



# Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik

Autoriteit Financiële Markten

## **Autoriteit Financiële Markten**

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is toezichhouder op het gedrag van alle partijen op de financiële markten in Nederland, dat wil zeggen op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. Het statutaire doel van de AFM is “het bevorderen op de financiële markten van een ordelijk en transparant marktproces, een zuivere verhouding tussen marktpartijen en de bescherming van de consument”.

De AFM ziet er op toe dat partijen zich aan de relevante wetten en regels houden. Ook adviseert de AFM het ministerie van Financiën bij het ontwikkelen van nieuwe wetten en regels met betrekking tot het gedragstoezicht op de financiële markten. De AFM kan ook, binnen de door het ministerie gestelde grenzen, zelf regels ontwikkelen.

De operationele doelstellingen van de AFM zijn:

- het bevorderen van de toegang tot de financiële markten;
- het bevorderen van de goede werking van de financiële markten;
- het borgen van het vertrouwen in de financiële markten.

Deze doelstellingen dienen niet alleen het belang van afnemers van financiële diensten en producten, maar ook dat van de economie als geheel. Zowel het publiek, het bedrijfsleven als de overheid zijn voor veel activiteiten afhankelijk van de financiële producten die op de markten aangeboden worden. Vertrouwen in de ordentelijke en eerlijke werking van die markten is hierbij cruciaal. Daarom is goed toezicht van groot belang.

Bij de uitvoering van de doelstellingen laat de AFM zich leiden door begrippen als integriteit, transparantie, adequate informatieverstrekking en gelijkwaardigheid.

De financiële wereld is omvangrijk. Daarom zijn veel ontwikkelingen van de AFM gericht op normoverdracht, dat wil zeggen het bevorderen dat bedrijven en burgers meer begrip hebben voor de regels en zich er daarom uit overtuiging aan houden. De AFM bevordert normoverdracht door onder meer voorlichting te geven over nieuwe regels, interpretaties en algemene waarnemingen. De AFM vraagt financiële instellingen zelf een evaluatie te maken of ze voldoende bijdragen aan de toezichtsdoelstellingen. Controles kunnen daardoor systematisch worden uitgevoerd: daar waar de risico's het grootst zijn.

De uitvoering van het toezicht door de AFM is gebaseerd op vier principes: de feiten kennen, aan de hand van deze feiten juridisch en economisch juiste analyses maken, zorgvuldig en evenwichtig beslissen op basis van feiten en analyses en scherp reageren als het erop aan komt.

De AFM is een zelfstandig bestuursorgaan. De bevoegdheden op het gebied van het gedragstoezicht op financiële markten zijn door het ministerie van Financiën gedelegeerd aan de AFM. Als zelfstandig bestuursorgaan draagt de AFM onafhankelijk de verantwoordelijkheid voor de concrete uitoefening van haar toezicht. De Raad van Toezicht ziet toe op de wijze waarop het bestuur zijn taken verricht. De minister van Financiën benoemt de voorzitter en leden van het bestuur en de Raad van Toezicht, en keurt statutenwijzigingen en de jaarlijkse begroting goed.

## Inhoudsopgave

	<b>Executive summary</b>	<b>4</b>
<b>1</b>	<b>Inleiding</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>De Wet marktmisbruik</b>	<b>9</b>
<b>2.1</b>	<b>Verbod marktmanipulatie</b>	<b>9</b>
<b>2.2</b>	<b>Verplichtingen publicatie koersgevoelige informatie</b>	<b>10</b>
<b>2.3</b>	<b>Verplichtingen publicisten van beleggingsaanbevelingen</b>	<b>10</b>
<b>2.4</b>	<b>Meldingsplicht verdachte transacties</b>	<b>11</b>
<b>2.5</b>	<b>Overige elementen</b>	<b>11</b>
<b>3</b>	<b>Werkwijze toezicht door de AFM</b>	<b>12</b>
<b>3.1</b>	<b>Afdeling Securities Market Surveillance</b>	<b>12</b>
<b>3.2</b>	<b>Repressief toezicht versus preventief toezicht</b>	<b>14</b>
<b>3.3</b>	<b>Preventieve interventie</b>	<b>14</b>
<b>4</b>	<b>Resultaten &amp; Statistieken</b>	<b>16</b>
<b>4.1</b>	<b>Meldingsplicht verdachte (opdracht tot) transactie</b>	<b>18</b>
<b>4.2</b>	<b>Ervaringen ten aanzien van de meldingsplicht</b>	<b>20</b>
<b>5</b>	<b>Aandeelhoudersactivisme</b>	<b>21</b>
<b>6</b>	<b>Interpretatie, Guidance en Pre-Clearance</b>	<b>24</b>
<b>6.1</b>	<b>Omgaan met open normen</b>	<b>25</b>
<b>6.2</b>	<b>Wet, parlementaire geschiedenis, richtlijnen</b>	<b>25</b>
<b>6.3</b>	<b>Jurisprudentie</b>	<b>26</b>
<b>6.4</b>	<b>CESR guidance</b>	<b>26</b>
<b>6.5</b>	<b>Amerikaanse wetgeving en jurisprudentie</b>	<b>27</b>
<b>6.6</b>	<b>Adviescommissie Fondsenreglement</b>	<b>28</b>
<b>6.7</b>	<b>Toekomstige wetgeving</b>	<b>28</b>
<b>6.8</b>	<b>Doel en ratio van de wet</b>	<b>29</b>
<b>6.9</b>	<b>Rol van de toezichthouder</b>	<b>31</b>
<b>7</b>	<b>Toekomst</b>	<b>33</b>
<b>8</b>	<b>Tot slot</b>	<b>34</b>

## Executive summary

De Wet marktmisbruik, die voortkomt uit Europese regelgeving en in Nederland op 1 oktober 2005 geïmplementeerd werd, en het toezicht op deze wet zijn niet ongemerkt van start gegaan. Voorafgaand aan de in werking treding en in de eerste vijftien maanden van het toezicht op de bepalingen uit de Wet marktmisbruik heeft de markt veelvuldig contact gezocht met de AFM, en vice versa, en heeft een aantal onderwerpen uit de wet de media gehaald. Mede vanwege deze aandacht en juist omdat deze taak van de AFM zich in relatieve openbaarheid manifesteert heeft de AFM in dit rapport haar activiteiten en resultaten op dit gebied nader uiteengezet. Deze rapportage beslaat de periode van 1 oktober 2005 tot en met 31 december 2006 en stelt de AFM onder meer in staat om de invulling van haar toezicht op deze taak met de markt te delen.

Waar de Wet marktmisbruik met name beoogt handel met voorwetenschap en marktmanipulatie te voorkomen, is een viertal verplichtingen geïntroduceerd die alle beogen transparantie door informatie gelijkheid, volledigheid en tijdigheid te bewerkstelligen. Deze verplichtingen werken preventief. Immers, hoe meer informatie publiekelijk bekend is, hoe minder kans er is op handel met voorwetenschap en hoe groter het 'level playing field' is, waardoor marktmanipulatie minder makkelijk zou moeten zijn. Een uitgebreide beschrijving van de Wet marktmisbruik is opgenomen in hoofdstuk 2.

Ten aanzien van de verboden uit de Wet marktmisbruik hebben de eerste vijftien maanden van het toezicht een aantal resultaten laten zien. In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat verreweg het merendeel van alle beleggers, financiële instellingen en uitgevende instellingen aan de wet willen voldoen. Schadelijke, opzettelijke overtredingen van de Wet marktmisbruik treffen wij (gelukkig) zelden aan. Waar repressie uiteraard tot de mogelijkheden behoort, is preventie van nog groter belang, juist ook omdat als een (ernstige) overtreding is begaan het kwaad reeds geschied is en beleggers al misleid of anderszins benadeeld zijn. In de uitvoering van het toezicht is de grote mate van bereidheid bij instellingen om aan de wet te voldoen van belang voor de manier waarop de AFM omgaat met het toezicht op de Wet marktmisbruik. Juist vanwege die bereidheid ligt een grote inspanning van de AFM bij preventie. Een overzicht van de werkwijze van het toezicht is opgenomen in hoofdstuk 3.

In de preventieve sfeer wordt door de AFM veelvuldig contact gezocht met marktpartijen en weten marktpartijen ook de AFM regelmatig te vinden met hun vragen of met signalen van mogelijk marktmisbruik. Dit resulteerde in de eerste vijftien maanden van het toezicht in 788 geregistreerde contacten, waarvan circa 60% inkomende gesprekken betrof van marktpartijen die de AFM benaderden. Al deze contacten, maar ook de monitoring door de AFM, analyses, persberichten, andere publicaties en meldingen van vermoedens van marktmisbruik leidden tot circa twintig tot vijftig alerts (indicaties van marktmisbruik) per maand. De alerts kunnen uitgroeien tot een concreet signaal, een duidelijk vermoeden van marktmisbruik. In de eerste vijftien maanden van het toezicht zijn 104 signalen overgedragen aan het onderzoeksteam. Gezamenlijk hebben de activiteiten in deze periode geleid tot 4 boetedossiers en 14 aangiftes, waarvan circa 85% voor overtredingen van het verbod op handel met voorwetenschap en circa 15% voor overtredingen van het verbod op marktmanipulatie. Dit aantal betekent ongeveer een verdubbeling ten opzichte van de situatie vóór invoering van de Wet marktmisbruik. De stijging wordt veroorzaakt door een aantal factoren. Ten eerste lijkt er een groter bewustzijn van de verboden en verplichtingen bij marktparticipanten. Daarnaast is de vorm van real time monitoring door de AFM een geheel nieuwe werkwijze. Deze

wijze van real time toezicht leidt tot een groter aantal signalen. Bovendien dragen ook de meldingsplicht en de iets uitgebreidere onderzoeksbevoegdheden bij aan de stijging van het aantal punitieve maatregelen. Ten aanzien van marktmanipulatie geldt daarbij ook nog dat de nieuwe definitie, ondanks dat het een open norm blijft, concreter is, breder is geformuleerd en dat de reikwijdte van de wet breder is dan de vroegere wetgeving hieromtrent.

De meldingsplicht voor beleggingsondernemingen, die hen verplicht bij een redelijk vermoeden van marktmisbruik hiervan melding te doen aan de toezichthouder, heeft geresulteerd in 45 meldingen. De meldingsplicht is een waardevolle aanvulling op het toezichtinstrumentarium. Via een goed gefundeerde melding zijn veel gegevens via de melding al bekend gemaakt en daardoor is het mogelijk dat bijvoorbeeld een aanvullend informatieverzoek aan de betreffende beleggingsonderneming niet nodig is en een onderzoek sneller afgerond kan worden. De meldingsplicht voor beleggingsondernemingen en de mogelijkheid voor één ieder om een algemeen vermoeden van marktmisbruik bij de toezichthouder neer te leggen, dragen bij aan de gezamenlijke verantwoordelijkheid voor een eerlijke, betrouwbare financiële markt. Het is de verwachting en hoop van de AFM dat in de toekomst veelvuldiger gebruik zal worden gemaakt van de meldingsplicht en -mogelijkheden. Nadere details over de output van dit toezicht van de AFM zijn opgenomen in hoofdstuk 4.

In het verlengde van het toezicht op marktmisbruik is de AFM in het afgelopen jaar nauw betrokken geweest bij de ontwikkelingen rondom ‘aandeelhoudersactivisme’. Sinds eind 2005 heeft zich in Nederland een toenemende mate van aandeelhoudersactivisme gemanifesteerd. Dit aandeelhoudersactivisme kenmerkt zich door (groot)-aandeelhouders, tot nog toe veelal Angelsaksisch, die een ondernemingsstrategie wensen te beïnvloeden. Dit vindt zowel plaats in direct contact met de betrokken ondernemingsorganen, als via de pers of andere openbare uitingen. Omdat duidelijk was dat deze, voor Nederland relatief nieuwe, marktontwikkeling toezichtrisico's met zich mee brengt en de doelstellingen van de AFM direct raakt, heeft de AFM in de loop van 2006 analyses uitgevoerd teneinde te beoordelen of en op welke wijze aspecten van dit fenomeen binnen haar toezichtkader vallen. Hoe de AFM omgaat met dit betrekkelijk nieuwe fenomeen is opgenomen in hoofdstuk 5.

De rol van iedere toezichthouder betreft uiteraard repressief optreden waar noodzakelijk. Echter, preventief optreden en pro-actieve interventie vormen ook belangrijke aandachtsgebieden in de uitoefening van het toezicht. Hierbij opereren de markt en de AFM in het spanningsveld tussen enerzijds de keuze van de Europese wetgever voor open normen ('principle based' wetgeving) en anderzijds de wens van marktpartijen naar meer 'guidance' en 'pre-clearance'. De AFM is niet bevoegd om in concrete gevallen goedkeuring vooraf te geven. Echter, waar de interpretatie van de Wet marktmisbruik leidt tot vragen bij marktpartijen, is de AFM altijd bereikbaar voor overleg. In de praktijk vindt dergelijk overleg dagelijks plaats. Het is weliswaar aan de marktpartij in kwestie om de afweging te maken of de door haar voorgenomen handeling aan de wet voldoet, toch blijkt het in de praktijk vaak mogelijk om partijen voldoende overweging mee te geven om een verantwoorde beslissing te nemen.

