van het artikel is duidelijk dat het hierbij in elk geval gaat om informatie die verband houdt met 'tijdelijk liquiditeitsproblemen', zoals de noodzaak om tijdelijke liquiditeitssteun te ontvangen van een centrale bank of andere *last resort* geldschieter. Andere voorbeelden worden niet genoemd, maar duidelijk is wel dat het ook om andere informatie kan gaan, zolang maar aan de voorwaarden voor uitstel kan worden voldaan. Daaronder begrepen de voorwaarde dat openbaarmaking van de informatie een risico voor de financiële stabiliteit van de uitgevende instelling en het financiële stelsel oplevert. Te denken valt hierbij aan een risico op een *bank run* bij openbaarmaking. In dergelijke situaties is het nuttig dat de toezichthouder meekijkt, zodat op een zo gecontroleerd mogelijke wijze met de informatie wordt omgegaan. De belangen zijn dan te groot om dit alleen aan de uitgevende instelling over te laten. Overigens zal de

---

56 MAR, preambule overweging 25.

57 Zie voor alle vereisten artikel 12 lid 4 MAR.

Commissie samen met ESMA Level 2 technische standaarden ontwikkelen over de wijze waarop uitstel onder deze bijzondere uitstelregeling genomen moet worden.<sup>58</sup>

### 3.1.3 Definitie van voorwetenschap

In de MAR worden door de Commissie en met name ook de Europese Raad voorstellen gedaan in het kader van de definitie van voorwetenschap. Die voorstellen zijn ook relevant voor de openbaarmakingsplicht. Dat komt, omdat de openbaarmakingsplicht de definitie van informatie die openbaar gemaakt moet worden, deelt met de definitie van voorwetenschap voor toepassing onder het verbod van gebruik van voorwetenschap.<sup>59</sup> Zij het dat alleen voorwetenschap openbaar gemaakt moet worden, voor zover die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling zelf. Artikel 6 lid 1 MAR bepaalt op gelijke wijze als het huidige artikel 1 lid 1 MAD dat onder voorwetenschap moet worden verstaan:

1. concrete informatie;
2. die niet openbaar is;
3. die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op
  - a. een of meer uitgevende instellingen van financiële instrumenten; of
  - b. een of meer financiële instrumenten;
4. die bij openbaarmaking waarschijnlijk een significant effect zal hebben op de prijs van
  - a. die financiële instrumenten; of
  - b. derivaten van die financiële instrumenten.

Hetgeen in Richtlijn 2003/124/EG<sup>60</sup> thans is bepaald over het bestanddeel 'concreet' en – kort gezegd – 'koersgevoeligheid' in deze context, wordt ook overgenomen in de MAR.<sup>61</sup> Nieuw in de MAR is hetgeen in artikel 6 lid 2 en 2a is opgenomen over informatie die zich in fasen ontwikkelt tot een bepaalde gebeurtenis of situatie. Daarbij moet bijvoorbeeld gedacht worden aan een overnamesituatie, waarbij verschillende concrete momenten kunnen worden onderscheiden tot het moment dat definitieve overeenstemming over de overname bestaat. Dergelijke tussenstappen kunnen bijvoorbeeld zijn een bestuursbesluit

---

58 Artikel 12 lid 9 MAR.

59 Ik beperk mij hier tot informatie die door uitgevende instellingen van financiële instrumenten die met haar toestemming worden verhandeld op een gereguleerde markt, MTF of straks OTF. Openbaarmaking van informatie in relatie tot grondstofderivaten en emissierechten laat ik buiten beschouwing.

60 Krachtens artikel 1 lid 1 van Richtlijn 2003/124 is informatie concreet indien (cumulatief): (1) de informatie betrekking hebben op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, of op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en (2) de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van deze situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

61 Artikel 6 lid 2 MAR.

om onderhandelingen te starten, groen licht daarvoor van de raad van commissarissen, het rond krijgen van financiering of overeenstemming over de prijs. Voor informatie die zich in fasen ontwikkelt, bepaalt de MAR straks expliciet dat ook de verschillende tussenstappen die verband houden met een bepaalde toekomstige gebeurtenis of situatie als concreet kunnen worden aangemerkt, op gelijke wijze alsook de uiteindelijke gebeurtenis of situatie zelf concreet kan zijn. Deze uitleg vloeit overigens voort uit een arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie van 28 juni 2012<sup>62</sup> en wordt nu in de MAR gecodificeerd.

