

## Uit de compliance praktijk - Leviathan

len tegen allen in de natuurtoestand te voorkomen. Een regime van staatsterreur - het hangt van de omstandigheden af - kan voor een zekere stabiliteit zorgen die in ieder geval beter is dan burgeroorlog. Als men niet meer zeker is van zijn eigen leven of vrijheid, vervalt het contract. Het idee is dus simpel. De macht van de Leviathan is weliswaar wettelijk onbepaald, maar praktisch kan deze macht zomaar worden weggevaagd, wanneer hij niet voldoet aan de verwachtingen van de leden van de bevolking. De geïnteresseerde lezer verwijs ik naar het boek 'Sterke Posities in de politieke filosofie' van Graham Lock

et al. Hoopvol is het advies van Hobbes dan ook. Indien deze toestand niet voldoet dan heeft het volk de plicht daartegen in opstand te komen, de soeverein omver te werpen en een nieuwe Leviathan te verkiezen.

Mark van Driel

**De redactie wenst discussie in het Tijdschrift voor Compliance te bevorderen. Reacties op deze column - en op andere artikelen - zijn welkom op [mark.van.driel@rabobank.com](mailto:mark.van.driel@rabobank.com)**

mr. D.H. Cross\*

# Wet Marktmisbruik in werking getreden

**Op 1 oktober 2005 is de Wet marktmisbruik<sup>1</sup> in werking getreden, ruim twee jaar nadat door het ministerie van Financiën op 8 augustus 2003 een concept wetsvoorstel werd gepubliceerd. Met de Wet marktmisbruik wordt uitvoering gegeven aan een EG richtlijn uit 2003.<sup>2</sup> Marktmisbruik is de verzamelnaam voor bepaalde activiteiten en gedragingen die de integriteit van de openbare kapitaalmarkt (kunnen) schaden. De desbetreffende bepalingen zijn neergelegd in Hoofdstuk XII van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (artikelen 45a tot en met 48) en worden verder uitgewerkt in het Besluit marktmisbruik.<sup>3</sup> Hoofdstuk XII van de wet is onderverdeeld in vier paragrafen: algemeen; verbodsbepalingen; openbaarmakings- en meldingsverplichtingen; aanvullende toezichtsbevoegdheden.**

Voor wat de verboden en geboden ter voorkoming van marktmisbruik betreft kan in de eerste plaats worden gedacht aan het verbod van gebruik van voorwetenschap, in Nederland sinds 1989 strafbaar gesteld. Ook marktmanipulatie valt onder het begrip marktmisbruik, met een aanzienlijk ruimere omschrijving dan het oude begrip 'koersmanipulatie' in artikel 334 Wetboek van Strafrecht.<sup>4</sup> Marktmisbruik omvat ook een aantal geboden, primair gericht op de voorkoming van gebruik van voorwetenschap en marktmanipulatie, zoals de onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie, de melding van effectentransacties, de voorschriften in acht te nemen bij het doen van beleggingsaanbevelingen en de zogenaamde klikplicht van een effecteninstelling.

In deze bijdrage wordt ingegaan op enkele voor de praktijk van belang zijnde onderdelen van de nieuwe marktmisbruikregelgeving. Daarbij wordt ook aandacht besteed aan standpunten van de AFM, zoals kenbaar gemaakt in een aantal kort voor de inwerkingtreding van de wet door

haar uitgegeven brochures betreffende verschillende onderdelen van de wet.

## Gebruik van voorwetenschap<sup>5</sup>

Het is verboden om gebruik makend van voorwetenschap een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in of vanuit Nederland in effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland, in een andere lidstaat of in een staat die geen lidstaat is. De wettelijke definitie van voorwetenschap<sup>6</sup> luidt thans als volgt:

'Voorwetenschap is bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op de rechtspersoon, vennootschap of instelling waarop de effecten betrekking hebben of op de handel in deze effecten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten.'

\* Dave Cross is secretaris van de Robeco Groep.

1. Wet van 23 juni 2005, *Staatsblad* 2005, 346.
2. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *PB L* 96 van 12 april 2003.
3. Besluit van 14 september 2005, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van de Wet marktmisbruik (Besluit marktmisbruik).
4. Wilde er sprake zijn van koersmanipulatie als bedoeld in artikel 334 Wetboek van Strafrecht, dan diende er sprake te zijn van 'het verspreiden van een leugenachtig bericht' en 'het oogmerk om zich of een ander wederrechtelijk te bevoorraden'.
5. Artikel 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995.
6. Artikel 46, vierde lid Wet toezicht effectenverkeer 1995. In het vijfde lid wordt een omschrijving gegeven van voorwetenschap met betrekking tot effecten waarvan de waarde wordt bepaald door de waarde van grondstoffen (grondstofderivaten).

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

In het oog springt de toevoeging van het woord 'significante' (invloed op de koers), waarmee wordt afgeweken van de Nederlandse vertaling van de Richtlijn 2003/6/EG, waarin wordt gesproken van 'aanzienlijke' invloed.<sup>7</sup> Uit de Memorie van Toelichting en in door de AFM gegeven toelichtingen blijkt dat hiermee niet wordt bedoeld op het statistische begrip 'significant', hetgeen van invloed zou zijn op de reikwijdte van het verbod, maar op 'betekenisvol'. Met 'significant' wordt bedoeld op informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Wetgever en toezichthouder stellen zich derhalve op het standpunt dat de reikwijdte van het wettelijk verbod in dit opzicht dan ook niet wezenlijk is gewijzigd in vergelijking met de situatie zoals deze tot 1 oktober 2005 gold. De vraag of openbaarmaking signifi- cante invloed zou kunnen hebben op de koers moet van geval tot geval worden beoordeeld.