De vraag van marktpartijen om guidance bij de interpretatie van open normen in de Wet marktmisbruik, wordt door de AFM in beginsel niet beantwoord met het formuleren van nadere regelgeving. De wetgever

heeft immers met reden gekozen voor open normen. Wel kan de AFM toelichten hoe zij de open normen toepast in de praktijk. Daarnaast zal de AFM, daar waar zij in haar toezichtpraktijk constateert dat veel partijen met dezelfde soort vragen te kampen hebben en hier een meer algemene lijn van beantwoording in is ontstaan, deze delen met de markt. Openbaarmaking kan dan plaatsvinden door middel van een beantwoording van Frequently Asked Questions op haar website ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)) en/of het opstellen en publiceren van brochures en het openbaar maken van standpunten op de website. Hoe de AFM de eerste vijftien maanden invulling heeft gegeven aan de interpretatie van de verschillende open normen in de Wet marktmisbruik is beschreven in hoofdstuk 6.

Het uiteindelijke doel van de wetgeving is het gezamenlijk onderhouden van transparante en betrouwbare financiële markten. Op die manier wordt bijgedragen aan het minimaliseren van de Cost of Capital en dat versterkt de concurrentiepositie. De Wet marktmisbruik en het toezicht daarop draagt daar aan bij. Op basis van de ervaringen van de eerste vijftien maanden constateert de AFM verheugd dat schadelijke vormen van marktmisbruik in Nederland relatief zeldzaam zijn. De marktpartijen zelf en het voortgaande toezicht moeten er voor zorgen dat dit ook zo blijft.

## 1 Inleiding

**Op 1 oktober 2005 is de Wet marktmisbruik in Nederland in werking getreden (deze wet is thans opgenomen in hoofdstuk 5 van de Wet op het financieel toezicht). De bedoeling van de Europese wetgever was om het bestaande Europese regime aangaande marktmisbruik aan te scherpen, uit te breiden en deels te harmoniseren teneinde te komen tot een betere bescherming van de marktintegriteit binnen Europa en het tegelijkertijd makkelijker te maken om grensoverschrijdend te werken, doordat de regels overal in Europa gelijk zijn getrokken.**

Voor het goed functioneren van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers is marktintegriteit van groot belang. Marktintegriteit is één van de voorwaarden om het vertrouwen van beleggers in die markten te handhaven. Wanneer dit vertrouwen ontbreekt, kan dit tot gevolg hebben dat zowel beleggers als kapitaalvragers minder bereid zijn deel te nemen aan activiteiten op deze markten met als gevolg een stijging in de kosten van kapitaal. Deze marktintegriteit dient zich volgens de wetgever te uiten in gelijke kansen voor alle participanten. Om gelijke kansen te garanderen dient er te allen tijde gelijkheid van informatie te zijn, dient er geen misleidende informatie te zijn en dient de prijs van een effect de reflectie te zijn van de specifieke economische omstandigheden van het effect zoals dat tot uiting komt als resultaat van legitieme vraag en aanbod. De Wet marktmisbruik beoogt juist die omstandigheden verder te bewerkstelligen en te garanderen.

Gevolgen van de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik in Nederland zijn onder meer een uitbreiding van het verbod op marktmanipulatie en een overgang van het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie door beursgenoteerde ondernemingen van Euronext Amsterdam (voorheen neergelegd in bepaling 28h Fondsenreglement) naar de AFM. Tevens is er een transparantieregime voor publicisten van beleggingsaanbevelingen, en een verplichting voor beleggingsondernemingen tot het melden van een redelijk vermoeden van handel met voorwetenschap of marktmanipulatie, de zogenaamde 'klikplicht' (officieel: meldingsplicht) geïntroduceerd. Tenslotte zijn de reeds bestaande bepalingen ten aanzien van handelen met gebruik van voorwetenschap, de meldingsregeling voor 'insiders' en het insiderreglement deels aangepast.

De aard van de wetgeving brengt met zich mee dat een deel van de uitvoering van de wet zich in de openbaarheid afspeelt. Zo stelt de AFM openbare registers ter beschikking met betrekking tot insider transacties en koersgevoelige persberichten. Daarnaast is het stilleggen van de handel bij informatieongelijkheid een maatregel die veel aandacht krijgt van pers en publiek.

Direct na invoering van de wet en nadat de eerste handelsmaatregelen waren genomen ontstond een debat in de media over de vraag in hoeverre de nieuwe wet

## Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik, 400 jaar toezicht

Regelgeving en handhaving op de beurs is nog iets ouder dan de beurs zelf. De eerste effectenbeurs ter wereld ontstaat in 1602 als de VOC verhandelbare aandelen uit geeft. Die beurs was weinig indrukwekkend. Hij bestond uit een tafel die geplaatst was in een hoekje van de reguliere goederenbeurs in Amsterdam. Enkele keren per week kon daar gedurende een uur worden gehandeld. Vanaf het eerste begin was er daarom al meteen regelgeving van toepassing. In 1592 kwam de gemeente Amsterdam met een zogeheten 'Keur op het houden der Beurs'. Regelgeving die van toepassing was op wat toen nog uitsluitend een goederenbeurs was. Deze keur had het karakter van een politieverordening met daarin beurstijden, bijzondere verboden en regels voor ordehandhaving. Het moet een levendige boel zijn geweest. Zo was het bijvoorbeeld verboden om 'enig geweer op iemand te richten of iemand te slaan of te stoten op straffe van verminking van de rechterhand'. Handhaving van de regels was belegd bij de 'Beursknecht', die werd aangesteld door en in dienst was bij de gemeente Amsterdam. De beursknecht was een soort één-mans beursbedrijf, hij wees de handelaren hun plekken aan, regelde post en transport, en zorgde voor inkt, pennen en wat dies meer zij. De term beursknecht lijkt een lage sociale status te suggereren, maar op portretten (al een luxe op zich) zijn ze afgebeeld in rijke kledij. Het was gebruikelijk dat handelaren de beursknecht elk jaar een bonus gaven en dat kan aan dat rijke uiterlijk hebben bijgedragen. >

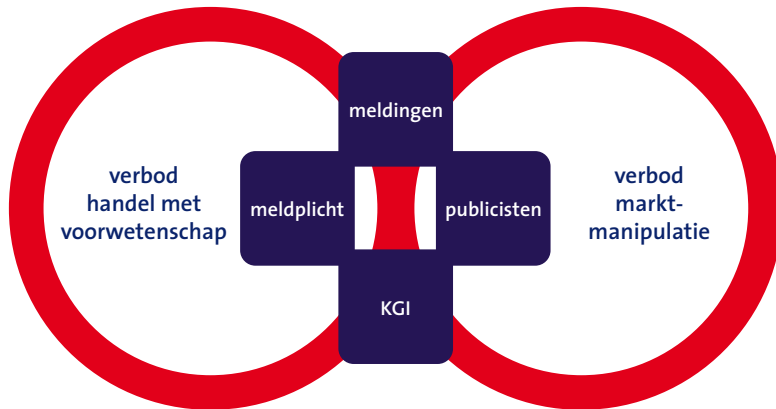
afweek van het regime dat daarvoor bestond. Enkele beursgenoteerde instellingen kondigden aan hun contacten met de pers te beperken vanwege de nieuwe wet, terwijl andere uitgevende instellingen juist aangaven dat er naar hun idee niets was veranderd.

Mede vanwege dit debat en juist omdat deze taak van de AFM zich in relatieve openbaarheid manifesteert heeft de AFM in dit rapport haar activiteiten en resultaten op dit gebied nader uiteengezet. Enerzijds verdient een dergelijke nieuwe, in het oog springende taak een retrospectieve analyse. Anderzijds bestaat de Wet marktmisbruik voor een belangrijk deel uit 'principle-based' wetgeving, wetgeving die vooral de grote lijnen en de wenselijkheid en aard van integer gedrag aangeeft, maar waarbij de detailinvulling aan de praktijk wordt overgelaten. Gaandeweg worden de contouren van dergelijke principle-based wetgeving steeds verder ingevuld door het dagelijkse handelen van zowel marktpartijen als toezichthouder. Dit rapport, over de periode van 1 oktober 2005 tot en met eind december 2006, stelt de AFM onder meer in staat om de invulling met de markt te delen.



## 2 De Wet marktmisbruik

De Wet marktmisbruik beoogt de beurshandel eerlijk te houden - dan wel te maken - door alle participanten gelijke kansen te bieden. Om dat te bereiken bestaat de Wet marktmisbruik ruwweg uit twee verboden en vier verplichtingen:



Deels zijn deze verboden en verplichtingen nieuw, deels zijn ze gewijzigd. Hieronder zijn de belangrijkste nieuwe elementen opgesomd.

### 2.1 Verbod marktmanipulatie

Met deze nieuwe wet werd de reikwijdte van het verbod op marktmanipulatie sterk uitgebreid van effecteninstellingen naar eenieder. Waar voorheen marktmanipulatie verboden was op basis van art 334 Wetboek van Strafrecht en art 32 Nrg 2002, werd marktmanipulatie per 1 oktober 2005 verboden op grond van artikel 46b lid 1 Wte 1995 en vanaf 1 januari 2007 op grond van artikel 5:58 lid 1 Wft.

Marktmanipulatie valt uiteen in vier delen.

Het is voor een ieder verboden om:

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

> Het eerste geval van marktmisbruik in effecten, (althans, wat men toen beschouwde als marktmisbruik) vindt plaats in 1609 door Isaac Le Maire. Isaac is een rijke handelaar die veel handel drijft met de Baltische staten. Ook is hij een van de grootste aandeelhouders in de VOC, in 1602 investeert hij 85.000 gulden in de VOC. In 1609 is de liefde bekoeld, de VOC heeft geen dividend uitgekeerd, geeft aandeelhouders geen informatie over haar resultaten en conflicten tussen de VOC en de Engelsen in het verre oosten leiden tot aanvallen van Engelse schepen op de schepen van Isaac die op de Baltische routes varen. Isaac besluit om zijn aandelen te verkopen en er zelfs meer te verkopen dan hij zelf heeft. Isaac is daarmee de eerste handelaar ter wereld die 'short' gaat. De notabelen spreken er schande van en de eerste echte effectenbeurs regelgeving komt tot stand; een verbod op short-selling, dat enkele jaren later weer wordt ingetrokken. Dit luidt een periode van vele jaren in waarin Isaac en de VOC elkaar bevechten. De VOC heeft het alleenrecht op de oostelijke route naar Indië en Isaac besluit om zijn zoon Jacob op een schip naar Indie te sturen, maar dan via de westelijke route onder Zuid-Amerika door. Dat lukt hem, en hij is de eerste die dat presteert. De doorgang heet tot op de dag van vandaag de Straat van Le Maire. Aangekomen in Indie wordt hij gearresteerd en het schip wordt in beslag genomen. De mannen van de VOC geloven niet dat hij via de westelijke route is gegaan. Hij wordt op een schip naar Holland gezet en dat schip vergaat. Isaac is woedend en begint een rechtszaak die nog een tiental jaren zou duren. In 1623 betaald de VOC een afkopsom aan Isaac, waarmee dit staaltje van aandeelhoudersactivisme zijn afronding vindt. >

De reikwijdte van het verbod op marktmanipulatie is erg breed. Marktmanipulatie is verboden in of vanuit Nederland. Tevens is het verboden de markt te manipuleren buiten Europa in financiële instrumenten toegelaten tot een gereguleerde markt gelegen of werkzaam in Nederland. Het doet niet ter zake of de transactie via de systemen van een gereguleerde markt plaatsvindt of daarbuiten (OTC).

## **2.2 Verplichtingen publicatie koersgevoelige informatie**

De Wet marktmisbruik bevat de verplichting voor uitgevende instellingen wier financiële instrumenten (met instemming) zijn toegelaten tot de handel op een Nederlandse 'gereguleerde markt', om onverwijld tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie over te gaan. Onder 'onverwijld' wordt verstaan: zo snel mogelijk. De openbaarmaking dient plaats te vinden door middel van een persbericht. Het is de verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling om zorg te dragen voor een onverwijld en gelijktijdige (voor een ieder toegankelijk) openbaarmaking van haar koersgevoelige informatie.

Het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie was voor de AFM een nieuwe taak, welke tot 1 oktober 2005 door de gereguleerde markt (lees: Euronext Amsterdam) werd uitgevoerd. De AFM kan in het kader van haar toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie, onder andere aan Euronext Amsterdam een aanwijzing geven tot het stilleggen van de handel.

## **2.3 Verplichtingen publicisten van beleggingsaanbevelingen**

Een nieuwe verplichting is het voldoen aan (extra) transparantie vereisten wanneer een beleggingsaanbeveling wordt uitgebracht. Deze transparantie-eisen beogen de beleggers te beschermen. Doordat de belegger uit de informatie kan opmaken wat bijvoorbeeld de status of de geloofwaardigheid is van een aanbeveling, of welke belangen de opsteller en uitbrenger van de aanbevelingen hebben, is een betrouwbare grondslag voor het nemen van beleggingsbeslissingen gewaarborgd. Een belegger kan zo zelf bepalen hoeveel en welke waarde hij aan de beleggingsaanbeveling wil hechten. Het doel van deze regels is dan ook publieksmisleiding door beleggingsaanbevelingen te voorkomen.

De regelgeving behelst kortweg dat, afhankelijk van de hoedanigheid van degene die de beleggingsaanbeveling doet, bij het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen informatie moet worden verschaft ten aanzien van een aantal onderwerpen, te weten:

- de identiteit van de opsteller en uitbrenger van de aanbeveling;
- waarborgen dat de aanbeveling een juiste voorstelling van zaken biedt;
- transparantie aangaande de objectiviteit van de opsteller en uitbrenger van de aanbeveling;
- belangenconflicten.