## 3.2 Open en gesloten perioden, reglementen voorwetenschap en insiderlijsten

### 3.2.1 Gesloten perioden van 30 dagen

Op dit moment bepaalt artikel 11 Besluit marktmissbruik Wft (Bm Wft) dat een uitgevende instelling in haar reglement<sup>63</sup> voorwetenschap de perioden vermeldt waarin – kort gezegd – bestuurders, commissarissen en belangrijke leidinggevendenden geen transacties in op de uitgevende instelling betrekking hebbende financiële instrumenten (eigen aandelen) mogen verrichten of bewerkstelligen.<sup>64</sup> Dit zijn de zogenaamde ‘gesloten perioden’. Een bepaling voor de duur van gesloten perioden ontbreekt, maar uit de Beleidsregel Model verplichte reglement volgt al jaren dat de AFM daarbij uitgaat van – kort gezegd – gesloten perioden van twee maanden voorafgaande publicatie van jaarcijfers en 21 dagen voorafgaande publicatie halfjaar- of kwartaalcijfers of kwartaalbericht (trading update).<sup>65</sup> In de praktijk wijken uitgevende instellingen wel eens af van deze termijnen. Zo kennen vennootschappen met een Nederlandse zetel, maar Amerikaanse notering veelal langere gesloten perioden of slechts enkele open perioden (trading windows). Met de MAR komt straks de verplichting om gesloten perioden in te laten gaan 30 dagen voorafgaande de aankondiging van jaar- of halfjaarcijfers of andere financiële berichten die een uitgevende instelling op grond van wettelijke of handelsplatform voorschriften moet uitbrengen.<sup>66</sup> Die termijn wijkt af van de termijnen in het modelreglement van de AFM. Het modelreglement van de AFM zal met de MAR komen te vervallen. Uitgevende

---

62 Arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie, van 28 juni 2012, verzoek om een prejudiciële beslissing: Bundesgerichtshof – Duitsland (Markus Gelll tegen Daimler AG), C 19/11, rechtsoverweging 40.

63 Zie over het reglement voorwetenschap paragraaf 3.2.2.

64 Zie artikel 5:60 lid 1 sub a tot en met c Wft voor een volledige lijst.

65 Artikel 4 Beleidsregel Model verplichte reglement van de AFM.

66 Artikel 14 lid 4a MAR.

instellingen zullen dus straks moeten beoordelen of hun gesloten perioden in overeenstemming zijn met de MAR. Overigens zal de groep van personen voor wie de gesloten perioden in elk geval moet gelden niet veranderen onder de MAR.<sup>67</sup>

De termijn van 30 dagen is geen 'comply or explain'-regel. Dat neemt niet weg dat de gesloten perioden langer kunnen zijn dan 30 dagen. De grondslag daarvoor is dan niet de MAR, maar het instructierecht van een uitgevende instelling als werkgever. Een afwijkende verplichting moet de uitgevende instelling dan wel uitdrukkelijk opleggen aan haar werknemers, zoals in feite ook nu gebeurt in het reglement voorwetenschap. Bij het kiezen van de juiste duur van gesloten perioden moet rekening gehouden worden met het feit dat langdurige gesloten perioden voor de getroffen werknemers als een beperking kan worden ervaren.<sup>68</sup> De duur van gesloten perioden moet daarom zorgvuldig worden gekozen. Dat is niet altijd gemakkelijk. Bij instellingen met een betrekkelijk eenvoudig verdienmodel zullen conceptcijfers snel en soms zelfs doorlopend beschikbaar zijn. Dat kan reden zijn voor langere gesloten perioden. Moeten verschillende cijfers worden opgehaald uit verschillende bedrijfsonderdelen, voordat deze geaggregeerd kunnen worden in een financieel bericht, dan zullen perioden van 30 dagen eerder volstaan. Een en ander kan dus afhangen van het businessmodel en omvang van de instelling, maar ook van zaken als de cultuur<sup>69</sup> en automatisering.