Het verbod heeft betrekking op het 'gebruik maken van' voorwetenschap. Blijkens de toelichting van de AFM maakt een persoon gebruik van voorwetenschap indien deze zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet-openbare bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de desbetreffende effecten. Met 'gebruik maken van' wordt niet bedoeld op een causaal verband tussen het hebben van voorwetenschap en de desbetreffende transactie(s).<sup>8</sup>

Nieuw is het onderscheid tussen zogenaamde primaire en secundaire insiders. Er zijn vier categorieën primaire insiders<sup>9</sup>:

- (i) Natuurlijke personen of rechtspersonen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij het dagelijks beleid bepalen of mede bepalen, dan wel toezicht houden op het beleid en de algemene zaken van de instelling die de effecten heeft uitgegeven, waarop de voorwetenschap betrekking heeft.
- (ii) Natuurlijke of rechtspersonen die over voorwetenschap beschikken vanwege het feit dat zij beschikken over een gekwalificeerde deelneming in de instelling die de effecten heeft uitgegeven waar de voorwetenschap betrekking op heeft.
- (iii) Natuurlijke personen of rechtspersonen die over voorwetenschap beschikken uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of bedrijf.
- (iv) Natuurlijke personen die over voorwetenschap beschikken uit hoofde van betrokkenheid bij strafbare feiten.

Secundaire insider is een ieder die niet tot een van de categorieën primaire insiders behoort en die weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikt.<sup>10</sup>

Het onderscheid tussen primaire en secundaire insiders werd niet gemaakt in de wetgeving die tot 1 oktober 2005 gold. Blijkens de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel geldt ten aanzien van primaire insiders dat het niet relevant is of zij weten of redelijkerwijs 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 uitgaande instelling staan. Dat is het verschil met secundaire insiders (dit kan een ieder die geen primaire insider is zijn), ten aanzien van wie wel bewezen moet worden dat zij weten of redelijkerwijs moeten weten dat de kennis waar zij over beschikken voorwetenschap is in de zin van de wet.

Het verschil tussen een primaire en secundaire insider heeft dus betrekking op de bewijslast, die ten aanzien van een secundaire insider zwaarder is.

Er zijn uitzonderingen op het verbod te handelen met gebruik van voorwetenschap.

Deze worden genoemd in de wet<sup>11</sup> en in het Besluit marktmissbruik<sup>12</sup>.

De uitzonderingen genoemd in de wet betreffen:

- (a) de nakoming van een opeisbare verbintenis die reeds bestond op het moment dat degene die de transactie verrichtte of bewerkstelligde kennis kreeg van de voorwetenschap;
- (b) transacties in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld;
- (c) transacties in het kader van een terugkoopprogramma.<sup>13</sup>

De uitzonderingen genoemd in het Besluit marktmissbruik<sup>14</sup> zijn - samengevat -:

- het in het kader van een personeelsregeling toekennen van effecten, indien daarbij een bestendige gedragslijn wordt gehanteerd met betrekking tot de voorwaarden en periodiciteit van de regeling;
- het in het kader van een personeelsregeling uitoefenen van toegekende opties (en vergelijkbare handelingen, zoals het omwisselen van converteerbare obligaties) op de expiratedatum van het desbetreffende recht, dan wel binnen een periode van vijf werkdagen voorafgaande aan die datum;
- een transactie noodzakelijk om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van aandelen;
- het aangaan van een overeenkomst waarbij een recht- hebbende op effecten zich onherroepelijk jegens een

7. Zie hierover J. Italianer en A.J.P. Tillema, De Wet Marktmissbruik - introductie van een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2005-2, p. 35.

8. Anders Italianer en Tillema in hun in noot 7 genoemde artikel: 'Door de toevoeging van het bestanddeel "gebruik maken van" wordt het vereiste van een causaal verband tussen voorwetenschap en transactie in art. 46 Wte 1995 geïntroduceerd.'

9. Artikel 46, tweede lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

10. Artikel 46, derde lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

11. Artikel 46, zevende lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

12. Artikel 2 Besluit marktmissbruik.

13. Het gaat om terugkoopprogramma's als omschreven in verordening 2273/2003 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.

14. Artikel 2 Besluit marktmissbruik.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

- uitbrenger van een openbaar bod verplicht om effecten aan te bieden, indien het aantal effecten waar de overeenkomst betrekking op heeft in een schriftelijke verklaring wordt vastgelegd;
- het aangaan van een overeenkomst waarbij een (potentiële) rechthebbende op effecten zich voorafgaand aan een uitgifte of herplaatsing van die effecten onherroepelijk verplicht tot aankoop van een of meer van die effecten, indien het aantal effecten waar de overeenkomst betrekking op heeft in een schriftelijke verklaring wordt vastgelegd;
  - het bij wijze van dividenduitkering, anders dan in de vorm van keuzedividend, uitgeven of verkrijgen van aandelen;
  - het, slechts beschikkend over voorwetenschap met betrekking tot de handel, volgens de regels van de goede trouw handelen ter bediening van opdrachtgevers door een tussenpersoon;
  - het door werknemers van een instelling waarbinnen voorwetenschap aanwezig is, verrichten of bewerkstelligen van een transactie indien deze werknemers zelf slechts beschikken over koersgevoelige informatie met betrekking tot de handel.