Beleggingsaanbevelingen kunnen op verschillende manieren worden uitgebracht en in velerlei varianten voorkomen, bijvoorbeeld in analistenrapporten, columns, artikelen in magazines, op radio of televisie, kranten en opinies op internet. Omdat beleggers geneigd zijn hun beleggingsbeslissingen (deels) te baseren op beleggingsaanbevelingen dienen deze aanbevelingen te voldoen aan de transparantie-eisen. De reikwijdte van deze verplichting is dan ook zeer breed. Een ieder die een beleggingsaanbeveling uitbrengt valt in principe onder de regelgeving (en de opsteller), hoewel de eisen voor partijen die een aanbeveling beroepsmatig uitbrengen meer omvattend zijn dan de eisen voor anderen.

## 2.4 Meldingsplicht verdachte transacties

Voor beleggingsondernemingen is een verplichting opgenomen om bij een redelijk vermoeden van marktmanipulatie of gebruik van voorwetenschap, dit vermoeden onverwijld aan de AFM te melden. De bepaling heeft een preventief karakter: indien men weet dat "verdachte" transacties worden gemeld door degenen die betrokken zijn bij het verrichten van de transactie heeft dit mogelijk tot gevolg dat men hiertoe niet over zal gaan als inderdaad sprake is van marktmanipulatie of gebruik maken van voorwetenschap. Tevens draagt de meldingsplicht bij aan de gezamenlijke verantwoordelijkheid van marktparticipanten en toezicht-houder voor het zorgdragen voor een eerlijke en betrouwbare financiële markt.

## 2.5 Overige elementen

Het verbod op handel met voorwetenschap bestond al langer in Nederland. Wel is de bewijslast ten aanzien van zogenaamde 'insiders' iets veranderd en wordt er nu een onderscheid gemaakt tussen primaire en secundaire insiders. Ten aanzien van primaire insiders geldt dat niet relevant is of deze personen weten of redelijkerwijs moeten vermoeden dat zij over voorwetenschap beschikken. Dat wordt aangenomen op grond van het feit dat zij een bepaalde functie bekleden of in een bepaalde verhouding tot de uitgevende instelling staan. Dat is het verschil met secundaire insiders ten aanzien van wie wel bewezen moet worden dat zij weten of redelijkerwijs moeten vermoeden dat de kennis waarover zij beschikken voorwetenschap is in de zin van de wet.

Daarnaast zijn uitgevende instellingen verplicht om zogenaamde insider-lijsten bij te houden. Tevens dienen transacties van bepaalde insiders bij de AFM te worden gemeld.

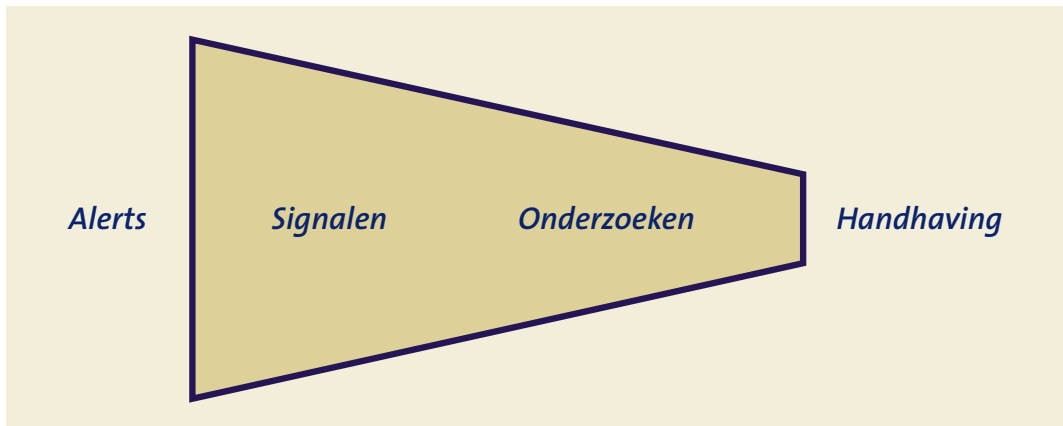
> Al in de vroege begintijd wordt de beurs veelvuldig gemanipuleerd. Er gaan vaak geruchten rond over verloren ladingen, overvallen door piraten en verloren schepen door stormen om de koers in beweging te zetten. Een mooi geval vindt plaats in 1689. Muys van Holys, een jurist, stelt dan voor om een speciale belasting te heffen op short-selling, omdat hij meent dat short selling misleidende berichten uitlokt, en zo ook de kredietverlening in gevaar brengt. Het initiatief van Muys leidt tot niets. Zeker niet nadat het gerucht rondgaat dat Muys zelf een positie heeft ingenomen op de beurs met het oogmerk om te profiteren van het doorgaan van zijn belastingplannen...

De eerste echte wijziging van de beursregels komt pas in 1795 als Nederland in Franse handen komt. Er wordt een 'Comite van Koophandel en Zeevaart' ingesteld en twee vertegenwoordigers uit dit comite worden benoemd tot superintendant van de 'Grote Beurs'. Zij kunnen nieuwe regels stellen en houden toezicht op de Beursknecht. Het is oorlog en Amsterdam is zeer belangrijk voor de Franse machthebbers omdat de beurs daar het centrum is van de geldhandel. Om de toevoer van nieuws naar de beurs onder controle te krijgen komt er een regel bij. Bij de deur worden twee gerechtsdienaren neergezet. Tijdens beurstijden mag er niemand in of uit en onbevoegden worden integraal geweerd. Maar er zijn ook verbeteringen; zo verschijnt voor het eerst op reguliere basis de prijscourant om eenieder te informeren over gedane prijzen en andere ontwikkelingen. Een sterke verbetering van de transparantie. >

### 3 Werkwijze toezicht door de AFM

Het toezicht op de Wet marktmisbruik wordt uitgevoerd door de afdeling SMS (Securities Market Surveillance). Deze afdeling voert ook het toezicht op de Wet melding zeggenschap uit, en zal ook voor een belangrijk deel het toezicht op de Transparantierichtlijn gaan uitvoeren omdat deze regelgeving hetzelfde doel heeft en aanvullend werkt op de Wet marktmisbruik. SMS bestaat uit 3 groepen, 'Monitoring', 'Onderzoek' en 'Melden & Registeren', die in paragraaf 3.1. kort worden beschreven.

Het toezichtproces is te kenmerken als een trechter. Het toezicht start met het opmerken en genereren van 'alerts'. Een alert is een indicatie dat er sprake zou kunnen zijn van een overtreding van een verbod of het niet nakomen van een verplichting. Veredeling van alerts resulteert in 'signalen', die beoordeeld worden en kunnen leiden tot onderzoeken. De onderzoeken kunnen op hun beurt leiden tot handhavingmaatregelen.



#### 3.1 Afdeling Securities Market Surveillance

Met name de afdeling Monitoring genereert de alerts. Deze groep beschikt over informatiesystemen die vergelijkbaar zijn met die van een dealingroom bij een financiële instelling. Met die systemen wordt de handel in financiële instrumenten en de daarbij behorende informatiestromen voortdurend in de gaten gehouden. Een alert kan uit verschillende bronnen en waarnemingen ontstaan. Prijs en volume van de handel in een effect kunnen bijvoorbeeld een onbegrepen ontwikkeling laten zien, nieuwsberichten kunnen tot alerts leiden en ook kunnen er vermoedens van marktmisbruik door derden worden gemeld. Een alert leidt in het algemeen tot een eerste, schetsmatige analyse. Er kunnen telefonisch vragen worden gesteld aan uitgevende instellingen en/of andere marktparticipanten, de handel in het effect wordt nader bekeken, de nieuwsstroom wordt nader geanalyseerd en vaak vindt er een initiële juridische analyse plaats. Als het vermoeden van een overtreding nader wordt bevestigd, worden de bevindingen in een dossier opgenomen en gaat het toezicht een volgende fase in. Het dossier wordt overgedragen aan de groep Onderzoek. Het alert is nu gepromoveerd tot signaal.

Bij de afdeling Onderzoek vindt een nadere afweging plaats. Belangrijk daarbij is vooral of men voldoende aanknopingspunten ziet om nader onderzoek te kunnen doen, aanvullende informatie te kunnen verkrijgen en hoe kansrijk men de zaak inschat. Hierbij is mede van belang of nader onderzoek zich naar alle waarschijnlijkheid kan beperken tot Nederland, tot lidstaten van de Europese Unie of daarbuiten. Ook vindt er een afweging plaats in termen van prioriteiten. Als een signaal in onderzoek wordt genomen, wordt nadere informatie opgevraagd. Deze informatie kan in beginsel worden opgevraagd bij een ieder, inclusief organisaties zoals het Kadaster, de Gemeentelijke Basis Administratie, internet providers, etcetera. Als het onderzoek leidt tot een vermoedelijke constatering van marktmisbruik, kan een boetedossier worden aangelegd en overgedragen aan de boete-functionaris of aangifte bij het OM volgen na overleg met het TPO (Tripartiete Overleg tussen Fiod/ECD, OM en AFM). Al deze handhavingmaatregelen vergen instemming van het bestuur van de AFM.

De afdeling Melden & Registreren handelt meldingen af die instellingen in het kader van de Wet marktmisbruik, Financiële Verslaggeving, Emissies en de WMZ 2006 bij de AFM doen. Voorbeelden hiervan zijn:

- insider transacties,
- meldingen in het kader van de WMZ 2006 (substantiële deelnemingen, wijzigingen in het geplaatste kapitaal van uitgevende instellingen, meldingen van bestuurders en commissarissen),
- jaarverslagen *en*
- koersgevoelige berichten.

De AFM plaatst deze informatie in publieke registers die te vinden zijn op haar website. Daarnaast vormt deze informatie een belangrijke bijdrage aan het toezicht van de AFM op de Wet marktmisbruik (o.a. bij de beoordeling van alerts en signalen).

Naast alerts voor het toezicht op de Wet marktmisbruik genereert SMS regelmatig signalen voor andere afdelingen binnen de AFM. Vooral met de afdelingen Infrastructuur (toezichthouder op gereglementeerde markten, waaronder Euronext) en Openbare biedingen en Emissies is er sprake van intensieve samenwerking.

Daarnaast is er regelmatig contact met beurzen (m.n. Euronext), andere Europese toezichthouders, branche-organisaties, en vele andere marktpartijen.

> In 1829 komt de beurs weer direct onder de gemeente te vallen. Het liberalisme viert hoogtij en hier vindt men dan ook het begin van de zelfregulering door de handelaren op de beurs. Op voorstel van de Kamer van Koophandel (een door de Fransen opgericht instituut) besluit de gemeente: 'dat het als wenselijk te achten is, dat alle mogelijke storingen en belemmeringen op de algemene verzamelplaats des handels voorkomen en geweerd worden en beveelt aan dat twee chefs van ter beurze invloed hebbende handelshuizen door het stedelijk bestuur aangesteld worden als commissaris tot toezicht en beheer aan wie de individuele handelaar zich kan richten en aan wie de beursknecht ondergeschikt zal zijn.' Het toezicht kwam daarmee te liggen bij het 'college van beurscommissarissen'. De leden van dit college werden steeds benoemd door het college van Burgemeester en Wethouders.

De term commissaris doet wat gewichtig aan, maar die term betekende niet anders dan een functionaris met een zeker mandaat en bevoegdheden. Zo kende de gemeente ook een Commissaris van de Stadsschouwburg, de Bank van Lening, de Vaart op de Rijn, Huwelijkszaken, Weeskamer, enzovoorts.

In de jaren zeventig van de negentiende eeuw ontstaat de Vereniging voor de Effectenhandel (VvdE) en het eerste fondsenreglement. Het is vier pagina's lang en regelt vooral de prospectus plicht. >

### 3.2 Repressief toezicht versus preventief toezicht

De hierboven geschetste werkwijze behelst slechts de helft van het toezicht. Het beschrijft met name de repressieve kant, de manier waarop de AFM overtredingen constateert en onderzoekt. Minstens zo belangrijk is echter, in de ogen van de AFM, het preventieve toezicht. Een overtreding kan beter worden voorkomen dan bestraft. Als er in het kader van de Wet marktmisbruik een (ernstige) overtreding wordt begaan dan is het kwaad al geschied en de schade al aangericht. Er zijn dan al beleggers misleid of anderszins benadeeld. Het is derhalve beter om overtredingen te voorkomen. In zijn algemeenheid kan gesteld worden dat verreweg het merendeel van alle beleggers, financiële instellingen en uitgevende instellingen aan de wet willen voldoen. Schadelijke, opzettelijke overtredingen van de Wet marktmisbruik treft de AFM (gelukkig) zeldzaam aan. Het preventieve toezicht van de AFM bestaat vooral uit voorlichting en een zeer uitgebreide communicatie met marktpartijen.

#### Een kort overzicht:

- Marktbreed seminar vlak voor introductie Wet marktmisbruik (circa 1.000 deelnemers)
- Workshops voor CEO's/CFO's en RvC/AC (circa 120 ondernemingen)
- Presentaties voor alle grote advocatenkantoren
- Presentaties voor de grote accountantskantoren
- Een tiental one-on-one meetings met beursgenoteerde ondernemingen
- Een aantal inhouse meetings bij grote beleggingsondernemingen
- Een vijftal presentaties voor branche-organisaties/belangenverenigingen
- Een informatiebijeenkomst voor de woordvoerders van beursgenoteerde ondernemingen
- Daarnaast zijn er verschillende brochures gepubliceerd.