De MAR regelt verder onder welke omstandigheden een uitgevende instelling de gesloten perioden (tijdelijk, al dan niet op 'ad hoc'-basis) mag opheffen. Daarover is nu niets geregeld. De MAR noemt daarbij voorbeelden als transacties onder een aandelenplan, transacties bij ernstige financiële problemen van een werknemer en transacties waarbij het economisch eigendom niet wijzigt. Gezien de aanhef van artikel 14 lid 4a MAR, is het verbod van gebruik van voorwetenschap dan wel gewoon van toepassing. De genoemde voorbeelden leveren dus geen objectief verweer op tegen het verbod van gebruik van voorwetenschap. Tot slot is in dit kader relevant dat de Commissie samen met ESMA met nadere voorbeelden komt in de vorm van Level 2 voorschriften.

---

67 Zie artikel 5:60 lid 1 sub a tot en met c en artikel 5 lid 19b MAR.

68 Daarom is ook van belang goed af te wegen voor welke groep van werknemers de gesloten perioden gelden, naast de verplichte groep van meldingsplichtige personen.

69 Hierbij kan gedacht worden aan de ervaring die een uitgevende instelling en haar werknemers hebben met de omgang met koersgevoelige informatie, maar ook de mate waarin sprake is van een integriteitsbewuste cultuur binnen de (groep van de) uitgevende instelling.

### 3.2.2 Reglement voorwetenschap

De verplichting om een reglement voorwetenschap te hebben als uitgevende instelling, volgt als zodanig niet uit de MAD. De MAR verplicht dat straks ook niet. De verplichting bestaat in Nederland op grond van artikel 5:65 Wft juncto artikel 11 Bm Wft. Op grond daarvan moet in het reglement – kort gezegd – worden opgenomen: de taken en bevoegdheden van de compliance officer, de verplichtingen van aan de AFM meldingsplichtige personen voor transacties in eigen aandelen, en de gesloten perioden. De Beleidsregel Model verplicht reglement van de AFM voegt daar nog een aantal zaken aan toe, zoals de plicht van werknemers om zich aan de verbodsbepalingen van het marktmissbruikregime te houden.

Bij de introductie van de MAD is over de aanvullende verplichting voor uitgevende instellingen om een reglement voorwetenschap te hebben, uitgebreid gediscussieerd. Een van de tegenargumenten was dat het op gespannen voet met de beoogde harmonisatie van de MAD zou staan.<sup>70</sup> Uiteindelijk is besloten de verplichting wel te handhaven. De MAR laat nog minder ruimte om op lidstaatniveau aanvullend eisen te stellen dan de MAD. Tenzij de Commissie en ESMA te zijner tijd nog met standaarden en guidance op dit punt komen, zal de verplichting om een reglement voorwetenschap te hanteren vervallen. Maar dat laat onverlet dat reglementen voorwetenschap handige instrumenten voor uitgevende instellingen en hun werknemers zijn. Niet zonder reden hebben vrijwel alle uitgevende instellingen in Europa, maar bijvoorbeeld ook in de Verenigde Staten (waar evenmin een wettelijke verplichting daartoe bestaat) iets wat op een reglement voorwetenschap lijkt. Dat komt omdat een reglement een nuttig document is om alle relevante verplichtingen van de uitgevende instelling en haar werknemers in het kader van marktmissbruik samen te binden, vaak nog aangevuld met enkele instelling specifieke zaken. Die functie van het reglement zal ook zonder wettelijke plicht daartoe blijven bestaan.

### 3.2.3 Insiderlijst van de uitgevende instelling

De insiderlijst van de uitgevende instelling is een belangrijk middel voor toezichthouders om snel inzicht te kunnen krijgen in wie op welk moment over voorwetenschap beschikt. Maar ook voor de uitgevende instelling is de lijst nuttig. Bijvoorbeeld om de stroom van ingewijden in beeld te houden. De verplichting om een insiderlijst bij te houden, zal onder de MAR blijven bestaan. De eisen die nu aan een insiderlijst worden gesteld, zullen met

---

<sup>70</sup> Kamerstukken II, 2004-2005, 29827, nr. 7, p. 4.

de MAR nauwelijks wijzigen. Wat daarover thans is geregeld in Richtlijn 2004/72<sup>71</sup> en is geïmplementeerd in artikel 10 Bm Wft, wordt overgenomen in artikel 13 MAR. Wel nieuw is dat de persoon die wordt opgenomen op de insiderlijst, schriftelijk moet bevestigen op de hoogte te zijn van de verbodsbepalingen van de MAR. Onder de MAD bestaat alleen de plicht de personen daarover te 'informereren'. Maar veel uitgevende instellingen werken in de praktijk al met een schriftelijke (al dan niet elektronische) bevestiging.