### Verbod voorwetenschap aan een derde mede te delen<sup>15</sup>

Het wettelijke verbod voorwetenschap aan een derde mede te delen werd in 1999 geïntroduceerd. Het verbod geldt voor de categorieën primaire insiders, maar ook voor de secundaire insider, die weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikt. Het is verboden de informatie waarop de voorwetenschap betrekking heeft aan een derde mede te delen, anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Daarnaast is het deze insiders verboden derden aan te bevelen of ertoe te zetten transacties te verrichten of te bewerkstelligen in de desbetreffende effecten. Situaties waarbij er sprake kan zijn van het (bewust of onbewust) meedelen van voorwetenschap doen zich in de praktijk onder andere voor in contacten tussen analisten of vertegenwoordigers van grootaandeelhouders en het management van uitgevende instellingen. Het meedelen van voorwetenschap kan zich ook voordoen in het kader van het geven van een interview of door het doen van mededelingen in een aandeelhoudersvergadering.

Het meedelen van voorwetenschap kan zich ook voordoen in de contacten tussen medewerkers binnen financiële instellingen. Om die reden zijn deze instellingen verplicht maatregelen te treffen om een scheiding aan te brengen tussen de verschillende activiteiten binnen de onderneming.<sup>16</sup>

In de wet wordt de mogelijkheid opengelaten om bij algemene maatregel van bestuur regels te stellen met betrekking tot de gevallen waarin en de omstandigheden waaronder sprake is van meedelen in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Dit is gebeurd in het Besluit marktmissbruik<sup>17</sup>: bepaald wordt dat van een dergelijke mededeling in ieder geval sprake is voorzover degene die het voornemen heeft een open-

baar bod op effecten uit te brengen houders van die effecten polst over hun bereidheid op dat bod te reageren. Dit dient wel beperkt te blijven tot de (groot)aandeelhouders waarvan het voor de bieder noodzakelijk is te weten of deze aandeelhouders op het bod zullen ingaan.<sup>18</sup> De informatie die op grond van deze uitzondering mag worden verstrekt is geclausuleerd, dat wil zeggen beperkt tot de informatie die nodig is om zich over de bereidheid op het bod in te gaan, te kunnen uitspreken. De aandeelhouder die wordt gepolst en daardoor op de hoogte is van een voorgenomen bod, heeft voorwetenschap en mag dan ook geen transacties verrichten in de desbetreffende effecten zolang er geen openbaarmaking van het voornemen tot het uitbrengen van een bod is geweest.

Indien de uitgevende instelling of een persoon die de uitgevende instelling vertegenwoordigt voorwetenschap in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie doelbewust meedeelt aan een derde, dan dient de uitgevende instelling die informatie gelijktijdig openbaar te maken.<sup>19</sup> Indien de informatie niet doelbewust aan een derde is meegedeeld, maakt de uitgevende instelling de informatie (daarna) onverwijld openbaar. Het voorgaande is niet van toepassing indien de persoon aan wie de informatie wordt meegedeeld terzake daarvan is gehouden tot geheimhouding.<sup>20</sup> Dit kan een wettelijke of een contractuele geheimhoudingsplicht zijn.

### Openbaarmaking koersgevoelige informatie<sup>21</sup>

Uitgevende instellingen zijn verplicht om zogenaamde 'koersgevoelige informatie' omtrent de eigen onderneming onverwijld openbaar te maken. Uitgangspunt daarbij is dat eenieder in de gelegenheid moet worden gesteld om gelijktijdig kennis te nemen van deze informatie.<sup>22</sup> Deze verplichting bestond voorheen op grond van het bepaalde in het Fondsenreglement (artikel 28h, dat betrekking had op aandelen) van Euronext. Euronext hield toezicht op de naleving van deze verplichting. De juridische relatie met de uitgevende instelling was geregeld in een noteringsovereenkomst die ter gelegenheid van de toelating tot de notering met Euronext werd gesloten, op grond waarvan de uitgevende instelling de verplichting op zich nam het bepaalde in het Fondsenreglement te zullen naleven. Publicatie van koersgevoelige informatie wordt sinds 1 oktober 2005 vereist op grond van een wettelijke bepaling, op de nale-

15. Artikel 46a Wet toezicht effectenverkeer 1995.

16. Zie de artikelen 19 en 20 van de Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002.

17. Artikel 3 Besluit marktmissbruik.

18. Zie de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel.

19. Artikel 47, vijfde lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

20. Artikel 47, zesde lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

21. Artikel 47 Wet toezicht effectenverkeer 1995.

22. Artikel 12, eerste lid Besluit marktmissbruik bepaalt dat een uitgevende instelling koersgevoelige informatie op zodanige wijze openbaar maakt, dat deze onverwijld en voor een ieder toegankelijk en zodanig wordt gepresenteerd dat het voor beleggers mogelijk is om deze informatie volledig, correct en tijdig te kunnen inschatten.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

ving waarvan door de AFM wordt toegezien. Overtreding van deze bepaling door niet, te laat of niet volledig te publiceren, is een strafbaar feit geworden.

