

# Herziening van de Richtlijn marktmisbruik: een overzicht

*Mr. drs. J. el Hannouche\**

## Inleiding

Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie twee voorstellen gepubliceerd in het kader van de hervorming van de regelgeving over handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (hierna tezamen ook genoemd: marktmisbruik). In de eerste plaats gaat het om een voorstel voor een verordening over marktmisbruik (hierna: het Verordeningvoorstel).<sup>1</sup> Het Verordeningvoorstel dient ter vervanging van de huidige Richtlijn marktmisbruik (hierna: de Richtlijn)<sup>2</sup> en ziet voornamelijk op de wijziging van de reikwijdte van de Richtlijn. In de tweede plaats gaat het om een voorstel voor een richtlijn betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (hierna: het Richtlijnvoorstel).<sup>3</sup> Het Richtlijnvoorstel geldt als aanvulling op de Richtlijn en ziet op het stellen van minimumregels voor strafbaarstelling van marktmisbruik.

In deze bijdrage zal ik een overzicht geven van de belangrijkste wijzigingen die in het Verordeningvoorstel en het Richtlijnvoorstel worden voorgesteld en tevens de gevolgen voor Nederland bespreken. Daarbij wordt niet beoogd om een volledig overzicht te geven van de voorgestelde wijzigingen.

## Doelstelling voorstellen

Volgens de toelichting dient het Verordeningvoorstel om de marktintegriteit verder te versterken en beleggers te beschermen tegen marktmisbruik. Dit is noodzakelijk om in de pas te lopen met nieuwe ontwikkelingen op het gebied van wetgeving, de markt en technologie, die zich sinds de vaststelling van de Richtlijn hebben voorgedaan. Daarnaast moet het Verordeningvoorstel zorgen voor uniforme regels en duidelijkheid scheppen over sleutelbegrippen, om zo een gelijk speelveld te creëren binnen de Europese Unie: het *single rulebook*-idee. In dat kader is gekozen voor een verordening, aangezien deze in alle lidstaten rechtstreeks toepasselijk is en nationale verschillen als gevolg van implementatie op die manier voorkomen kunnen worden.

Voor de strafrechtelijke handhaving van marktmisbruik kan een gelijk speelveld niet met een verordening worden bereikt. Het stellen van minimumregels voor strafbaarstelling kan namelijk uitsluitend in een richtlijn worden geregeld op grond van artikel 83 lid 2 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.<sup>4</sup> Volgens de Commissie is echter ook voor de strafbaarstelling van marktmisbruik meer uniformiteit noodzakelijk, omdat sterke verschillen bestaan in de strafrechtelijke handhaving van marktmisbruik door lidstaten.<sup>5</sup> Bovendien worden bepaalde vormen van marktmisbruik in een aantal lidstaten uitsluitend bestuursrechtelijk gehandhaafd, terwijl dit volgens de Commissie onvoldoende effectief is gebleken. Daarom is gekozen voor een Europees instrument in de vorm van een richtlijn.

## Tijdljn

Inmiddels is zowel het Verordeningvoorstel als het Richtlijnvoorstel aan het Europees Parlement en de Raad voorgelegd. Het Verordeningvoorstel zal twee jaar na vaststelling van kracht zijn. Voor het Richtlijnvoorstel geldt dat het twee jaar na de vaststellingsdatum in de lidstaten geïmplementeerd dient te zijn. Beide voorstellen zullen naar verwachting in 2013 worden aangenomen, zodat de voorstellen waarschijnlijk in 2015 van kracht zullen zijn.