Na de introductiefase bleek er in de markt met name behoefte aan nadere communicatie op het gebied van koersgevoelige informatie. De definitie van 'koersgevoelig' is in de nieuwe wet duidelijker geworden. Waar de regels voorheen uitsluitend uitgingen van het koerseffect van de informatie, spreekt de nieuwe wet van informatie 'waar de redelijke handelende belegger waarschijnlijk ten dele zijn beleggingsbeslissing op zal baseren'. Dit is een iets ruimer begrip. Dat betekent echter niet dat de nieuwe wet minder flexibel is. Alhoewel de wet informatie eerder als koersgevoelig kwalificeert, blijven de uitgangspunten voor het recht om publicatie uit te stellen onverminderd overeind. In de eerste maanden na invoering leidde dit tot een openbaar debat over de betekenis van de nieuwe definitie, die bij marktpartijen leidde tot een behoefte aan extra informatie. Om aan deze behoefte te voldoen is een serie workshops georganiseerd voor CEO's en CFO's, gevolgd door voorzitters van Raden van Commissarissen en Audit Committees, advocaten, accountants en andere adviseurs. Circa 120 beursgenoteerde ondernemingen en alle grotere advocaten en accountants kantoren hebben hierin geparticipeerd. Naast deze formelere contactmomenten zijn er ook vele honderden telefonische contacten geweest met instellingen waarin concrete vragen zijn gesteld en beantwoord met betrekking tot de hele reikwijdte van de Wet marktmisbruik.

### 3.3 Preventieve interventie

Naast voorlichting en het beantwoorden van vragen is er nog een vorm van preventief toezicht die zich vooral voordoet bij het toezicht op koersgevoelige informatie en melding zeggenschap. Regelmatig ontstaat de situatie waarbij de AFM van mening is dat er (waarschijnlijk) een publicatieplicht of meldingsplicht is ontstaan, nog voordat de instelling de publicatie of melding verricht. Het gaat dan vaak om situaties

waarbij de AFM vermoedt dat de instelling zich nog niet bewust is van de ontstane plicht. Veelal zoekt de AFM dan telefonisch contact om instellingen om uitleg van de situatie te vragen, eventueel te wijzen op de mogelijke plicht en, indien gewenst, dit nader te bespreken.

Het toezicht op de publicatie van koersgevoelige informatie heeft in de in dit rapport beschreven periode dan ook niet geleid tot punitieve maatregelen. Doordat middels preventieve interventie in nagenoeg alle gevallen overeenstemming werd bereikt met instellingen is daar geen aanleiding voor geweest. Wel zijn er sporadisch normoverdragende gesprekken met uitgevende instellingen gevoerd.

De handelsmaatregel, het stilleggen of doorhalen van de handel, is geen maatregel die erop is gericht om publicatie af te dwingen en is ook geen punitieve maatregel. Een handelsmaatregel is een preventieve maatregel en in het geval van het doorhalen van de handel, een reparatoire maatregel. Het doel van een handelsmaatregel is om het belegend publiek te beschermen tegen situaties waarin handel plaatsvindt op basis van misleidende informatie of waar er sprake is van informatieongelijkheid tussen beleggers onderling. Het doel van een handelsmaatregel is dan ook het herstellen van het 'level playing field'. Er zijn in de periode die dit rapport beschrijft in totaal veertien handelsmaatregelen genomen.

Een bijzondere vorm van preventieve interventie is die van de mogelijkheid voor de toezichthouder om de Minister van Financiën te adviseren over een zogenaamde 'gebruikelijke marktpraktijk'. De wet biedt aan de Minister de mogelijkheid om op advies van de AFM een bepaalde handelspraktijk uit te zonderen van het verbod op marktmanipulatie en (deels) handel met voorwetenschap. Dit wordt een Gebruikelijke Marktpraktijk genoemd. Het gaat dan om bijzondere vormen van handelen waarvan het voor de goede werking van de markt wenselijk is om ze toe te staan, maar die tevens op gespannen voet zouden kunnen staan met de verboden uit de Wet marktmisbruik. Door de praktijk, onder strikte preventieve randvoorwaarden, toe te staan, is het mogelijk om enerzijds de praktijk doorgang te laten vinden, terwijl tegelijkertijd echter marktmisbruik wordt voorkomen en de marktparticipanten rechtszekerheid wordt geboden. In 2006 is door de AFM, op verzoek van de markt, een dergelijke gebruikelijke marktpraktijk in concept ontworpen en geconsulteerd. Het advies aan de Minister zal binnenkort volgen. Als de Minister overgaat tot het benoemen van een Gebruikelijke Marktpraktijk is uiteraard geen sprake meer van preventieve interventie, maar van een wettelijke uitzondering op het verbod op marktmanipulatie, hetgeen in het reguliere toezicht meegenomen zal worden.

> Pas in de jaren tachtig van de twintigste eeuw wordt het toezicht op de beurs vervuld door een enkele Commissaris van de Notering. Deels wordt het toezicht ook buiten de beurs geplaatst. De VvdE, en zijn tegenhanger van de Optiebeurs, de VvoE, richten de Stichting toezicht effecten verkeer op. Dit is de voorganger van de AFM. Onder invloed van de Europese Unie gaat het toezicht grotendeels over van zelfregulering naar een onafhankelijke toezichthouder.

De beurshandel was lange tijd exclusief voorbehouden aan mannen. Pas vanaf 1973 doen de eerste vrouwen hun intrede op de beursvloer zelf. In het toezicht zelf waren nooit vrouwen actief. De huidige Commissaris Handelsbesluiten bij de AFM, mevrouw Akkie Lansberg, is dan ook te beschouwen als de eerste vrouwelijke Commissaris in Nederland, of zo u wil, de eerste vrouwelijke beursknecht.

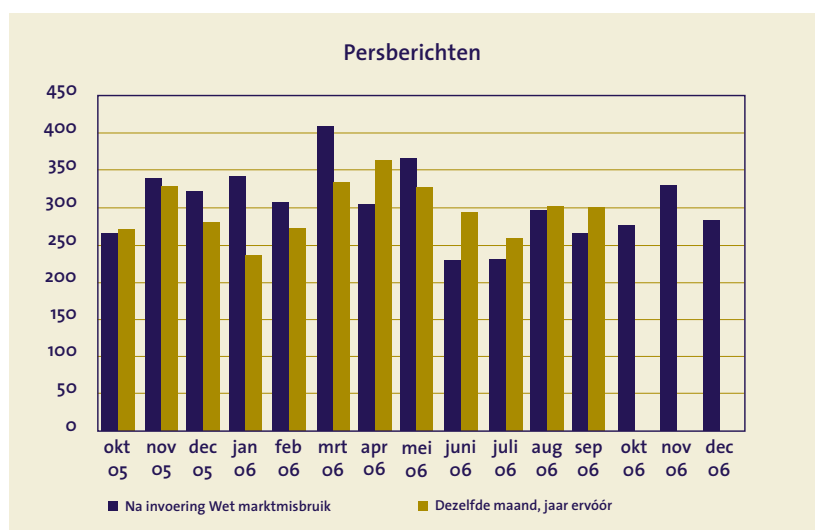


Met dank aan de heer drs Cherelt Kroeze van de Stichting Vereniging voor de Effectenhandel voor de inzichten in de historie van het toezicht op de beurs. >

## 4 Resultaten & Statistieken

De resultaten van het toezicht worden op verschillende manieren gemeten. In onderstaande grafiek is per maand een aantal indicatoren van het primaire Monitoring proces weergegeven. Zoals in het vorige hoofdstuk aangegeven, volgt de afdeling Monitoring de beurshandel en het omringende nieuws, beantwoordt vragen van marktpartijen, belt marktpartijen op als zaken onduidelijk zijn en genereert alerts en signalen.

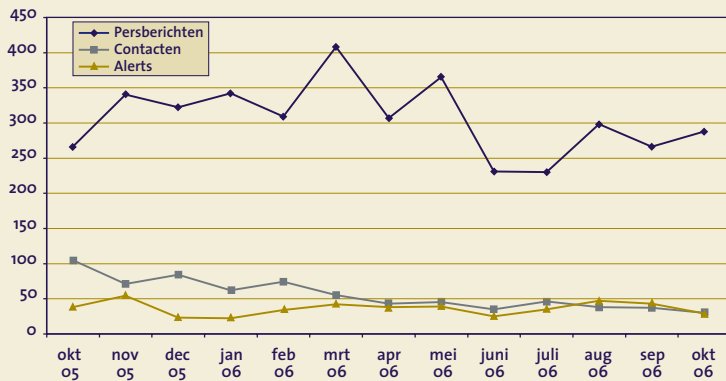
Het aantal persberichten ligt na invoering van de Wet marktmisbruik iets hoger dan daarvoor, maar dat wordt vooral veroorzaakt door het hoge aantal berichten inzake inkoop van eigen aandelen door uitgevende instellingen. In de eerste maanden na introductie van de Wet marktmisbruik nam het aantal persberichten toe ten opzichte van een jaar daarvoor. In de daaropvolgende maanden heeft die stijging zich niet doorgezet.



Meer algemeen is naar inschatting van de AFM het aantal berichten ook gecorreleerd met de conjunctuur. Dan zou te verwachten zijn dat moeilijke economische omstandigheden en matige bedrijfsresultaten tot een groter aantal berichten leiden. Bij hoog-conjunctuur is het aantal berichten naar verwachting veelal lager dan in een recessie. Het is dan ook pas op langere termijn mogelijk om uit deze gegevens conclusies te trekken.

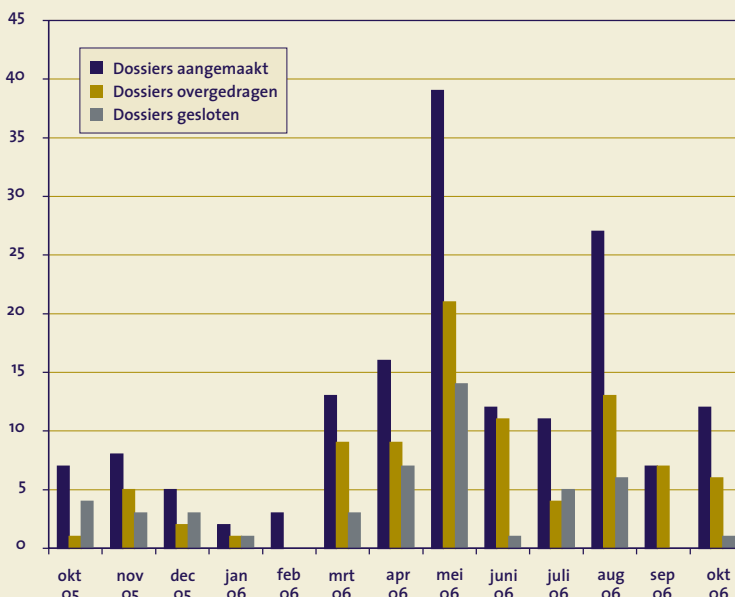
In de grafiek op de volgende pagina zijn de activiteiten gericht op voorlichting van de markt duidelijk zichtbaar. Direct na invoering van de Wet marktmisbruik zijn er vele telefonische contacten geweest. Het betreft hier zowel uitgaande als inkomende telefoongesprekken. Vanaf maart 2006 bereikt het aantal telefonische contacten het 'normale' niveau. Let wel, in deze aantallen zijn dus niet begrepen de presentaties, workshops en bijeenkomsten die het afgelopen jaar hebben plaatsgevonden. Al deze contacten, monitoring, analyses en persberichten leiden tot circa 20 tot 50 alerts (indicaties van marktmisbruik) per maand.





De alerts kunnen uitgroeien tot een concreet signaal, een duidelijk vermoeden van marktmisbruik. Er wordt dan een dossier aangemaakt. Als het vermoeden bij nader onderzoek wordt ontkracht, dan wordt het dossier gesloten. Daar waar het vermoeden blijft bestaan en mogelijk zelfs sterker is geworden, wordt het dossier overgedragen aan de afdeling onderzoek. In onderstaande grafiek is deze ontwikkeling te zien.

Gezamenlijk hebben de activiteiten in deze periode geleid tot 4 boetedossiers en 14 aangiftes, waarvan circa 85% voor overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap en circa 15% voor overtreding van het verbod op marktmanipulatie. Dit aantal betekent ongeveer een verdubbeling ten opzichte van de situatie vóór invoering van de Wet marktmisbruik. De stijging wordt veroorzaakt door een aantal factoren. Enerzijds is deze vorm van monitoring een geheel nieuwe werkwijze. Deze wijze van real time toezicht leidt tot een groter aantal signalen. Daarnaast dragen ook de meldplicht en de iets uitgebreidere onderzoeksbevoegdheden bij aan de stijging van het aantal punitieve maatregelen. Ten aanzien van marktmanipulatie geldt daarbij ook nog dat de nieuwe definitie concreter is dan de daarvoor bestaande wetgeving en de reikwijdte van de wet is verbreed.



## > Een aantal voorbeelden

### *Preventieve Interventie: Een voorbeeld*

In de ochtend voor beurs verschijnt het bericht dat een Europese voedsel en waren autoriteit een onderzoek heeft gedaan naar verpakkingsmateriaal voor voeding. De verpakkingen blijken een licht giftige inkt te bevatten. Een grote Europese voedingsfabrikant trekt op aanwijzen van de betrokken Europese autoriteiten een partij terug uit de supermarkten. Een Nederlandse voedingsfabrikant blijkt dezelfde verpakking te gebruiken en het hele rapport van de betrokken Europese toezichthouder zal's middags verschijnen. De AFM zoekt contact met de Nederlandse fabrikant. Gezamenlijk wordt de conclusie bereikt dat het hier om koersgevoelige informatie gaat en de Nederlandse fabrikant brengt een persbericht uit.