De Commissie zal samen met ESMA Level 2 richtlijnen ontwikkelen, over welke personen op de insiderlijst moeten worden opgenomen en in welke vorm de insiderlijst moet worden bijgehouden. Dat is nuttig, omdat de vereisten op lidstaatniveau op dit moment soms verschillen.<sup>72</sup> Tot slot geldt dat straks zogenaamde 'small and medium-sized enterprises' (SME's), waarvan financiële instrumenten met hun instemming aan een MTF SME-groeiemarkt<sup>73</sup> verhandeld worden, onder de MAR geen verplichting hebben om een insiderlijst bij te houden.<sup>74</sup> Zij mogen die lijst opmaken, op het moment dat de toezichthouder er om vraagt. Voorwaarde daarbij is wel dat alle werknemers schriftelijk verklaren op de hoogte te zijn van de verbodsbepalingen in de MAR.

### 3.3 Melden van onder meer transacties in eigen aandelen

Op grond van artikel 6 van de Uitvoeringsrichtlijn 2004/72 moeten – kort gezegd – bestuurders, commissarissen en belangrijke leidinggevendenden en personen die aan deze personen nauw gelieerd zijn (meldingsplichtige personen) aan de toezichthouder (AFM) een melding doen van transacties in het eigen aandeel en derivaten daarvan. De melding moet uiterlijk vijf werkdagen na de transactiedatum worden gedaan. Artikel 5:60 Wft implementeert deze bepaling en voegt daar in lid 4 aan toe dat de melding kan worden gedaan door tussenkomst van een daartoe door de uitgevende instelling aangewezen persoon (vaak is dat de compliance officer). Van deze laatste mogelijkheid wordt in de praktijk veelvuldig gebruik gemaakt en dat komt de kwaliteit van de meldingen doorgaans ten goede.

---

71 Artikel 5 Richtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat gebruikelijke marktpraktijken, de definitie van voorwetenschap met betrekking tot van grondstoffen afgeleide instrumenten, het opstellen van lijsten van personen met voorwetenschap, de melding van transacties van leidinggevende personen en de melding van verdachte transacties betreft.

72 Overigens meende de voorloper van ESMA (CESR) destijds al dat bij meerdere noteringen er gekozen mag worden voor de systematiek van de toezichthouder waar de instelling haar hoofdzetel heeft.

73 Een MTF die zich richt op de SME-markt en daartoe op grond van artikel 35 MiFID-II is geregistreerd.

74 Artikel 13 lid 2 MAR.



Deze meldplicht wordt in de MAR behoorlijk uitgebreid. In de eerste plaats wordt de meldtermijn van vijf werkdagen verkort tot drie werkdagen. Daarnaast wordt de categorie van financiële instrumenten waarin transacties moeten worden gemeld uitgebreid. Naast de eigen aandelen en daarvan afgeleide financiële instrumenten, moeten straks ook transacties in schuldinstrumenten zoals obligaties uitgeven door de eigen uitgevende instelling worden gemeld, inclusief het onder bepaalde voorwaarden verpanden of uitlenen van al deze financiële instrumenten.<sup>75</sup> Tot slot worden daar transacties in emissierechten, daarvan afgeleide instrumenten en bepaalde transacties in het kader van een levensverzekering aan toegevoegd. Overigens geldt ook straks dat pas melding hoeft te worden gemaakt, nadat de transacties van een meldingsplichtige persoon opgeteld bij de transacties van zijn gelieerde personen een tegenwaarde vertegenwoordigen van € 5.000 of meer.<sup>76</sup>

Een belangrijke wijziging is verder dat de meldingsplichtige persoon de melding ook aan de uitgevende instelling zelf moet doen. Dat heeft te maken met de volgende verplichting, waarop overigens wel een opt-out bestaat voor lidstaten. De uitgevende instelling wordt verplicht om de ontvangen melding openbaar te maken binnen drie werkdagen. De wijze waarop specifiek deze informatie openbaargemaakt moet worden zal worden uitgewerkt door ESMA<sup>77</sup>. Deze openbaarmaking staat dan naast het vereiste dat aan de toezichthouder moet worden gemeld. De wijze waarop aan de toezichthouder moet worden gemeld wordt aan de lidstaten overgelaten. Lidstaten kunnen ervoor kiezen de uitgevende instellingen de meldingen niet zelf openbaar te laten maken. Voorwaarde voor deze opt-out is dat de toezichthouder zelf voorziet in het openbaar maken van de informatie, zoals de AFM dat nu ook doet.