## Wijziging toepassingsbereik

Een van de ontwikkelingen die zich heeft voorgedaan sinds de vaststelling van de Richtlijn, is de opmars van de handel op platformen, zoals multilaterale handelsfaciliteiten (hierna: MTF's) en georganiseerde handelsfaciliteiten (hierna: OTF's). De Richtlijn is echter alleen van toepassing op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot geregelende markten. Om dit ongelijke speelveld recht te trekken en regelgevingsarbitrage te voorkomen breidt het Verordeningvoorstel het toepassingsbereik uit naar financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een MTF of OTF in ten minste één lidstaat en financiële instrumenten die *over the counter* (hierna: OTC) worden verhandeld en invloed kunnen hebben op een financieel instrument dat op een MTF, OTF of gere-

\* Mr. drs. J. el Hannouche is advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

1. Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), COM(2011)651 final.  
2. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), PbEU 2003, L 96/16.  
3. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende strafrechtelijke sancties voor handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, COM(2011)654 final.

4. M.M. Siems & M. Nelemans, The reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or evolution?, The Maastricht Journal of European and Comparative Law 2012, nr. 19, p. 198.

5. CESR, Report on administrative measures and sanctions as well as the criminal sanctions available in member states under the Market Abuse Directive (MAD), 17 oktober 2007, CESR/07-693.

glementeerde markt wordt verhandeld. Voor Nederland is voornamelijk de uitbreiding van het toepassingsbereik naar OTF's en OTC-transacties van belang, aangezien financiële instrumenten die tot de handel op MTF's zijn toegelaten al binnen het bereik van de marktmisbruikbepalingen van de Wet op het financieel toezicht (Wft) vallen (vergelijk art. 5:53 lid 3 Wft).

De recente perikelen rondom LIBOR hebben aangetoond dat de manipulatie van *benchmarks*, zoals LIBOR en EURIBOR, niet onder de reikwijdte van het Verordeningvoorstel valt. Op grond daarvan heeft de Commissie het Verordeningvoorstel zo gewijzigd dat marktmanipulatie ook de manipulatie van *benchmarks* omvat.<sup>6</sup> Daarbij wordt de term *benchmark* gedefinieerd als een index of cijfer gebaseerd op onderliggende waarden zoals activa, op basis waarvan het voor een financieel instrument te betalen bedrag wordt bepaald. Voor Nederland is deze wijziging van belang, aangezien marktmanipulatie op grond van artikel 5:58 Wft nu slechts betrekking heeft op manipulatie door transacties of handelsorders in financiële instrumenten (transactiemaniplatie) of door verspreiding van onjuiste of misleidende informatie over financiële instrumenten (informatiemaniplatie).

### Uitbreiding reikwijdte voorwetenschap

Op grond van de Richtlijn in samenhang met de Uitvoeringsrichtlijn definitie en openbaarmaking voorwetenschap<sup>7</sup> wordt het begrip voorwetenschap gedefinieerd als niet openbaar gemaakte informatie over (uitgevende instellingen van) financiële instrumenten die concreet is en 'waarvan een redelijk handelend belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren'. Gebruikmaken van deze informatie om de betreffende financiële instrumenten te kopen of verkopen is in strijd met het verbod op handel met voorwetenschap. Bovendien geldt voor uitgevende instellingen een openbaarmakingsplicht, zodat zij voorwetenschap, in dit verband omschreven als koersgevoelige informatie, onverwijld openbaar dienen te maken. Het gaat dan om informatie over zaken als tegenvallende winsten en geplande overnames met betrekking tot de uitgevende instelling.

Volgens de Commissie kan bepaalde informatie echter al worden misbruikt voordat deze concreet genoeg is om onder deze openbaarmakingsplicht te vallen.<sup>8</sup> Om die reden wordt de reikwijdte van het begrip voorwetenschap uitgebreid voor het verbod op handel met voorwetenschap (art. 6 lid 1 onder e Verordeningvoorstel), maar niet voor de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 12 lid 3 Verorde-

ningsvoorstel). In het Verordeningvoorstel wordt voorwetenschap daardoor gedefinieerd als niet openbaar gemaakte informatie over (uitgevende instellingen van) financiële instrumenten die, indien beschikbaar, 'door een redelijk handelend belegger als relevant zou worden beschouwd bij beslissingen over de voorwaarden voor het verrichten van transacties met betrekking tot het financiële instrument'. Van belang is vooral dat de informatie niet langer concreet dient te zijn, waardoor informatie eerder als voorwetenschap kwalificeert.