### *Manipulatie, een voorbeeld*

Een broker handelt in één dual listed fonds in twee landen tegelijkertijd. Met zeer grote 'Iceberg' orders op niet reële prijsniveau's wordt bij de slotveiling getracht om in het ene land de koers te doen dalen en in het andere land te doen stijgen. Tegelijkertijd worden naast de Iceberg orders ook normale orders ingelegd. Hierdoor wordt in het ene land laag ingekocht en in het andere land tegelijkertijd hoog verkocht. Het gaat hier om manipulatie in de vorm van 'marking the close'. Uit nader onderzoek blijkt dat de broker dit ook in andere fondsen doet. Kopende beleggers in het tweede land en verkopende beleggers in het eerste land worden zodoende benadeeld. >

#### 4.1 Meldingsplicht verdachte (opdracht tot) transactie

Met de invoering van de Wet marktmisbruik is ook de zogeheten Meldingsplicht (voorheen 'klikplicht') sinds 1 oktober 2005 van kracht in de Nederlandse wetgeving. Over de periode 1 oktober 2005 t/m eind december 2006 zijn de resultaten als volgt:

Status						
Aantal Meldingen	Voorwetenschap	Manipulatie	Onderzoek gestart	Lopend	Afgesloten zonder maatregel <sup>1</sup>	Aangifte / administratieve afdoening
45	43	2	30	7	20	3
Er zijn 15 meldingen die niet tot een onderzoek hebben geleid, danwel die nog in behandeling zijn.						

Bij de 45 meldingen dient een onderscheid te worden gemaakt tussen een opdracht tot transactie en een order die, geheel of gedeeltelijk, is uitgevoerd. Een opdracht tot transactie met voorwetenschap is een opdracht die, om welke reden dan ook, niet in het handelssysteem is gebracht, bijvoorbeeld omdat de beleggingsonderneming de opdracht weigert uit te voeren, de klant de opdracht terugtrekt, of als de order in het systeem is ingebracht maar niet is uitgevoerd omdat bijvoorbeeld een aangegeven limiet niet is bereikt.

Bij deze meldingen is het vaak zo dat de AFM in gesprek zal gaan met degene waarover een melding is gedaan. Dit kan in de vorm van een informatief gesprek waarbij de betreffende persoon wordt uitgenodigd om mondeling een verklaring af te leggen over zijn handelsgedrag. Dergelijke gesprekken hebben naar alle waarschijnlijkheid een sterk preventief karakter voor de toekomst. Tegelijkertijd kan zo'n gesprek ook aanleiding geven tot een toezichtmaatregel, zoals bijvoorbeeld het opleggen van een boete of het doen van aangifte bij het Openbaar Ministerie. Ook is het mogelijk een normoverdragend gesprek met een belegger te voeren. Dit is een informele toezichtmaatregel, met als doel de persoon die naar het oordeel van de AFM een overtreding heeft begaan er uitdrukkelijk op te wijzen dat de AFM de situatie ernstig acht, maar in dit specifieke geval zal afzien van formele handhaving. De door de AFM van beleggingsondernemingen ontvangen meldingen kunnen in de volgende categorieën ingedeeld worden:

Soort melding	Kenmerken melding
Klant weet “iets”/ klant getipt	Een klant geeft aan “iets” te weten over een bepaald fonds. Dit kan zijn in de vorm van een tip van een kennis of iemand anders of een gerucht in de markt (b.v. op een internet chatbox).
Klant getipt door iemand verbonden aan fonds	Deze meldingen gaan met name over situaties waar er mondeling met de beleggingsadviseur is besproken dat de opdrachtgever voorwetenschap heeft gekregen van een (potentiële) insider. Denk hier aan een belegger die getipt is door een lid van de RvB of RvC van een beursgenoteerd bedrijf, of door een adviseur (accountant, advocaat, jurist) of door een medewerker van een bedrijf die werkzaam is bij een bepaald project of in een werkgroep.
Klant heeft zelf een band met fonds	De klant van de beleggingsonderneming deelt mee een relatie met de betreffende genoteerde instelling te hebben of een (mogelijke) relatie tussen de opdrachtgever en het betreffende fonds is door de meldingsplichtige vastgesteld.
Ongebruikelijke transacties	Meldingen waaruit blijkt dat de opdracht of transactie niet past binnen het beleggingsprofiel van de opdrachtgever. Bijvoorbeeld een klant die zijn hele portefeuille met laag risico beleggingen in wil ruilen voor een risicovol, small-cap fonds, of een klant die opties wil kopen voor een rekening waarop al jaren lang geen optietransacties zijn gedaan terwijl hij bovendien een defensief profiel heeft.
Transactie achteraf verdacht	Meldingen waarin de uitgevoerde transacties op zichzelf niet verdacht zijn maar in verband met een later nieuwsbericht of andere informatie een redelijk vermoeden hebben opgewekt.

> *Handelsmaatregel, een voorbeeld*

Een beursgenoteerd bedrijf neemt contact op. De nog niet gepubliceerde kwartaal cijfers zijn per ongeluk in de trein blijven liggen. Deze cijfers zijn nog niet definitief. Niet alleen is er kans op informatieongelijkheid en handel met voorwetenschap, maar in deze vorm is de informatie ook nog eens misleidend, want naar verwachting zullen de definitieve cijfers gaan afwijken. De AFM legt de handel stil, terwijl de instelling een persbericht voorbereid. Na publicatie wordt de handel weer vrijgegeven. <

De meldingsplicht is een waardevolle aanvulling op het toezichtinstrumentarium. Via een goed gefundeerde melding zijn veel gegevens via de melding al bekend gemaakt en daardoor is het mogelijk dat bijvoorbeeld een aanvullend informatieverzoek aan de betreffende beleggingsonderneming niet nodig is.

## 4.2 Ervaringen ten aanzien van de meldingsplicht

Sinds 1 oktober 2005 is de meldingsplicht voor beleggingsondernemingen van kracht. De meeste meldingen zijn vanuit de grote beleggingsondernemingen gekomen. Door de grote hoeveelheid orders die de grote beleggingsondernemingen verrichten, is het begrijpelijk dat ze ook tegen meer verdachte transacties aanlopen.

De AFM zal in het kader van haar toezicht de beleggingsondernemingen vragen naar de gehanteerde procedures aangaande de naleving van de meldingsplicht. Door de AFM kan er op worden toegezien dat er adequate compliance procedures zijn ingesteld zoals:

- het op de hoogte stellen van de medewerkers van de verplichting tot onverwijld melden,
- het leren herkennen door de medewerkers van signalen die aanleiding geven tot een redelijk vermoeden van handel met voorwetenschap en/of marktmanipulatie *en*
- het ervoor zorgen dat de medewerkers weten wat zij moeten doen indien zij een redelijk vermoeden van marktmisbruik hebben.

Naast de mogelijkheid om de beleggingsonderneming te vragen naar haar procedures is de AFM bevoegd een onderzoek in te stellen als blijkt dat een beleggingsonderneming een redelijk vermoeden naar het oordeel van de AFM had moeten melden maar feitelijk geen melding heeft gedaan. De AFM beschikt over een aantal maatregelen om de meldingsplicht te handhaven zoals bijvoorbeeld het opvragen van informatie, het opleggen van een last onder dwangsom aan een beleggingsonderneming, het achteraf opleggen van een boete of het doen van aangifte. Per geval zal de afdeling Securities Market Surveillance van de AFM beoordelen welke maatregel genomen zal worden.

### **Snelheid en aantal meldingen kan verbeterd worden**

Beleggingsondernemingen dienen “onverwijld” een melding te doen op het moment dat een redelijk vermoeden ontstaat, ook wanneer zij een transactie weigeren uit te voeren. Een beleggingsonderneming dient zo snel mogelijk alle relevante informatie aan de AFM te melden maar hoeft niet te wachten tot het moment dat alle mogelijke informatie is verzameld voordat een melding gedaan kan worden. De ontbrekende informatie bij de melding kan zo snel mogelijk na het doen van de melding worden toegestuurd. Ook kan de tijd tussen de transactie of opdracht tot een transactie en het daadwerkelijk plaatsvinden van een melding variëren afhankelijk van het soort “vermoeden”. Tot dusver is het zo dat de meldtijd varieert tussen één dag en 2,5 maand met een gemiddelde meldtijd rond de twee weken nadat een transactie of poging tot een transactie heeft plaatsgevonden. Er zijn ook opmerkelijke verschillen in aantallen meldingen tussen vergelijkbare instellingen.

### **Europese context**

In Europees perspectief ligt het aantal in meldingen in Nederland min of meer in lijn met wat op basis van de grootte van de markt verwacht mag worden. Echter, het aantal meldingen in verband met manipulatie of meldingen van marktmisbruik in andere markten dan de aandelenmarkt ligt nog relatief laag. Committee of European Securities Regulators (CESR) heeft in 2005 een lijst met voorbeelden gepubliceerd waar instellingen gebruik van kunnen maken om het begrip ‘redelijk vermoeden’ beter te hanteren en hun medewerkers concreter te kunnen voorlichten (zie [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu) onder ‘documents’ 11 mei 2005: Market Abuse Directive - Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive”). Naar aanleiding van overleg met marktpartijen, eind 2006, heeft de AFM haar brochure Meldingsplicht vernieuwd. Daarin is nu een groot aantal voorbeelden van indicaties van marktmanipulatie en voorwetenschap opgenomen.

## 5 Aandeelhoudersactivisme

In het verlengde van het toezicht op marktmisbruik is de AFM in het afgelopen jaar nauw betrokken geweest bij de ontwikkelingen rondom ‘aandeelhoudersactivisme’.

Sinds eind 2005 heeft zich in Nederland een toenemende mate van aandeelhoudersactivisme gemanifesteerd. Dit aandeelhoudersactivisme kenmerkt zich door (groot)-aandeelhouders, tot nog toe veelal Angelsaksisch, die een ondernemingsstrategie wensen te beïnvloeden. Dit vindt zowel plaats in direct contact met de betrokken ondernemingsorganen, als via de pers of andere openbare uitingen.

Omdat duidelijk was dat deze, voor Nederland relatief nieuwe, marktontwikkeling toezichtrisiko's met zich mee brengt en de doelstellingen van de AFM direct raakt, heeft de AFM in de loop van 2006 analyses uitgevoerd teneinde te beoordelen of en op welke wijze aspecten van dit fenomeen binnen haar toezichtkader vallen. Daartoe zijn o.a. gesprekken gevoerd met ondernemingen, aandeelhouders en advocaten. Ook zijn er zowel telefonische als schriftelijke informatieverzoeken aan activistische aandeelhouders gedaan als de omstandigheden daartoe aanleiding gaven. Deze informatie-verzoeken dienden een direct toezichtbelang in concrete casussen, en tegelijkertijd heeft de beantwoording bijgedragen aan de interne analyse van deze marktontwikkeling.

De afgelopen 12 maanden heeft de AFM een opvallend hoge activiteit gezien van grootaandeelhouders die, zowel direct als via de media, bij ondernemingsbesturen er op aandringen om strategiewijzigingen door te voeren. Voorbeelden zijn onder andere de ontwikkelingen rondom TNT, ASMI, AHOLD, VNU, CSM, Stork en Euronext. In alle gevallen gaat het om ontwikkelingen die verband houden met significante strategiewijzigingen waarbij het gaat om besluiten dan wel handelingen die mogelijk als koersgevoelig kunnen worden aangemerkt.

Dit voor Nederland betrekkelijk nieuwe verschijnsel is wijd verspreid. Naast de voorbeelden die we uit de pers kennen, is SMS ook regelmatig gebeld door advocaten die op anonieme basis advies in wensten te winnen rondom deze materie. Ondernemingen worden benaderd door aandeelhouders die bijvoorbeeld brieven schrijven, met schematisch vaak de volgende inhoud:

“Wij, (samenwerkende) grootaandeelhouders, die (gezamenlijk) x% van het kapitaal vertegenwoordigen, zijn van mening dat u deze strategie moet volgen/van de door u uitgezette strategie moet afzien.”

Soms staat ook dit erbij:

“Naar onze mening is deze brief koersgevoelige informatie die u onverwijld moet publiceren.” of  
“Uw medewerking kan in potentie leiden tot grote beloningen”

Daarnaast is de AFM in concrete gevallen door betrokken partijen benaderd in verband met aandeelhoudersactivisme over de rol die de AFM kan of zou moeten spelen.

Alhoewel aandeelhoudersactivisme per individueel geval verschilt zijn er wel patronen te herkennen. Zo zijn er vaak verschillende fases cq vormen te herkennen, welke zich zowel buiten als tijdens een lopend openbaar bod kunnen voordoen:

- 1 Op anonieme basis komen er berichten en/of geruchten dat onder druk van (grote) beleggers een onderneming een strategiewijziging gaat of zou moeten doorvoeren.
- 2 Analisten en commentatoren reageren daarop door scenario's door te rekenen en van commentaar te voorzien.
- 3 De belegger treedt uit de anonimiteit (soms direct in een brief aan het bestuur, soms via persbericht of interview), claimt een groot belang te hebben en herhaalt de wens tot een strategiewijziging en ondersteunt de argumentatie o.a. met de inmiddels gepubliceerde opinies en analyses van derden.
- 4 Via de pers worden opinies van andere aandeelhouders aangehaald om de druk verder op te voeren.
- 5 Via AVA of BAVA wordt getracht de strategiewijziging af te dwingen.

In de gesprekken met marktpartijen is naar voren gekomen dat aandeelhoudersactivisme voor de markt en voor de economie als geheel zowel positieve als negatieve gevolgen kan hebben. Hieronder een overzicht van de wenselijke en onwenselijke aspecten alsmede de risico's die aandeelhoudersactivisme met zich meebrengt, zoals die worden gezien door marktpartijen.