Een andere verandering in dit kader is dat onder de MAR straks ook de transacties van meldingsplichtige personen moeten worden gemeld, indien die zijn verricht door een vermogensbeheerder onder een vrijhandbeheer-overeenkomst. Een vrijstelling voor dergelijke transacties bestaat nu op grond van artikel 8 Bm Wft.

Tot slot moet de uitgevende instelling straks de meldingsplichtige personen (behoudens de aan hen nauw gelieerde personen) schriftelijk op de hoogte stellen van deze meldverplichtingen. De nauw gelieerde personen moeten vervolgens schriftelijk op de hoogte worden gebracht van hun verplichtingen door de personen aan wie ze nauw gelieerd zijn.

---

75 Zie voor dit laatste artikel 14 lid 2 onderdeel a juncto onderdeel c MAR.

76 Een lidstaat kan kiezen dit bedrag te verhogen tot € 20.000.

77 Artikel 14 lid 1b juncto artikel 19 lid 9 MAR.

### 3.4 Bestendige gedragslijnen in het kader van aandelen- en optieplannen

De meeste personeelsregelingen – zoals aandelen- en optieplannen – van Nederlandse uitgevende instellingen doen een beroep op twee uitzonderingen op het verbod van gebruik van voorwetenschap die zijn opgenomen in artikel 2 Bm Wft. Met de komst van de MAR zullen deze twee van oorsprong Nederlandse uitzonderingen komen te vervallen. Onderdeel a van artikel 2 Bm Wft bepaalt nu nog dat geen strijd met het verbod van gebruik van voorwetenschap (hierna: het verbod) ontstaat, wanneer in het kader van een personeelsregeling financiële instrumenten aan werknemers worden toegekend. Voorwaarde daarbij is wel dat een bestendige gedragslijn wordt gehanteerd met betrekking tot de voorwaarden en periodiciteit van de regeling. Wordt aan dit laatste voldaan, dan kan de uitgevende instelling zonder risico op schending van het verbod bijvoorbeeld aandelen of opties daarop (personeelsopties) toekennen. Onderdeel b van het artikel bepaalt dat – kort gezegd – het de werknemer is toegestaan om bijvoorbeeld personeelsopties uit te oefenen en daarmee verkregen aandelen te verkopen, zonder risico op schending van het verbod. Voorwaarde daarbij is dat uitoefening gebeurt binnen een periode van vijf werkdagen, direct voorafgaande aan de expiratie van de opties. Wil de werknemer met de uitoefening verkregen opties ook verkopen, dan kan dat ook zonder schending van het verbod direct na uitoefening, mits de werknemers vier maanden voor expiratie dat schriftelijk en onherroepelijk heeft kenbaar gemaakt aan de uitgevende instelling. Deze uitzonderingen zijn zo geformuleerd, dat ze een objectief verweer vormen tegen het bestanddeel gebruik maken van voorwetenschap in het verbod. Of werknemers of uitgevende instellingen bij deze transacties beschikken over voorwetenschap is dus niet relevant, zolang de voorwaarden in acht zijn genomen.

Onderdelen a en b van artikel 2 Bm Wft volgen niet uit de MAD en komen ook in de MAR niet voor.<sup>78</sup> Bij de invoering van de MAD is gekozen om deze uitzonderingen onder de MAD in Nederland te handhaven, ten behoeve van de noodzakelijke rechtszekerheid voor marktpartijen en om onnodige en ongerechtvaardigde belemmeringen van de handel in financiële instrumenten te voorkomen.<sup>79</sup> Onder de MAR zal het niet mogelijk zijn op nationaal niveau uitzonderingen op het verbod te hanteren, als die mogelijkheid niet uit de verordening zelf voortvloeit. Dat betekent dat deze uitzonderingen in het Bm Wft komen te vervallen en daarmee geen objectief verweer meer zullen vormen tegen gebruik van voorwetenschap onder het verbod. Personeelsregelingen die hierop gebaseerd zijn, zullen dan vermoedelijk moeten worden aangepast. Daarbij zal gekeken moeten worden of uitzonderingen die wel in MAR zijn opgenomen uitkomst bieden. Zo

---

78 Overigens bevat onderdeel j van het artikel ook een uitzondering in het kader van een personeelsregeling. Die uitzondering maakt het mogelijk om te verkopen, voor zover dat nodig is ter voldoening van een uit toekenning van financieel instrumenten voortvloeiende belastingplicht van de werknemer. Ook deze uitzondering komt in de MAR niet terug.