Als gevolg hiervan zal weinig concrete informatie, zoals voorwaarden waaronder financiële instrumenten in de handel zullen worden gebracht, als voorwetenschap kwalificeren, zodat daarop het verbod op handel met voorwetenschap van toepassing is. Ook het tipverbod is hierop van toepassing, waardoor het verboden is om een derde aan te bevelen om deze financiële instrumenten te kopen of verkopen indien men over deze informatie beschikt. Dit geldt ook voor het mededelingsverbod, dat inhoudt dat het verboden is om deze informatie aan een derde openbaar te maken. Omdat deze informatie zo weinig concreet is, rust op de betreffende uitgevende instelling echter (nog) geen plicht tot openbaarmaking van de koersgevoelige informatie.

### Openbaarmaking van koersgevoelige informatie

Op grond van de Richtlijn mogen uitgevende instellingen onder voorwaarden openbaarmaking van koersgevoelige informatie uitstellen. Deze uitzondering is in artikel 5:25i Wft geïmplementeerd. Het derde lid van dat artikel bepaalt dat uitstel is toegestaan indien dat een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient, daarvan geen misleiding van het publiek te duchten is en de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen. De Richtlijn voorziet in de optie dat de uitgevende instelling de bevoegde autoriteit onverwijld in kennis stelt van het besluit tot uitstel (art. 6 lid 2 Richtlijn). Deze optie is in Nederland echter niet geïmplementeerd, omdat de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) als bevoegde toezichthouder geen inhoudelijk toetsende rol heeft bij het besluit tot uitstel.<sup>9</sup>

Het Verordeningvoorstel zal hierin verandering brengen doordat de uitgevende instelling verplicht wordt om de AFM op de hoogte te brengen van het feit dat zij openbaarmaking van koersgevoelige informatie heeft uitgesteld en wel onmiddellijk nadat zij die koersgevoelige informatie openbaar heeft gemaakt (art. 12 lid 4 Verordeningvoorstel). De achtergrond hiervan is dat toezichthouders beter in staat zullen zijn om te beoordelen of voldaan is aan de specifieke voorwaarden voor uitstel indien zij achteraf op de hoogte worden gesteld van dat besluit.<sup>10</sup> Zoals gezegd, ontbreekt in Nederland momenteel een dergelijke plicht. De schending van de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie komt daardoor veelal aan de oppervlakte naar aanleiding van een onderzoek naar

6. Gewijzigd voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), COM(2012)421 final, p. 2.

7. Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft, PbEU 2003, L 339.

8. Verordeningvoorstel, p. 10 en overweging 14.

9. Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 35 (MvT).

10. Verordeningvoorstel, p. 11.

een abnormaal koersverloop.<sup>11</sup> Het kan echter zo zijn dat koersgevoelige informatie ongeoorloofd wordt uitgesteld zonder dat dit een abnormaal koersverloop tot gevolg heeft. In dergelijke situaties kan de plicht om melding te maken van het besluit tot uitstel een nuttig instrument zijn voor de AFM, omdat zij met de gegevens over het besluit tot uitstel kan nagaan of voldaan is aan de voorwaarden voor uitstel.