#### **Wenselijke aspecten zoals aangegeven door marktpartijen:**

Aandeelhoudersactivisme kan een legitiem doel dienen en volledig legaal worden uitgevoerd. Bovendien kan het ook het algemeen belang dienen. In die zin menen marktpartijen dat er geen reden is om met zorg naar deze ontwikkeling te kijken. De voordelen van aandeelhoudersactivisme kunnen zich volgens marktpartijen uiten in aandeelhouderswaarde door bijvoorbeeld:

- het uitkeren van overtollig kasgeld;
- het optimaliseren van de gearing;
- het voorkomen van waardevernietigende overnames of fusies door de vennootschap;
- het verkopen van underperforming assets;
- in zijn algemeenheid het verhogen van de "corporate discipline";
- het afdwingen van een hogere prijs bij een overname van de vennootschap;
- het verbeteren van de prestaties van de onderneming(sleiding);
- het afdwingen van een meer effectieve verantwoording door de ondernemingsleiding.

#### **Onwenselijke aspecten en risico's zoals aangegeven door marktpartijen:**

In de gesprekken die met marktpartijen gevoerd zijn, is door partijen aangegeven dat ondernemingsbesturen zich in de praktijk soms in het nauw gedreven voelen, zich beperkt voelen in hun handelingsvrijheid en niet goed weten hoe ze met actieve (mondige!) aandeelhouders kunnen of moeten omgaan. De beperkingen van de Wmz betekenen dat ondernemingsbesturen niet altijd in staat zijn om de claims van de aandeelhouders m.b.t. de omvang van hun belang te verifiëren. Zo betekent bijvoorbeeld de hoogte van de eerste meldingsdrempel (5%) dat niet altijd zichtbaar is of partijen beschikken over stukken of over stemrecht op basis van ingeleende stukken. Ook is een mogelijk samenwerkingsverband tussen verschillende aandeelhouders pas zichtbaar als het om een duurzame stemovereenkomst gaat. Marktpartijen achten het niet ondenkbaar dat besturen (gaan) anticiperen op deze vorm van aandeelhoudersactivisme en minder snel zullen besluiten tot een beursgang, of tot overnames en daarmee samenhangende emissies.

Daarbij hebben ondernemingsbesturen gesteld zich vaak 'gevangen' te voelen door wat ze zien als moedwillige desinformatie zoals die vaak van anonieme bronnen of van aandeelhouders in de kranten verschijnt.

Een ander bezwaar dat marktpartijen zien is het (gepercipieerde) relatieve gebrek aan transparantie en de daarmee samenhangende mogelijkheid van marktmisbruik. De belangen (doelstellingen) van grootaandeelhouders zijn vaak niet (goed) bekend en kunnen uiteraard verschillen met die van kleine aandeelhouders. De (perceptie van een) situatie die weinig transparant is komt met name doordat grootaandeelhouders ook op andere manieren in de effecten kunnen handelen of een belang kunnen nemen in een fonds, (groot)aandeelhouders (makkelijker) een punt op de AVA agenda kunnen zetten of omdat ze (makkelijker) toegang kunnen krijgen tot het ondernemings-bestuur. Meer transparantie van o.a. de kapitaalbelangen, eventuele belangenconflicten en het stemrecht zouden bijdragen aan het gevoel dat deze ongelijkheid gerechtvaardigd kan zijn. Bij gebrek aan transparantie dan wel het bestaan van de schijn van misbruik kan afbreuk worden gedaan aan het vertrouwen in de markt.

Ten slotte betogen marktpartijen dat conflicten tussen aandeelhouders en ondernemingsbesturen, welke kunnen ontstaan door aandeelhoudersactivisme, leiden tot een sfeer van instabiliteit en onrust. Dit kan schade doen aan de relaties met klanten en personeel en het kan besluiten tot het doen van investeringen vertragen. Ook ondergraaft dergelijke onrust in veel gevallen de onderhandelingspositie bij aankopen of verkopen van bedrijfsonderdelen. Langs deze weg kan schade ontstaan aan de vennootschap, het belegendend publiek en aan de economie als geheel.

De positie van de AFM is dat zij geen oordeel uitdraagt over aandeelhoudersactivisme op zich. Het is wel een (van de vele) marktontwikkeling die de gebruikelijke alertheid van betrokken afdelingen binnen de AFM vereist. In navolging van bovenstaande is de werkwijze van de AFM er dan ook niet op gericht om aandeelhoudersactivisme te ontmoedigen dan wel te bevorderen. Wel ziet de AFM vanuit haar doelstellingen en wettelijke taken enkele specifieke risico's die van aandeelhoudersactivisme uit kunnen gaan. Hier kan voornamelijk gedacht worden aan marktrisico's met betrekking tot transparantie en informatieverstrekking (gelijkheid, volledigheid, correctheid en tijdigheid van informatie). Vanuit de Wmz, de regulering van Openbare Biedingen en de Wet marktmisbruik toetst de AFM praktijksituaties op het nakomen van wettelijke verplichtingen en het niet overtreden van wettelijke verboden. Hiertoe hanteert de AFM het volgende toezichtsbeleid:

- 1 De AFM verifieert voor zover relevant (telefonisch of per informatieverzoek) bij elk incident of voorval:
  - a Of aan OBE, Wmz, Marktmisbruik regels is voldaan,
  - b Of feitelijke claims op waarheid of op een reële bron berusten.
- 2 Indien deze verificatie daartoe aanleiding geeft zal de AFM:
  - a Een belegger als bieder aanmerken, teneinde maximale transparantie te bereiken,
  - b Beleggers aanmerken als 'acting in concert', teneinde maximale transparantie af te dwingen,
  - c Een Wmz-melding zelf openbaar kunnen maken met de gegevens zoals de AFM deze juist acht,
  - d Inlichtingenverzoeken uitsturen in verband met mogelijk onjuiste of misleidende berichten,
  - e Een aanwijzing geven tot het voldoen aan de beleggingsaanbeveling regels,
  - f Aangifte doen of boete, cq last onder dwangsom traject inzetten ten aanzien van misleiding of het doen van transacties met gebruik van bedrog of misleiding,

## 6 Interpretatie, Guidance en Pre-Clearance

Hieronder wordt beschreven op welke wijze de AFM in het eerste jaar de open normen in de Wet marktmisbruik heeft geïnterpreteerd en toegepast en uit welke bronnen zij daarbij heeft geput. Het doel is om dat proces inzichtelijk te maken in de overtuiging dat dit marktpartijen beter in staat stelt om hun verantwoordelijkheden inzake de Wet marktmisbruik in de eigen praktijk toe te passen.

De Wet marktmisbruik kenmerkt zich door een groot aantal open normen, waarbij de kernelementen van de wet vooral ‘principle based’ zijn. Zo zijn de definitie van voorwetenschap, de publicatieverplichting voor effectenuitgevende instellingen, de voorwaarden waaronder een effectenuitgevende instelling kan besluiten tot uitstel van de naleving van haar openbaarmakingsverplichting alsmede de definitie van marktmanipulatie alle vormgegeven als open normen. Deze keuze voor open normen heeft voor- en nadelen.

Open normen bieden het voordeel dat in een specifiek geval afwegingen kunnen worden gemaakt die recht doen aan de ratio van de wet. In de Wet marktmisbruik is gedetailleerde regelgeving bij diverse onderwerpen niet of nauwelijks mogelijk, omdat ofwel een te beperkte opsomming wordt gegeven van verboden handelingen of gedragingen, waardoor ook handelingen of gedragingen in strijd met de ratio van de wet onbestraft kunnen blijven (het risico van underinclusiveness), ofwel een bepaalde gedraging of handeling onder alle omstandigheden als verboden wordt aangemerkt terwijl ook dit niet de bedoeling is van de wet (het risico van overinclusiveness).<sup>2</sup>

Voorts is het voordeel van open normen dat het partijen ertoe noopt om zorgvuldig en doordacht te handelen, terwijl gedetailleerde regelgeving zou kunnen leiden tot het eenvoudigweg afwerken van een checklist zonder de onderliggende principes te overwegen. Gedetailleerde regelgeving brengt daarnaast het risico met zich mee dat enkele partijen creatieve constructies gebruiken die aan de letter van de regels voldoen, maar tegelijkertijd het doel ervan schaden. Een praktijk die uiteindelijk ten koste zou gaan van alle marktparticipanten. Ten slotte bieden open normen flexibiliteit om in te spelen op maatschappelijke of technische ontwikkelingen in de markt, zonder dat gewacht hoeft te worden op een aanpassing van de wet.

Hier staat tegenover dat open normen kunnen leiden tot rechtsonzekerheid. Als gevolg hiervan ontstaat er een natuurlijke neiging bij marktpartijen om te zoeken naar guidance en te vragen om een nadere invulling van de open normen. Waar het gaat om marktmisbruik kan deze neiging nog worden versterkt door het feit dat overtreding van bepaalde bepalingen kan leiden tot strafrechtelijke of bestuursrechtelijke sancties<sup>3</sup>, terwijl ook de risico’s van civielrechtelijke claims en reputatieschade aanzienlijk kunnen zijn. Rechtsonzekerheid, gecombineerd met grote risico’s die aan norm-overtredingen verbonden zijn, leidt ertoe dat marktpartijen voortdurend op zoek zijn naar safe harbours en pre-clearance om deze risico’s te vermijden. Daarbij richt men zich in de eerste plaats tot de toezichthouder. De AFM ziet zich aldus geplaatst voor de vraag hoe zij aan de behoefte van marktpartijen aan rechtszekerheid kan voldoen, zonder daarbij de voordelen van de in de wet opgenomen open normen uit het oog te verliezen.

<sup>2</sup> Deze problematiek speelt ook in andere jurisdicties met vergelijkbare wet- en regelgeving. Vergelijk de overweging van het US Supreme Court in de zaak *Basic v. Levinson*: “The Court was careful not to set too low a standard of materiality; it was concerned that a minimal standard might bring an overabundance of information within its reach, and lead management “simply to bury the shareholders in an avalanche of trivial information—a result that is hardly conducive to informed decision making.” “Any approach that designates a single fact or occurrence as always determinative of an inherently fact-specific finding such as materiality, must necessarily be overinclusive or underinclusive” (*Basic vs. Levinson*, US Supreme Court – 1988, 485 U.S. 224).

<sup>3</sup> Zo wordt overtreding van de verbodsbepalingen aangemerkt als een economisch delict, terzake waarvan de AFM aangifte kan doen bij het Openbaar Ministerie. Daarnaast geldt voor een groot aantal marktmisbruik bepalingen dat de AFM overtreding kan sanctioneren met een bestuurlijke boete en tevens de bevoegdheid heeft over te gaan tot publicatie van een opgelegde boete.



## 6.1 Omgaan met open normen

Het toezichtproces kenmerkt zich door een voortdurend toepassen van de wet, de open normen en de onderliggende principes op concrete gevallen, waarbij eerdere overwegingen en besluiten steeds terugkeren. Zo vinden op dagelijkse basis discussies plaats binnen de AFM waar argumenten en overwegingen van verschillende aard worden uitgewisseld om in concrete gevallen de open normen in te vullen. Bij deze invulling wordt geput uit een rijk arsenaal van (rechts-)bronnen, welke bronnen hieronder worden toegelicht.

## 6.2 Wet, parlementaire geschiedenis, richtlijnen

Indien een wettelijke bepaling een open norm bevat zal worden bezien of de parlementaire geschiedenis uitkomst biedt bij de invulling van deze norm. Deze biedt echter niet altijd uitsluitel of een bruikbaar handvat hoe de open norm dient te worden gedeut. Zo geeft de parlementaire geschiedenis bijvoorbeeld geen nadere uitleg over het begrip ‘onjuist of misleidend signaal’ als bedoeld in artikel 5:58b, eerste lid, Wft, het begrip ‘redelijk vermoeden’ als bedoeld in artikel 5:62, eerste lid, Wft of de reikwijdte van het begrip ‘(mede)beleidsbepaler’ als bedoeld in artikel 5:60, eerste lid, onder a, Wft.

Voorts kan de achterliggende Europese regelgeving worden geraadpleegd.<sup>4</sup> De Wet Marktmissbruik is immers een implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik,<sup>5</sup> welke richtlijn is uitgewerkt in een aantal uitvoeringsrichtlijnen<sup>6</sup> en een verordening.<sup>7</sup> De Europese regelgeving geeft soms meer houvast bij het invullen van een open norm. Zo wordt het begrip ‘significante invloed’, als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, Wft nader toegelicht in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.<sup>8</sup> Artikel 1, tweede lid, van deze richtlijn bepaalt dat onder ‘informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke (lees: significante) invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daar afgeleide instrumenten’ wordt verstaan: ‘informatie waarvan een redelijk handelend belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissing ten dele op te baseren’. In de pre-ambule van de richtlijn wordt nader toegelicht wat onder deze ‘redelijk handelende belegger’ wordt verstaan.

In andere gevallen biedt de Europese regelgeving echter weinig aanknopingspunten. Zo laten de richtlijnen de invulling van de hiervoor genoemde open normen (‘onjuist of misleidend signaal’, ‘redelijk vermoeden’, en ‘(mede)beleidsbepaler’), in het midden. De richtlijnen zijn in het algemeen summier, en in de pre-ambules zijn vaak alleen de achterliggende overwegingen opgenomen die meestal weinig specifieke aanknopingspunten bieden voor de invulling van een open norm in een concreet geval.

<sup>4</sup> Waar er in de Richtlijn sprake is van maximumharmonisatie, geldt dat de wetgever bij de implementatie van de bepaling in nationale wetgeving niet kan en mag afwijken van de tekst van de Richtlijn. Derhalve zal bij bepalingen waarop maximumharmonisatie van toepassing is, de Richtlijn en de van toepassing zijnde overwegingen voorrang hebben in de raadpleging.