De bevoegdheid om, in het geval er sprake is van (een vermoeden van) niet naleving van de verplichting tot openbaarmaking, een handelsmaatregel te nemen is met de invoering van de Wet marktmissbruik eveneens van Euronext naar de AFM overgegaan.<sup>23, 24</sup>

De informatie die door de uitgevende instelling openbaar moet worden gemaakt, is dezelfde informatie als bedoeld in de bepaling betreffende het gebruik van voorwetenschap.<sup>25, 26</sup> In het Besluit marktmissbruik wordt gesproken van koersgevoelige informatie<sup>27</sup>, waardoor ten onrechte de indruk zou kunnen ontstaan dat 'voorwetenschap' en 'koersgevoelige informatie', zoals voorheen, een verschillende inhoud hebben. Voorheen kon, als gevolg van de toen wel afwijkende definities, betoogd worden dat het moment waarop informatie als voorwetenschap moest worden aangemerkt in de tijd gezien eerder kon liggen dan het moment waarop deze informatie (met name omdat er sprake was van een verder gevorderd stadium van interne besluitvorming bij de uitgevende instelling) openbaar moest worden gemaakt. Omdat de definities van 'voorwetenschap' en 'koersgevoelige informatie' nu hetzelfde zijn geworden, heeft dit tot gevolg dat op het moment dat zij die kennis dragen van deze informatie, en om die reden geen transacties mogen verrichten (omdat over voorwetenschap wordt beschikt), de desbetreffende informatie door de uitgevende instelling openbaar moet worden gemaakt (waarna, indien en voorzover de interne regels van de uitgevende instelling dit toelaten, wel weer mag worden gehandeld door betrokkenen).

De openbaarmaking dient plaats te vinden door middel van een persbericht, dat gelijktijdig wordt uitgebracht in Nederland en in ieder andere lidstaat waar door de uitgevende instelling uitgegeven effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt of waar een verzoek om toelating tot deze handel loopt.

De openbaarmaking van koersgevoelige informatie in Nederland dient in de Nederlandse of Engelse taal te geschieden. Als de openbaarmaking tevens in een andere lidstaat plaatsvindt, dan dient deze tevens in de taal te geschieden die door de toezichthoudende autoriteit in die lidstaat wordt aanvaard of in een taal die in internationale financiële kringen pleegt te worden gebruikt.<sup>28</sup>

De AFM dient gelijktijdig met de openbaarmaking van de informatie op de hoogte te worden gesteld.

De uitgevende instelling dient over een website te beschikken waar de koersgevoelige informatie (onverwijld) op geplaatst dient te worden. De informatie dient gedurende ten minste een jaar op de website te blijven staan.<sup>29</sup>

Een uitgevende instelling zal er onder de nieuwe regelgeving op bedacht moeten zijn dat insiders er vanuit zullen gaan dat zolang informatie niet openbaar is gemaakt, zij transacties mogen verrichten. De uitgevende instelling is immers verplicht voorwetenschap c.q. koersgevoelige in-

formatie onverwijld openbaar te maken. Zolang deze openbaarmaking niet heeft plaatsgevonden, is er, naar mag worden aangenomen, geen belemmering om transacties te verrichten. Hier is wel de nodige voorzichtigheid op zijn plaats: als de AFM achteraf zou oordelen dat de uitgevende instelling te lang heeft gewacht met het naar buiten brengen van de desbetreffende informatie, dan betekent dit niet alleen een overtreding van de verplichting tot onverwijld openbaarmaking, maar ook dat eventuele transacties die door betrokkenen voorafgaand aan de openbaarmaking van de informatie zijn verricht, in strijd geweest zijn met het verbod van gebruik van voorwetenschap. Hierbij kan worden aangetekend dat het wenselijk is door middel van interne regelingen maatregelen te treffen om te voorkomen dat bepaalde wetenschap, die (achteraf) als koersgevoelig wordt aangemerkt, niet buiten een bepaalde kring van medewerkers binnen de onderneming komt. In de wet wordt bepaald dat de uitgevende instelling een zogenaamde insiderslijst moet bijhouden.<sup>30</sup> In voorkomende gevallen, waarin de uitgevende instelling naar het oordeel van de AFM te lang heeft gewacht met het naar buiten brengen van koersgevoelige informatie, zouden dergelijke maatregelen kunnen bijdragen aan het verweer van degenen die transacties hebben verricht voorafgaand aan de bekendmaking, maar niet behoorden tot de kring van personen die over de desbetreffende wetenschap beschikten.

De vraag welke informatie als koersgevoelig moet worden aangemerkt en op welk moment tot publicatie daarvan moet worden overgegaan, geeft regelmatig aanleiding tot discussie, doorgaans in situaties waarin koers-

23. Ingevolge artikel 48 Wet toezicht effectenverkeer 1995 kan de AFM met het oog op het adequaat functioneren van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten aan een in Nederland gevestigde beurshouder een aanwijzing geven om de handel in bepaalde effecten op te schorten, te onderbreken of door te halen, indien het toezicht op de naleving van de verplichting koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken daartoe aanleiding geeft.
24. De AFM heeft voor de eerste maal van de bevoegdheid een handelsmaatregel te nemen gebruik gemaakt op 3 november 2005. Toen werd de handel in het aandeel Getronics voor een periode van twee uur stil gelegd, omdat de directievoorzitter tijdens een interview koersgevoelige informatie zou hebben gegeven over de winstvooruitzichten voor 2006 en gewenste acquisities in de Verenigde Staten. Nadat de onderneming een persbericht had uitgebracht werd de handel hervat.
25. In artikel 47, eerste lid wordt verwezen naar artikel 46, vierde of vijfde lid.
26. Zie hierover ook D.R. Doorenbos, 'Wat is koersgevoelige informatie?', *Ondernemingsrecht* 2003-8, p. 284 e.v., door wie wordt betoogd dat het verschil tussen 'voorwetenschap' en 'koersgevoelige informatie' nooit heeft bestaan.
27. Hoofdstuk 4 van het Besluit marktmissbruik luidt: 'Regels met betrekking tot de openbaarmaking van koersgevoelige informatie'.
28. Artikel 13 Besluit marktmissbruik.
29. Artikel 46, tweede lid Wet toezicht effectenverkeer 1995. De AFM adviseert om die berichten daar langer beschikbaar te houden. Indien de publicatie geschiedt door middel van een persbericht, dan wordt het persbericht opgenomen in het register van de AFM, waar het vijf jaar kosteloos voor een ieder ter inzage is (zie de AFM-brochure 'Openbaarmaking koersgevoelige informatie').
30. Artikel 47, zevende lid Wet toezicht effectenverkeer 1995. Zie hierover o.a. M.van Woerden, *Wie moet er op de insiderslijst?*, in *Bank en Effectenbedrijf*, november 2005, p. 30 e.v.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