De voorwaarden waaronder een uitgevende instelling op eigen verantwoordelijkheid tot uitstel kan overgaan, worden niet gewijzigd door het Verordeningvoorstel. Ook blijft deze vorm van uitstel onderhevig aan toetsing door de toezichthouder achteraf. Nieuw is evenwel dat uitgevende instellingen onder omstandigheden vooraf toestemming kunnen krijgen van de toezichthouder om over te gaan tot uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Daarvoor geldt dat de informatie systeemrelevant dient te zijn, het uitstel in het algemeen belang dient te zijn en dat de geheimhouding van deze informatie kan worden gewaarborgd. Gedacht kan worden aan een situatie waarbij een nootkrediet wordt verleend aan een systeembank, waarbij openbaarmaking van koersgevoelige informatie gevolgen kan hebben voor de stabiliteit van het financiële systeem.<sup>12</sup>

### Verruiming bevoegdheden toezichthouders

Om de doeltreffendheid van het toezicht te verhogen verruimt het Verordeningvoorstel de bevoegdheden van toezichthouders om tegen marktmisbruik op te treden. Een in het oog springende wijziging in dat verband is de introductie van de bevoegdheid om woningen te betreden om documenten in beslag te nemen. Hiervoor heeft de AFM een rechterlijke machtiging nodig. Bovendien dient sprake te zijn van een redelijk vermoeden dat de betreffende documenten relevant kunnen zijn als bewijs in een concrete marktmisbruikzaak.

Momenteel kan de AFM op grond van de Algemene wet bestuursrecht (Awb) een privéwoning uitsluitend met toestemming van de bewoner betreden (art. 5:15 lid 1 jo. art. 5:11 Awb jo. art. 1:25 lid 2 Wft). In een recente uitspraak heeft de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam echter geoordeeld dat onder omstandigheden van de bewoner gevegd kan worden dat hij deze toestemming verleent op grond van de medewerkingsplicht van artikel 5:20 Awb of dat hij de zakelijke bescheiden en gegevens elders beschikbaar stelt aan de toezichthouder.<sup>13</sup> Dat toestemming 'gevegd kan worden', lijkt op gespannen voet te staan met artikel 12 lid 1 van de Grondwet, aangezien de toestemming een uiting dient te zijn van de door de bewoner 'vrijelijk genomen beslissing'.<sup>14</sup> Overigens acht ik juist dat van de bewoner gevegd kan wor-

den dat hij de zakelijke bescheiden elders aan de toezichthouder aanbiedt op grond van artikel 5:17 jo. artikel 5:20 Awb.

Verder krijgt de AFM op grond van het Verordeningvoorstel de bevoegdheid om overzichten op te vragen van telefoon- en dataverkeer waarover een telecommunicatie-exploitant of een beleggingsonderneming beschikt. Het gaat uitsluitend om gegevens over de communicatie en niet om de communicatie zelf. Desondanks kan deze bevoegdheid van grote waarde zijn om communicatie met personen die over voorwetenschap beschikken, te kunnen aantonen. Ook hier moet echter sprake zijn van een redelijk vermoeden dat de overzichten relevant kunnen zijn als bewijs in een specifieke marktmisbruikzaak. Als hulpmiddel hierbij introduceert MiFID II, het gewijzigde Europese regelgevingskader voor beleggingsondernemingen, bovendien een opname- en bewaarplicht van telefonische en elektronische communicatie voor beleggingsondernemingen.<sup>15</sup>

### Minimumregels voor strafbaarstelling

Het Richtlijnvoorstel gaat uit van minimumregels voor strafbaarstelling. Zo dienen lidstaten in elk geval opzettelijke handel met voorwetenschap en schending van het mededelingsverbod strafbaar te stellen (art. 3 Richtlijnvoorstel). Dit geldt ook voor het met opzet begaan van marktmanipulatie (art. 4 Richtlijnvoorstel) en poging tot manipulatie met uitzondering van informatiemanipulatie (art. 5 lid 2 jo. art. 4 sub a, b en c Richtlijnvoorstel). Verder dienen uitlokking van en medeplichtigheid aan handel met voorwetenschap en marktmanipulatie strafbaar te worden gesteld (art. 5 lid 1 jo. art. 3 en 4 Richtlijnvoorstel). De invulling van de strafsancities wordt overgelaten aan de lidstaten zolang deze 'doeltreffend, evenredig en afschrikwekkend' zijn (art. 6 Richtlijnvoorstel). Bovendien dienen dergelijke strafsancities ook te kunnen worden toegepast op rechtspersonen (art. 7 jo. art. 8 Richtlijnvoorstel).