<sup>5</sup> Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende de handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.

<sup>6</sup> Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft en Richtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van de 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.

<sup>7</sup> Verordening (EG) Nr. 2273/2003 van de Commissie tot uitvoering van de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.

<sup>8</sup> Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft.

### 6.3 Jurisprudentie

Het is vanzelfsprekend aan de rechter om in concrete gevallen te beoordelen of een bepaalde handeling een normoverschrijding heeft opgeleverd. Deze uitspraken zijn voor de AFM uiteraard leidend in toekomstige, vergelijkbare gevallen. De Wet marktmisbruik is per 1 oktober 2005 in werking getreden en bevat, ten opzichte van de daarvoor geldende wet- en regelgeving, een aantal reeds bekende bepalingen (die soms zijn aangevuld of gewijzigd), als ook een groot aantal geheel nieuwe bepalingen. Ten aanzien van de bekende bepalingen kan de jurisprudentie die betrekking heeft op de ‘oude’ bepalingen in bepaalde gevallen nog steeds (deels) worden toegepast op de huidige bepalingen. Zo bevat het verbod op handel met voorwetenschap van artikel 46 e.v. Wte 1995, resp. 5:56 e.v. Wft, weliswaar een aantal wijzigingen ten opzichte van het ‘oude’ artikel 46, eerste lid, Wte 1995, maar de kern van het verbod is gelijkloënd gebleven. De jurisprudentie die is gebaseerd op het ‘oude’ verbod voorwetenschap is dan ook nog steeds (deels) bruikbaar bij het interpreteren van de open norm wat onder voorwetenschap dient te worden verstaan. Ditzelfde geldt voor het in artikel 5:58, eerste lid, onder d, Wft opgenomen verbod op marktmanipulatie, waarbij (deels) kan worden teruggegrepen op jurisprudentie die ziet op artikel 334 Wetboek van Strafrecht.<sup>9</sup>

Waar het gaat om de ‘nieuwe’ open normen in de Wet marktmisbruik, is er echter nog geen jurisprudentie geweest. Ook in andere EU-lidstaten heeft de rechter nog nauwelijks over deze normen geoordeeld.

### 6.4 CESR guidance

In gevallen waar de Nederlandse (en Europese) regelgeving, wetsgeschiedenis en jurisprudentie onvoldoende aanknopingspunten bieden, kan ook naar andere bronnen worden gekeken om de open normen in de Wet marktmisbruik nader in te vullen. Een belangrijke bron daarbij is de CESR-guidance.

De Europese Richtlijn Marktmisbruik is opgebouwd en tot stand gekomen volgens het stramien van een gelaagde procedure, de comitologieprocedure conform het advies van de Commissie Lamfalussy.<sup>10</sup> De Richtlijn Marktmisbruik is de kaderrichtlijn (eerste niveau), waarbij de uitvoeringsrichtlijnen en de verordening dienen ter nadere uitwerking van de regels die in deze kaderrichtlijn zijn opgenomen (tweede niveau). Op het derde niveau wordt door de Europese financiële toezichthouders in CESR overleg gevoerd en samengewerkt en kunnen richtsnoeren of interpretatieve aanbevelingen worden opgesteld. Hiermee wordt beoogd te bevorderen dat binnen Europa een gelijke en consistente toepassing van de regels plaatsvindt en dat tevens de samenwerking van de toezichthouders verbetert. Ten slotte is er een vierde niveau, waarbij de Europese Commissie controleert of de lidstaten de richtlijnen correct hebben geïmplementeerd in nationale wetgeving en of deze goed worden nageleefd.

CESR heeft, ingevolge het derde niveau van de comitologieprocedure, voorbeelden gegeven van marktmanipulatie en zij heeft invulling gegeven aan de meldingsplicht.<sup>11</sup> Zo beschouwt CESR praktijken als het plaatsen van orders zonder deze daadwerkelijk te willen (laten) uitvoeren, het aangaan van transactie(s) om de indruk te wekken van een bepaalde activiteit of koersontwikkeling in een fonds, waarbij de koers-

<sup>9</sup> Zie bijvoorbeeld 03 juli 2003, *Rechtbank Amsterdam*, LJN AH 9509.

<sup>10</sup> Zie voor het advies van Lamfalussy : [www.europea.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf](http://www.europea.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyen.pdf).

<sup>11</sup> Zie [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

informatie openbaar wordt gemaakt ('painting the tape'), en het na het innemen van een shortpositie naar beneden drijven van de prijs door verkoopactiviteiten en/of het verspreiden van misleidende informatie ('trash and cash'), in beginsel als marktmanipulatie. Momenteel werken de leden van CESR aan onder meer een nadere invulling van de definitie van 'voorwetenschap', het begrip 'rechtmatig belang' voor het uitstel van de publicatie van koersgevoelige informatie, en de wederzijdse erkenning van insider lists bij multiple listings. Hoewel deze 'CESR-guidance' geen formele wetgeving betreft (de richtsnoeren of interpretatieve aanbevelingen van niveau drie worden in de regel niet geïmplementeerd in nationale wetgeving), zal de AFM bij de invulling van de open normen waarover CESR guidance heeft gegeven, gelet op de status van CESR, aan deze guidance groot belang toekennen.

## 6.5 Amerikaanse wetgeving en jurisprudentie

Naast de hiervoor beschreven Europese en Nederlandse context, kan ook naar de Verenigde Staten worden gekeken. In sommige gevallen kan namelijk ook jurisprudentie uit de Verenigde Staten worden betrokken bij de invulling van een open norm.<sup>12</sup> Op het gebied van marktmisbruik bestaan namelijk opvallende overeenkomsten in de wetgeving aan beide kanten van de oceaan. Zo vertoont het wettelijke systeem van marktmanipulatie, met enerzijds het algemeen geformuleerde verbod, en anderzijds twee uitzonderingen voor stabilisatie na een beursgang en de inkoop van eigen aandelen, grote mate van gelijkenis met de situatie zoals deze in de Verenigde Staten al sinds vele jaren bestaat. Ook is zowel in de Verenigde Staten als in Europa gekozen voor een principle-based benadering, en komt een aantal kernbepalingen uit beide rechtssystemen sterk met elkaar overeen.

### Vergelijk in dit verband artikel 1, lid 2 van uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG:

#### *Voorwetenschap*

2. Voor de toepassing van artikel 1, punt 1, van Richtlijn 2003/6/EG wordt verstaan onder "informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten", informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren;<sup>13</sup>

#### en de pre-ambule bij deze richtlijn:

*"Redelijk handelende beleggers baseren hun beleggingsbeslissingen op informatie die reeds voor hen beschikbaar is, d.w.z. vooraf beschikbare informatie. De vraag of een redelijk handelende belegger bij het nemen van een beleggingsbeslissing met een bepaalde inlichting rekening zou kunnen houden, moet derhalve worden beoordeeld op basis van de vooraf beschikbare informatie. Bij een dergelijke beoordeling moet rekening worden gehouden met de verwachte invloed van de inlichting in kwestie op de totaliteit van de activiteit van de betrokken emittent...."*

<sup>12</sup> Zie ook HR 31 mei 2005, NJ 2005, 448 en met name de conclusie van de advocaat-generaal Wortel.

<sup>13</sup> Dit artikel uit de Uitvoeringsrichtlijn is in Nederland opgenomen in de Memorie van Toelichting.

### **met de uitspraak van het US Supreme Court in TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. (1976):**

*"...an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote."<sup>14</sup> "...there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available."<sup>15</sup>*

Waar bepalingen uit de Richtlijn Marktmissbruik overeenkomen met de bepalingen zoals deze in de Verenigde Staten gelden en de marktpraktijken op elkaar aansluiten, kunnen door Amerikaanse rechters gewezen uitspraken nuttig zijn bij de invulling van een open norm.

## **6.6 Adviescommissie Fondsenreglement**

Voor de interpretatie van open normen, opgenomen in artikel 5:59 Wft, kan voorts worden aangeknoopt bij de adviezen van de Adviescommissie Fondsenreglement (de Commissie Herkströter). Vóór 1 oktober 2005 dienden effectenuitgevende instellingen hun koersgevoelige informatie openbaar te maken op grond van artikel 28h van het Fondsenreglement, waarbij Euronext Amsterdam N.V. toezicht hield op de naleving van deze verplichting. Bij vermoedelijke overtreding van artikel 28h FR werd door de Adviescommissie Fondsenreglement advies verstrekt aan Euronext. De gebodsbepaling van artikel 5:59 Wft is in essentie niet gewijzigd ten opzichte van het oude artikel 28h FR (onder beide bepalingen geldt de verplichting voor effectenuitgevende instellingen tot het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie). De eerder gegeven adviezen van de Adviescommissie Fondsenreglement aan Euronext kunnen daarom als input dienen voor de uitleg van een open norm in de huidige wetgeving omtrent de publicatieplicht van koersgevoelige informatie.

## **6.7 Toekomstige wetgeving**

Ook toekomstige wetgeving kan, onder omstandigheden, een bron zijn voor de invulling van een open norm. Zo is bijvoorbeeld op Europees niveau de Transparantierichtlijn<sup>16</sup> vastgesteld. Bij de implementatie van deze richtlijn in de Nederlandse wetgeving, naar verwachting in de loop van 2007, zal een aantal bepalingen in de Wet marktmissbruik worden toegevoegd en zal een aantal bepalingen worden gewijzigd. Over de uitvoeringsrichtlijnen hierbij heeft CESR de Europese Commissie geadviseerd. Deze adviezen van CESR worden ter consultatie aan de markt voorgelegd en openbaar gemaakt op de website van CESR ([www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org)).

<sup>14</sup> In deze zaak ging het om de verzameling van een groot aantal stemrechten (door middel van volmacht) voor een te houden aandeelhoudersvergadering. Gesteld werd dat de gezamenlijke stemvolmacht niet compleet was en materieel misleidend. Hoewel deze uitspraak is gewezen in de context van stemgedrag van aandeelhouders ter vergadering, kan deze overweging naar de mening van de AFM ook in de context van marktmissbruik worden toegepast.

<sup>15</sup> Zie voor een verdere behandeling van het begrip redelijk handelende belegger in de VS en in Nederland ook: Mr. F.L. Pierik, "De redelijk handelende belegger in Nederland en de Verenigde Staten", *Vennootschap & Onderneming*, februari 2006, nr. 2, pagina 24 e.v.

<sup>16</sup> Richtlijn 2004/109/EC van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

Voor de vraag of informatie ‘openbaar’ is gemaakt in de zin van artikel 5:59 Wft jo artikel 5:53, eerste lid, Wft (een open norm), betreft de AFM de in de nabije toekomst te implementeren Transparantierichtlijn en de hierop betrekking hebbende adviezen van CESR. De AFM hanteert daarom, anticiperend op de implementatie van de Transparantierichtlijn, als uitgangspunt dat informatie openbaar is gemaakt indien deze beschikbaar is gesteld via ‘... an appropriate number of media, including capable of reaching the public throughout the EU.’<sup>17</sup>

## 6.8 Doel en ratio van de wet

Welke bronnen de AFM ook gebruikt bij het invullen van de open normen uit de wet, zij houdt bij het invullen van de norm steeds het doel en de ratio van de wet voor ogen. De Wet marktmisbruik beoogt o.a. informatieongelijkheid tussen verschillende (groepen) van beleggers te voorkomen en, meer in brede zin, de marktintegriteit te waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in de financiële markten te vergroten, waardoor de adequate functionering van deze markten wordt bevorderd.

### *Uitstel van publicatie van voorwetenschap?*

Redeneren vanuit het doel en de ratio van de wet leidt vaak tot denken in de vorm van scenario’s: wat is het effect op de markt als deze praktijk wordt toestaan, of juist verworpen? Een voorbeeld moge dit verduidelijken. Uitgevende instellingen kunnen besluiten tot uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie onder de voorwaarden genoemd in artikel 5:59, derde lid, Wft. Deze voorwaarden zijn (i) het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling, (ii) van het uitstel is geen misleiding te duchten van het publiek en (iii) de vertrouwelijkheid van de informatie moet gewaarborgd zijn. Drie open normen achter elkaar. De uitstelmogelijkheid is ingegeven door de ratio dat –kort gezegd– sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding, en dat in bepaalde gevallen deze geheimhouding moet worden toegestaan. Bij de vraag of een instelling terecht tot uitstel heeft besloten zal de AFM de drie in artikel 5:59, derde lid, Wft genoemde voorwaarden bezien in het licht van de hiervoor genoemde ratio, en het effect van de situatie op de markt. De voorwaarden kunnen soms ook tegen elkaar worden afgewogen. De aard van de normen is namelijk zodanig dat ze niet uitsluitend binair kunnen worden benaderd, maar ook gradueel. Bijvoorbeeld wanneer de informatie niet strikt vertrouwelijk wordt gehouden, kan het risico op informatieongelijkheid klein zijn. Bij de beoordeling of een instelling rechtmatig tot uitstel heeft besloten, vinkt de AFM niet louter de genoemde voorwaarden af maar worden deze in onderlinge samenhang bezien en gewogen. En zo kan in een bepaalde situatie waar het rechtmatig belang van de instelling bij uitstel erg groot is en er geen misleiding te duchten is, terwijl de informatie niet strikt vertrouwelijk is gebleven (omdat deze bijvoorbeeld is vervat in een uitgeprint e-mailbericht dat per ongeluk is blijven zitten in de binnenzak van een pak dat bij de stomerij is gebracht), het besluit van de uitgevende instelling tot uitstel van publicatie mogelijk toch rechtmatig zijn.