en omzetontwikkelingen ter beurze, voorafgaande aan de openbaarmaking van informatie, aanleiding geven tot de veronderstelling dat er is gehandeld door partijen die beschikken over voorwetenschap. Door de Commissie Fondsenreglement, ingesteld door Euronext om te oordelen over mogelijke overtredingen van de beursreglementering, naar haar voorzitter aangeduid als de Commissie Herkströter, is in de afgelopen jaren een aantal uitspraken gedaan naar aanleiding van (een vermoeden van) overtreding van artikel 28h van het Fondsenreglement. Naar mag worden aangenomen, zal deze jurisprudentie ook relevant zijn in het geval van discussies over de uitleg van de wettelijke bepaling op grond waarvan openbaarmaking van koersgevoelige informatie wordt vereist.

In de door haar uitgegeven brochure betreffende koersgevoelige informatie geeft de AFM een niet-limitatief aantal voorbeelden van informatie, die als koersgevoelig kan worden aangemerkt. De volgende categorieën worden onderscheiden: belangrijke feiten ten aanzien van de financiële positie en/of resultaten van de onderneming; belangrijke feiten ten aanzien van de strategie van de onderneming; belangrijke feiten ten aanzien van kapitaal/zeggenschap.

De beoordeling of in een concrete situatie sprake is van informatie die openbaar moet worden gemaakt, staat ter beoordeling van de uitgevende instelling. Doordat informatie eerder dan voorheen als koersgevoelige informatie moet worden gekwalificeerd, moet ook eerder tot openbaarmaking worden overgegaan. De AFM adviseert om, indien er twijfel bestaat of informatie waar de uitgevende instelling over beschikt, aangemerkt dient te worden als koersgevoelige informatie, deze informatie openbaar te maken. De vraag is hoe in de praktijk hiermee om te gaan. Aangezien het de uitgevende instelling is, die in eerste instantie bepaalt of er in een concreet geval sprake is van koersgevoelige informatie, zal in geval van twijfel door de uitgevende instelling zelf een beslissing moeten worden genomen. Als het oordeel is dat er (nog) geen sprake is van koersgevoelige informatie (te onderscheiden van de situatie waarin tot uitstel van openbaarmaking wordt besloten; zie hierna), dan verdient het aanbeveling dit met argumenten (en wellicht een opinie van een externe adviseur) onderbouwd vast te leggen. De AFM zal, in het geval achteraf een onderzoek zou worden ingesteld, aannemelijk moeten maken dat de uitgevende instelling niet tot het oordeel had kunnen komen dat er geen koersgevoelige informatie was en om die reden geen verplichting tot openbaarmaking.

In dit verband verdient het omgaan met geruchtvorming bijzondere aandacht. Aan geruchtvorming kunnen velerlei oorzaken ten grondslag liggen en deze kunnen (deels) waarheidsgetrouw of vals zijn. Het verspreiden van geruchten om anderen aan te zetten tot koop of verkoop van effecten valt onder het wettelijke verbod van koersmanipulatie. Het verdient aanbeveling dat een uitgevende instelling een beleid heeft hoe hier mee om te gaan en dit beleid, voor zoveel mogelijk, consequent toepast.<sup>31</sup>

Er kunnen zich situaties voordoen waarin een uitgevende instelling de openbaarmaking van koersgevoelige informatie wil uitstellen. De cumulatieve voorwaarden waaraan moet worden voldaan worden in de wet genoemd<sup>32</sup>:

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

De uitgevende instelling behoeft voor dit uitstel geen toestemming te vragen van de AFM. De uitgevende instelling besluit hier zelfstandig over en is daarmee ook verantwoordelijk voor dit uitstel. De AFM kan achteraf toetsen of de uitgevende instelling terecht tot het oordeel is gekomen dat werd voldaan aan de voorwaarden voor uitstel van openbaarmaking. Voor de uitgevende instelling is het daarom van belang zorgvuldig te documenteren op welke gronden men tot het oordeel komt dat aan de voorwaarden voor uitstel wordt voldaan en dat afdoende maatregelen zijn genomen om ervoor te zorgen dat niet wordt gehandeld door degenen, binnen én buiten de onderneming (externe adviseurs), die over de desbetreffende informatie beschikken.

In het Besluit marktmissbruik wordt het begrip 'rechtmatig belang' toegelicht. Daar wordt in elk geval onder verstaan (i) het voorkomen dat de openbaarmaking de uitkomst of normale verloop van onderhandelingen waarbij een uitgevende instelling partij is, kan beïnvloeden; (ii) het voorkomen dat openbaarmaking aan een correcte beoordeling door het publiek in de weg kan staan, indien besluiten nog door het bestuur van de uitgevende instelling en/of door de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan van de vennootschap moeten worden goedgekeurd.