79 Nota van Toelichting, Besluit marktmisbruik Wft, Staatsblad 2006 510, p. 26.

bevat artikel 7a, lid 3, onderdeel a MAR een uitzondering, die bepaalt dat het verbod niet van toepassing is op transacties die worden verricht ter nakoming van een opeisbare verplichting tot verwerving of vervreemding van financiële instrumenten. Voorwaarde daarbij is dat de verplichting voortvloeit uit een overeenkomst die werd gesloten voordat voorwetenschap werd verkregen. Hoewel deze uitzondering ook al in de MAD is opgenomen, kwam aan de werking ervan in het kader van personeelsregelingen nauwelijks waarde toe, in verband met de hierboven besproken bijzondere Nederlandse uitzonderingen in het Bm Wft. Dat neemt niet weg dat hier in de toekomst wellicht wel gebruik van kan worden gemaakt bij personeelsregelingen.

Het is overigens mijn verwachting dat Level 2 regelgeving op dit gebied nog zal volgen en waarschijnlijk ook ESMA Level 3 guidance.<sup>80</sup> Een concreet aanknopingspunt daarvoor is te vinden in artikel 14 lid 4a MAR. Daarin staat dat een van de uitzonderingen om te handelen tijdens gesloten perioden van de uitgevende instelling erin gelegen kan zijn dat transacties verband houden met een aandelenplan van de uitgevende instelling. In lid 4b van het artikel staat dat de Commissie met regelgeving zal komen onder welke voorwaarden dat is toegestaan.

#### 4 Afsluitende opmerkingen

Duidelijk is dat niet alle voorgestelde wijzigingen ten opzichte van de thans vigerende MAD in Nederland tot (grote) veranderingen zullen leiden. Zo worden de kernverbodsbepalingen gebruik van voorwetenschap en marktmanipulatie gewoon overgenomen in de MAR. Hetzelfde geldt voor de belangrijkste gebodsbepalingen, waaronder de incidentele openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Dat neemt echter niet weg dat een aantal reikwijdte aanpassingen en aanscherpingen van voorgaande en andere gebod- en verbodsbepalingen wel belangrijke verandering met zich brengen voor Nederland. Daarbij moet worden gedacht aan de handel op OTF's, grondstof- en gerelateerde markten en de emissierechtenmarkt. Maar ook het verbod van het manipuleren van benchmarks is nieuw. Daarnaast wordt het monitoren en melden van mogelijk marktmissbruik aangescherpt. Van enkele andere (soms minder in het oog springende) wijzigingen van gebodsbepalingen is ook een impact te verwachten op het huidige beleid van uitgevende instellingen. Te denken valt in het bijzonder aan het melden van transacties van leidinggevendenden in onder meer de eigen aandelen, de insiderlijst, het reglement

---

80 Hierbij kan mogelijk inspiratie worden opgedaan door te kijken naar SEC Rule 10b5-1, zoals dat geldt in de Verenigde Staten en FSA Trading Instrument 2009, zoals dat nu nog geldt in het Verenigd Koninkrijk. Beide regels maken mogelijk in deze situatie transactievoornemens vast te leggen in een overeenkomst, om gebruik van voorwetenschap bij het uitvoeren van die transacties te voorkomen. Deze regels worden daar in de praktijk gebruikt in het kader van personeelsregelingen.

voorwetenschap, de open en gesloten perioden, aandelen- en optieplannen en tot slot uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

De MAR moet nu definitief worden aangenomen. Daarna zal na verloop van twee jaren de MAR van toepassing worden. Dit zal vermoedelijk begin 2016 zijn. Tot die tijd zullen marktpartijen en advocaten de ontwikkelingen in de gaten moeten houden, om zich voor te bereiden op de relevante veranderingen. Daaronder begrepen de nog te verschijnen Level 2 en 3 regels en richtsnoeren van de Commissie en ESMA. De verwachting is dat begin 2014 de eerste concepten daarvan zullen verschijnen.