Ten aanzien van de voorwaarde, dat met het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is,<sup>19</sup> kan overigens nog het volgende worden opgemerkt. De toelichting en de wetsgeschiedenis geven geen uitleg van deze (open) norm. De AFM zoekt, bij de invulling van deze (open) norm, aansluiting bij het ‘voor-

<sup>17</sup> Dit laat uiteraard onverlet dat de instelling haar verplichting tot onverwijld publicatie van voorwetenschap als bedoeld in artikel 5:59 lid 1 Wft, kan hebben geschonden en dat de AFM terzake maatregelen kan treffen.

<sup>18</sup> Artikel 5:59 lid 3 sub b Wft.

waardelijk opzetcriterium' uit het strafrecht. Dit betekent dat zowel gevallen van opzet als gevallen waarin men redelijkerwijs had kunnen of moeten vermoeden, dan wel de aanmerkelijke kans heeft aanvaard dat er misleiding zou optreden, onder het begrip 'misleiding' worden geschaard. Aansluiting bij het strafrecht ligt voor de hand, ook omdat overtreding van de bepaling kwalificeert als een economisch delict en de strafrechter naar verwachting dezelfde maatstaf zal hanteren. Door deze invulling van de norm is niet zozeer de toets of het (beleggend) publiek bepaalde informatie wordt onthouden (hetgeen bij het nemen van uitstel immers per definitie het geval is), maar of het publiek met –voorwaardelijke- opzet op het verkeerde been wordt gezet. Daarbij is bijvoorbeeld ook van belang wat de uitgevende instelling eerder terzake heeft medegedeeld. Wanneer een uitgevende instelling bijvoorbeeld steeds publiekelijk heeft aangegeven dat er geen schadeclaims te verwachten zijn, zal bij de ontvangst van een schadeclaim het nemen van uitstel eerder leiden tot misleiding van het publiek dan indien hierover geen publiekelijke mededelingen waren gedaan. Met een dergelijke invulling wordt, naar de mening van de AFM, recht gedaan aan doel en ratio van de uitstelmogelijkheid.

### *Verordening 2273*

Verordening 2273<sup>19</sup> bevat een uitzondering op het verbod op voorwetenschap en het verbod op marktmanipulatie voor inkoopprogramma's van uitgevende instellingen, die voldoen aan de doelomschrijving en voorwaarden die zijn gesteld in de Verordening. In de praktijk blijkt slechts een beperkt deel van de inkoopprogramma's een doelomschrijving te hebben als bedoeld in artikel 3 van de Verordening. De AFM wordt als gevolg daarvan geconfronteerd met concrete vragen van instellingen hoe zij hun inkoopprogramma kunnen uitvoeren zonder in strijd te handelen met de eerder genoemde verbodsbepalingen. De AFM zal in die gevallen het inkoopprogramma toetsen aan de verbodsbepalingen zelf (nu deze 'gewoon' van toepassing zijn op de transacties die volgen uit het inkoopprogramma).

Voor beantwoording van de vraag of met de uitvoering van het inkoopprogramma in strijd met de verboden is gehandeld, neemt de AFM onder andere de onderliggende principes van de Verordening mee in haar overwegingen. De ratio van de uitzonderingen op de verbodsbepalingen zoals deze zijn geformuleerd in de Verordening kan als volgt worden weergegeven: "het kopen van aandelen door een uitgevende instelling kan het belang van de onderneming en van beleggers dienen en dient in die gevallen te worden ondersteund. Er bestaat echter een risico van marktmisbruik waardoor aan deze transacties expliciete voorwaarden moeten worden verbonden". De onderliggende principes zijn "de financiële markt is gediend bij transparantie" (artikel 4), "de prijs van een effect moet een reflectie zijn van de onderliggende economische omstandigheden van de uitgevende instelling" (artikel 5), en "handel met voorwetenschap gaat ten koste van het vertrouwen in de financiële markten" (artikel 6). De bepalingen van artikel 4 tot en met 6 van de Verordening zijn gericht op het voorkomen van marktmisbruik. Artikel 4 bevat voorwaarden ter voorkoming van misleiding van beleggers of het afgeven van misleidende signalen, artikel 5 bevat voorwaarden teneinde het kunstmatige prijsniveau te voorkomen en artikel 6 bevat voorwaarden die erop zien handel met voorwetenschap tegen te gaan.

Wanneer een uitgevende instelling een inkoopprogramma wil uitvoeren dat niet voldoet aan de doelomschrijving van artikel 3 van de Verordening, zal de AFM bij de beoordeling of een instelling de ver-

19 Verordening (EG) Nr. 2273/2003 van de Commissie tot uitvoering van de richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.

boden heeft overtreden mede in overweging nemen of de instelling heeft voldaan aan de voorwaarden als neergelegd in artikel 4 tot en met 6 van de Verordening. Is dat het geval, dan zal het risico dat het verbod op handel met voorwetenschap, of het verbod op marktmanipulatie wordt overtreden, waarschijnlijk gering zijn.

De AFM zal zo altijd pogen de normen te interpreteren in lijn met de ratio van de in de wetsbepalingen opgenomen open normen. Voordat zij tot handhaving overgaat, zal zij voorts ook steeds alle betrokken belangen, zoals die van de betrokken instelling en van de beleggers, in haar oordeel betrekken.

## **6.9 Rol van de toezichthouder**

Eerder is gesignaleerd dat de AFM opereert in het spanningsveld tussen enerzijds de keuze voor open normen, en anderzijds de wens van marktpartijen naar meer guidance en pre-clearance.

De AFM is niet bevoegd om in concrete gevallen goedkeuring vooraf te geven (pre-clearance). Een dergelijke goedkeuring vooraf zou overigens ook niet altijd mogelijk of wenselijk zijn, omdat marktpartijen zelf het beste in staat zijn om de noodzakelijke afwegingen en beslissingen te maken. Alleen zij zijn immers in detail op de hoogte van het relevante feitencomplex, de context en alle overige ‘ins en outs’. De verantwoordelijkheid voor de nakoming van de wet ligt bij marktpartijen zelf.

Waar de interpretatie van de Wet marktmisbruik leidt tot vragen bij marktpartijen, is de AFM echter altijd bereikbaar voor overleg. In de praktijk vindt dergelijk overleg dagelijks plaats. Voor sommige onderdelen van de wet, waar meer gedetailleerde regelgeving voorhanden is (zoals bij de verplichtingen die gelden bij het publiceren van beleggingsaanbevelingen, voor insider-lijsten en het insider-reglement), is het vaak mogelijk om partijen duidelijk richting te geven. Ten aanzien van de verboden uit de Wet marktmisbruik en de publicatieverplichting voor effectenuitgevende instellingen (alsmede de daarbij geldende voorwaarden voor uitstel), is dit minder vaak het geval. De kern van deze bepalingen wordt gevormd door de open normen, en het is primair aan de marktpartij in kwestie om de afweging te maken of de door haar voorgenomen handeling aan de wet voldoet. Toch blijkt het in de praktijk vaak mogelijk om partijen een voldoende mate van ‘comfort’ te geven, waarmee zij uit de voeten kunnen.

De vraag van marktpartijen om guidance bij de interpretatie van open normen in de Wet marktmisbruik, wordt door de AFM in beginsel niet beantwoord met het formuleren van nadere regelgeving. De wetgever heeft immers met reden gekozen voor open normen. Wel kan de AFM toelichten hoe zij de open normen toepast in de praktijk. Daarnaast zal de AFM, daar waar zij in haar toezichtpraktijk constateert dat veel partijen met dezelfde soort vragen te kampen hebben en hier een meer algemene lijn van beantwoording in is ontstaan, deze delen met de markt. Openbaarmaking kan dan plaatsvinden door middel van een beantwoording van Frequently Asked Questions op haar website ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)) en/of het opstellen en publiceren van brochures en het openbaar maken van standpunten op de website.

Het valt te verwachten dat in de toekomst, naarmate meer ervaring wordt opgedaan met de Wet marktmisbruik, hier steeds meer lijnen in kunnen worden getrokken en de markt meer houvast kan worden geboden. Ook CESR zal zich in haar level drie groepen richten op een nadere invulling van bepaalde normen en begrippen. Daar waar marktpartijen zich in toenemende mate in meerdere jurisdicties tegelijkertijd begeven (bijvoorbeeld door dual listings, waarbij transacties plaatsvinden op meerdere platforms of omdat de verspreiding van beleggingsaanbevelingen de landsgrenzen overschrijdt) wordt het belang van een uniforme, Europese interpretatie van de open normen sterk aangevoeld. Partijen zitten immers niet te wachten op uit uiteenlopende interpretaties voortvloeiende tegenstrijdige verplichtingen of (onevenredig) hoge administratieve lasten. CESR, waarin de AFM ook een actieve rol speelt, kan zorgen voor een nadere invulling, en een in Europa gelijklopende interpretatie, van bepaalde open normen uit de wet.<sup>20</sup> Tenslotte zal ook de jurisprudentie zich ontwikkelen zodat omtrent bepaalde rechtsvragen duidelijkheid zal ontstaan.

Dit alles neemt niet weg dat elke situatie uniek is, en de kans dat exact dezelfde feiten en omstandigheden zich nogmaals voordoen klein is. Ook in de toekomst zullen marktpartijen dus steeds opnieuw invulling moeten geven aan de open normen en daarbij een eigen afweging moeten maken. De AFM zal bij het nemen van maatregelen en het opleggen van sancties uiteraard mede in overweging nemen of marktpartijen te goeder trouw een zorgvuldige en weloverwogen interpretatie hebben gehanteerd van de open norm. Wanneer marktpartijen hun handelen toetsen aan de hiervoor genoemde bronnen en met name aan het doel en ratio van de wet, moeten marktpartijen in staat zijn om een beslissing te nemen die legitiem is.

<sup>20</sup> Ook al beschikken sommige collega-toezichhouders van de AFM over een autonome wetgevende bevoegdheid, zij gaan daar tot nu toe uiterst terughoudend mee om. Zie eventueel voor een vergelijk tussen landen: *The British Institute of International and Comparative Law "Comparative Implementation of EU Directives (I) – Insider Dealing and Market Abuse"*, December 2005, beschikbaar op: [www.cityoflondon.gov.uk/Corporation/business\\_city/research\\_statistics/research\\_publications.htm](http://www.cityoflondon.gov.uk/Corporation/business_city/research_statistics/research_publications.htm).



## 7 Toekomst

Tot begin 2008 zal er in het toezicht op de Wet marktmisbruik niet heel veel veranderen. Medio 2007 zal de Transparantierichtlijn in Nederland worden geïmplementeerd en dat heeft wel enkele consequenties voor uitgevende instellingen maar deze zijn beperkt van aard. Ook wordt in 2007 gewerkt aan de realisatie van het ‘Transaction Reporting Systeem’, een computersysteem waarmee beleggingsondernemingen<sup>21</sup> alle transacties in effecten zullen moeten gaan melden aan de AFM. Dit hangt samen met het van kracht worden van de MiFID per 1 november 2007. Dit systeem zal er toe leiden dat het toezicht op marktmisbruik door de AFM vanaf begin 2008 een ICT-ondersteunde impuls zal krijgen. Er zijn grote efficiëntie- en effectiviteitverbeteringen te verwachten door het geautomatiseerd genereren van signalen en het geautomatiseerd beoordelen van signalen. Door het inzetten van gespecialiseerde software is het mogelijk om onderzoeken naar marktmanipulatie, voorwetenschap, best execution en churning veel sneller en tegen lagere kosten uit te voeren dan thans. Door informatie uit het transaction reporting systeem en andere AFM registers met elkaar te combineren en geautomatiseerd te analyseren is het mogelijk om meer gevallen van misbruik op te sporen en sneller een onderzoek af te ronden.

Dit nog te realiseren detectie- & analysesysteem vloeit niet voort uit een nieuwe (Europese) verplichting, maar uit de reeds bestaande toezichtstaken op de kapitaalmarkten, met name marktmanipulatie, voorwetenschap en best execution en churning. Van dit detectie-, onderzoek- & analysesysteem kunnen de volgende efficiëntie- en effectiviteitsvoordelen worden verwacht:

- Kortere doorlooptijd onderzoeken
- Afname arbeidsintensiteit onderzoeken
- Lagere administratieve lasten voor beleggingsondernemingen (door een geringer aantal informatieverzoeken en beperkter of specifieker gedefinieerde informatieverzoeken)
- Hoger aantal geconstateerde overtredingen en boetes/aangiftes
- Verbeterd inzicht in ‘dark numbers’
- Verbeterde analyse mogelijkheden

<sup>21</sup> Deze verplichting geldt niet voor alle beleggingsondernemingen.

## **8 Tot slot**

Uiteindelijk gaat het om het gezamenlijk onderhouden van transparante en betrouwbare financiële markten. Op die manier wordt bijgedragen aan het minimaliseren van de Cost of Capital. De Wet marktmisbruik en het toezicht daarop draagt daar aan bij. Op basis van de ervaringen van het eerste volle jaar constateert de AFM verheugd dat schadelijke vormen van marktmisbruik in Nederland relatief zeldzaam zijn. De marktpartijen zelf en het voortgaande toezicht moeten er voor zorgen dat dit ook zo blijft.

Voor meer informatie kunt u contact opnemen met de afdeling Securities Market Surveillance, telefoonnummer 020 - 5521 800, of een email sturen aan: [marketsupervision@afm.nl](mailto:marketsupervision@afm.nl)





**Autoriteit  
Financiële Markten**

Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723

1001 GS Amsterdam

Tel.: 020 553 52 00

[info@afm.nl](mailto:info@afm.nl)

[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

De tekst in dit rapport is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, maart 2007