Voor wat betreft de waarborging van de vertrouwelijkheid als openbaarmaking wordt uitgesteld, wordt in het Besluit marktmissbruik bepaald dat deze voldoende is gewaarborgd indien de uitgevende instelling maatregelen heeft getroffen waardoor de toegang tot koersgevoelige informatie wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie.<sup>33</sup>

### Verbod van marktmanipulatie<sup>34</sup>

Marktmanipulatie is een aanmerkelijk meer omvattend begrip dan het 'oude' koersmanipulatie en heeft betrek-

31. Zie hierover M. Ingen Housz, 'Als geruchten circuleren, lopen beursfondsen op eieren', *Het Financieele Dagblad* van 20 oktober 2005, waarin vier veel voorkomende scenario's van geruchtvorming worden besproken.

32. Artikel 47, derde lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

33. Artikel 14, tweede lid Besluit marktmissbruik.

34. Artikel 46a Wet toezicht effectenverkeer 1995.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

king op het verrichten van de volgende transacties of handelsorders:

- een transactie of handelsorder in effecten waarvan een onjuist signaal uitgaat of is te duchten met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die effecten;
- een transactie of handelsorder in effecten teneinde de koers van die effecten op een kunstmatig niveau te houden;
- een transactie of handelsorder waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding.

Ook het verspreiden van informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van effecten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is, wordt als marktmanipulatie aangemerkt.

In de Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel wordt een aantal voorbeelden genoemd (ontleend aan Richtlijn 2003/06/EG) die zijn af te leiden uit de hiervoor in de wet beschreven vormen van marktmanipulatie:

- het door een of meer personen samenwerken om een machtspositie te verwerven ten aanzien van het aanbod van of de vraag naar een financieel instrument, met als gevolg dat rechtstreeks of middellijk aan- of verkoopprijzen of andere onbillijke transactievoorwaarden worden opgelegd;
- de aan- of verkoop van een financieel instrument bij het sluiten van de handel om beleggers die op basis van slotkoersen handelen te misleiden;
- het profiteren van incidentele of regelmatige toegang tot de traditionele of elektronische media door een oordeel over een financieel instrument, of indirect over de uitgevende instelling daarvan, te verspreiden, terwijl van te voren posities in dit financieel instrument zijn ingenomen om nadien profijt te trekken van het effect dat dit oordeel heeft gehad op de koers van dit financieel instrument, zonder tegelijkertijd deze belangverstrengeling naar behoren en daadwerkelijk openbaar te maken.

In de AFM-brochure 'Verbod Marktmanipulatie' worden meer voorbeelden van marktmanipulatie gegeven, ontleend aan Richtlijn 2003/06/EG, de Memorie van Toelichting en de door CESR opgestelde niet-uitputtende aanvullende lijst van praktijken die, onder bepaalde voorwaarden en omstandigheden door de toezichthouders als marktmanipulatie kunnen worden beschouwd.

Uit de wettelijke omschrijving van transacties die als marktmanipulatie worden aangemerkt en de voorbeelden die in de Memorie van Toelichting en in de AFM brochure worden gegeven, blijkt, in het algemeen gesproken, dat het bij marktmanipulatie gaat om transacties of gedragingen die tot doel hebben het beeld dat in de markt bestaat over de vraag of aanbod van een bepaald effect te beïnvloeden, met als oogmerk transacties te kunnen doen tegen gunstiger condities dan die welke zouden hebben gegolden ware er geen sprake geweest van manipulatieve handelingen respectievelijk een situatie te creëren dat

derden worden bewogen op een andere wijze te handelen dan zij zouden hebben gedaan als er geen sprake was geweest van manipulatie.

De mogelijkheid wordt opengelaten dat bepaalde praktijken, aangeduid als 'gebruikelijke marktpraktijken', die op zich als marktmanipulatie worden aangemerkt, van het verbod worden uitgezonderd.<sup>35</sup> Hiervoor geldt de volgende procedure. De AFM onderzoekt regelmatig of bepaalde categorieën transacties of handelsorders uitgezonderd zouden moeten worden van het wettelijk verbod en brengt daarover advies uit aan de minister van Financiën. De factoren die daarbij in ieder geval in acht moeten worden genomen worden in het Besluit marktmissbruik genoemd, onder andere de mate van transparantie van de desbetreffende transacties of handelsorders voor de hele markt en de noodzaak om de normale werking van de markt te beschermen. De minister bepaalt bij algemene maatregel van bestuur of er sprake is van een uitzonderingsgeval. Dit is tot nu toe niet gebeurd.

In de wet<sup>36</sup> worden enkele praktijken uitgezonderd van het verbod van marktmanipulatie; deze komen in belangrijke mate overeen met de in de wet genoemde uitzonderingen te handelen met gebruik van voorwetenschap (zie hiervoor en noot 11).

### Melding van voor eigen rekening verrichte effectentransacties<sup>37</sup>

De verplichting melding te maken van voor eigen rekening verrichte of bewerkstelligde transacties in aandelen of in effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen, die betrekking hebben op de uitgevende instelling tot wie degene die tot melding is verplicht, in een bepaalde relatie staat, geldt voor:

een ieder die:

- het dagelijks beleid bepaalt of mede bepaalt van een uitgevende instelling met statutaire zetel in Nederland of van een uitgevende instelling in een niet-lidstaat, die genoteerde effecten heeft uitgegeven of zal uitgeven;
- toezicht houdt op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken in een uitgevende instelling als hiervoor bedoeld;
- een leidinggevende functie heeft en uit dien hoofde de bevoegdheid heeft om besluiten te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van een uitgevende instelling en die regelmatig kennis kan hebben van voorwetenschap;
- behoort tot een bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen categorie van personen die nauw gelieerd zijn met een hiervoor bedoelde persoon.