Deze wijzigingen hebben betrekkelijk weinig gevolgen voor Nederland. De Wet op de economische delicten (WED) stelt namelijk alle vormen van marktmanipulatie strafbaar als economisch delict (art. 1 onder 3 WED jo. art. 5:54 Wft). Dit geldt ook voor poging tot marktmanipulatie (art. 2 lid 3 jo. art. 4 WED jo. art. 5:54 Wft jo. art. 45 Wetboek van Strafrecht (Sr)) en medeplichtigheid bij handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (art. 2 lid 3 jo. art. 4 WED jo. art. 5:54 Wft jo. art. 48 Sr). Ondanks dat het opzetvereiste ontbreekt, voldoen deze delictomschrijvingen aan het Richtlijnvoorstel, aangezien lidstaten strengere regels mogen stellen.<sup>16</sup> Verder is via de schakelbepaling van artikel 91 Sr uitlokking van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie strafbaar gesteld (art. 91 jo. art. 47 lid 1 aanhef en onder 2 Sr)

11. Vgl. Rb. Rotterdam 8 juli 2009, JOR 2009, 234 (Vedior); Rb. Rotterdam 22 juli 2010, JOR 2010, 273 (Numico); Rb. Rotterdam 27 april 2011, JOR 2011, 192 (Wavin). Anders: Rb. Rotterdam 9 februari 2012, JOR 2012, 145 (Fortis).

12. Verordeningvoorstel, overweging 25.

13. Rb. Rotterdam 5 september 2012, LJN BX6988, r.o. 6.2.

14. Kamerstukken II 1996/97, 25 442, nr. 3, p. 1-2 (MvT).

15. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad (herschikking), COM(2011)656 def.; CESR/10-417, p. 7, nr. 17.

16. Richtlijnvoorstel, overweging 15.

en zijn rechtspersonen strafbaar bij marktmisbruik (art. 91 jo. art. 51 lid 1 Sr).

Evenals de Richtlijn voorziet het Verordeningvoorstel primair in bestuursrechtelijke handhaving van marktmisbruik (art. 24 e.v. Verordeningvoorstel), aangezien het Richtlijnvoorstel uitsluitend strafbaarstelling van de 'meest ernstige vormen van marktmisbruik' beoogt.<sup>17</sup> Ook in Nederland geldt strafrechtelijke handhaving als *ultimum remedium*, zodat marktmisbruik primair bestuursrechtelijk gehandhaafd wordt door de AFM en aangifte bij het Openbaar Ministerie in het uiterste geval wordt overwogen. Daarbij speelt ook een rol of de AFM over de nodige bevoegdheden beschikt.<sup>18</sup> Zo is bij handel met voorwetenschap van belang dat met overzichten van data- en telefoonverkeer wordt aangetoond wie op welk moment contact heeft gehad met personen die over voorwetenschap beschikken.<sup>19</sup> Zeker nu de bevoegdheden van de AFM in dat kader worden uitgebreid, is het dus nog maar de vraag of het Richtlijnvoorstel aanleiding zal zijn om marktmisbruik vaker strafrechtelijk af te doen.

---

17. Richtlijnvoorstel, overweging 8.

18. AFM, Vijf jaar toezicht op marktmisbruik. Een Europees regime in ontwikkeling, Amsterdam: AFM 2010, p. 17, <[www.afm.nl/~media/files/rapport/2010/vijf-jaar-toezicht-op-marktmisbruik.ashx](http://www.afm.nl/~media/files/rapport/2010/vijf-jaar-toezicht-op-marktmisbruik.ashx)>.

19. AFM 2010, p. 35.