35. Artikel 4 Besluit marktmissbruik.

36. Artikel 46b, tweede lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

37. Artikel 47a Wet toezicht effectenverkeer 1995.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

De derde hiervoor genoemde categorie van personen met leidinggevende functies is nieuw. Blijkens de brochure van de AFM gaat het onder meer om personen die (direct) onder het bestuur van de uitgevende instelling actief zijn. Voor elke uitgevende instelling zal deze groep van functionarissen anders zijn, afhankelijk van onder andere de organisatiestructuur en interne verdeling van bevoegdheden binnen de onderneming.

De bij algemene maatregel van bestuur aan te wijzen categorieën gelieerde personen zijn<sup>38</sup>:

- echtgenoten, geregistreerde partners of levensgezellen van de hiervoor bedoelde personen of andere personen waarmee op vergelijkbare wijze wordt samengeleefd;
- kinderen van de hiervoor bedoelde personen, die onder hun gezag vallen of die onder curatele zijn gesteld of waarvoor deze personen als curator zijn benoemd;
- andere bloed- of aanverwanten van de hiervoor bedoelde personen die op de datum van de desbetreffende transactie ten minste een jaar een gemeenschappelijke huishouding hebben gevoerd met deze personen;
- rechtspersonen, trusts als bedoeld in de Wet toezicht trustkantoren, of personenvennootschappen, waarvan de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij een hiervoor bedoelde persoon of bij een gelieerde persoon; die onder zeggenschap staat van een dergelijk persoon; die is opgericht ten gunste van een dergelijk persoon; of waarvan de economische belangen in wesen gelijkwaardig zijn aan die van een dergelijk persoon.

Melding dient plaats te vinden uiterlijk de vijfde werkdag na de transactiedatum. De melding mag worden uitgesteld indien en zolang het totaalbedrag van de transacties in een bepaald effect in een bepaald kalenderjaar beneden een bedrag van € 5.000 blijft.

In het Besluit marktmissbruik wordt ook bepaald welke gegevens de melding van een transactie dient te bevatten.<sup>39</sup>

Ook op grond van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (Wmz) bestaat er een meldingsplicht van transacties. Dit geldt voor transacties in aandelen in beursgenoteerde vennootschappen met zetel in Nederland.<sup>40</sup> Aan de meldingsplicht op grond van artikel 47a, eerste lid van de Wte 1995 is voldaan als melding is gedaan op grond van de Wmz.<sup>41</sup>

Indien transacties worden verricht of bewerkstelligd op grond van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving door een vergunninghoudende vermogensbeheerder, en bij die overeenkomst is bepaald dat de volmachtgever geen invloed uitoefent op transacties die de vermogensbeheerder als gevolmachtigde verricht of bewerkstelligd (een zogenaamde vrije handrekening), dan is de meldingsplicht uit hoofde van artikel 47a niet van toepassing.<sup>42</sup> Voor wat betreft de meldingsplicht op grond van de Wmz, dienen transacties verricht in het kader van een vrije handrekening wel te worden gemeld aan de AFM.

### Klikplicht voor een effecteninstelling<sup>43</sup>

De zogenaamde klikplicht bestaat in het geval een effecteninstelling een redelijk vermoeden heeft dat een transactie of een opdracht tot een transactie terzake waarvan wordt bemiddeld in strijd is met het verbod van gebruik van voorwetenschap of met het verbod van marktmanipulatie. Dit vermoeden moet onverwijld aan de AFM worden vermeld, waarbij de melding de gegevens moet bevatten als bepaald in het Besluit marktmissbruik.<sup>44</sup>

In de brochure van de AFM wordt er op gewezen dat bij de naleving van de klikplicht door effecteninstellingen een onderscheid kan worden gemaakt tussen 'adviescliënten' en 'execution-only cliënten'. Effecteninstellingen worden niet verondersteld de 'execution-only cliënten' voortdurend actief te monitoren op verdachte transacties. Hierbij wordt in de brochure aangetekend dat wanneer men op basis van 'advies-transacties' of anderszins een redelijk vermoeden heeft met betrekking tot een bepaalde cliënt, de effecteninstelling tevens de transacties die deze cliënt verricht via de 'execution-only' kanalen kan bekijken.

In de AFM-brochure over de klikplicht worden aanwijzingen gegeven voor het inrichten van adequate compliance procedures.

In de wet<sup>45</sup> wordt bepaald dat gegevens of inlichtingen die aan de AFM worden verstrekt niet kunnen dienen als grondslag voor of ten behoeve van een opsporingsonderzoek of vervolging wegens verdenking van of bewijs terzake van een tenlastelegging wegens overtreding van het verbod van gebruik van voorwetenschap of het verbod van marktmanipulatie. Onverlet deze strafrechtelijke vrijwaring, zal, naar mag worden aangenomen, in de praktijk voorzichtigheid worden betracht als door een opdrachtgever wordt gevraagd 'verdachte transacties' uit te voeren. Naast strafrechtelijke vrijwaring is er civielrechtelijke vrijwaring in het geval de melding te goeder trouw werd verricht.<sup>46</sup>

### Openbaarmaking van beleggingsaanbevelingen<sup>47</sup>

De voorschriften in acht te nemen bij het uitbrengen van

38. Artikel 5 Besluit marktmissbruik.

39. Artikel 6 Besluit marktmissbruik.

40. De meldingsregeling van artikel 47a, eerste lid Wet toezicht effectenverkeer 1995 is in die zin ruimer dat deze niet is beperkt tot vennootschappen en ook geldt ten aanzien van effecten uitgegeven door een instelling waarvan de zetel buiten de EU is gelegen.

41. Artikel 7 Besluit marktmissbruik.

42. Artikel 8 Besluit marktmissbruik.

43. Artikel 47c Wet toezicht effectenverkeer 1995.

44. Artikel 9 Besluit marktmissbruik.

45. Artikel 47d, tweede lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

46. Artikel 47d, eerste lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

47. Artikel 47e Wet toezicht effectenverkeer 1995.

## Wet Marktmissbruik in werking getreden

beleggingsaanbevelingen zijn nieuw en ontleend aan Richtlijn 2003/125/EG<sup>48</sup>. Hiermee wordt beoogd zogenaamde 'publieksmisleiding' (een term die wordt gebruikt in het Besluit marktmissbruik) te voorkomen, dat wil zeggen de belegger te beschermen door te waarborgen dat een betrouwbare grondslag voor het nemen van beleggingsbeslissingen ontstaat, doordat uit de informatie die bij het openbaar maken van de aanbeveling wordt verschaft, kan worden opgemaakt wat bijvoorbeeld de status of geloofwaardigheid van de aanbeveling is of welke belangen de uitbrenger van de aanbeveling heeft. Uitgangspunt van de regeling is dus 'transparantie' over de bronnen en mogelijke belangentegenstellingen.

Een beleggingsaanbeveling wordt als volgt omschreven<sup>49</sup>:

'Onderzoek of andere voor distributiekanaalen of voor het publiek bestemde informatie waarbij expliciet of impliciet een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van één of meerdere financiële instrumenten of emittenten van financiële instrumenten, met inbegrip van adviezen betreffende de huidige of toekomstige waarde of koers van dergelijke instrumenten.'

Een beleggingsaanbeveling kan expliciet of impliciet zijn. Met een expliciete aanbeveling wordt hetzelfde bedoeld als rechtstreeks een aanbeveling doen of direct aanbevelen; daarbij kunnen de termen 'kopen', 'aanhouden' of 'verkopen' worden gebruikt. Ook als deze termen niet letterlijk worden gebruikt, maar wanneer de gemiddelde belegger dit interpreteert als een advies om te kopen, aan te houden of te verkopen, is sprake van een expliciete aanbeveling. Met een impliciete aanbeveling wordt hetzelfde bedoeld als indirect aanbevelen, bijvoorbeeld door een verwijzing naar een richtkoers.<sup>50</sup>

Bij beleggingsaanbevelingen kan in de eerste plaats worden gedacht aan analistenrapporten. Daarnaast worden beleggingsaanbevelingen gedaan door (financiële) journalisten. Beleggingsaanbevelingen kunnen ook door anderen worden uitgebracht, via reclame uitingen, interviews, presentaties op seminars etc.

Onderscheid moet worden gemaakt tussen een beleggingsaanbeveling zoals hiervoor bedoeld en een beleggingsadvies in de vorm van een persoonlijke aanbeveling die door financiële instellingen wordt gegeven aan cliënten met betrekking tot transacties in financiële instrumenten, waarvan het weinig waarschijnlijk is dat deze openbaar zullen worden gemaakt.

De basis van de regeling betreffende beleggingsaanbevelingen is het eerste lid van artikel 47e:

*'Een effecteninstelling of persoon als bedoeld in het tweede lid, die voor het publiek bestemde informatie, als bedoeld in dat lid, openbaar maakt, houdt zich aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels met betrekking tot:*

- *het openbaar maken van de identiteit van degene die de in de aanhef bedoelde informatie heeft opgesteld of naar buiten brengt;*

- *het waarborgen dat de in de aanhef bedoelde informatie een juiste voorstelling van zaken biedt; en*
- *het openbaar maken van informatie waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze informatie afbreuk kan doen aan de objectiviteit van de in de aanhef bedoelde informatie.'*

Het element 'voor het publiek bestemde informatie' in de wettelijke bepaling wordt uitgelegd als informatie die aan het brede publiek beschikbaar wordt gesteld. Dit dient wel ruimer te worden uitgelegd dan 'gepubliceerde informatie'. Ook als informatie aan een aanzienlijke groep personen beschikbaar wordt gesteld, dan valt deze informatie hieronder, ook als niet iedereen toegang heeft tot deze informatie. Wanneer er in een concreet geval sprake is van 'een aanzienlijke groep personen' zal van geval tot geval moeten worden beoordeeld. Op grond van uittalingen van de zijde van de AFM mag worden aangenomen dat zij al zeer snel zal aannemen dat er sprake is van 'een aanzienlijke groep'.<sup>51</sup> In dat geval moeten de eisen die worden gesteld aan het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen in acht worden genomen.

De voorschriften die in acht moeten worden genomen variëren al naar gelang de hoedanigheid van degene die de beleggingsaanbeveling uitbrengt. De volgende categorieën worden onderscheiden:

- Natuurlijke personen of rechtspersonen die *in het kader van beroeps- of bedrijfsuitoefening* aanbevelingen uitbrengen, onderverdeeld in
  - (i) onafhankelijke analisten;
  - (ii) effecteninstellingen;
  - (iii) andere personen voor wie het doen van beleggingsaanbevelingen hoofdvactiviteit is;
  - (iv) in het kader van een arbeidscontract of anderszins voor een categorie als bedoeld onder ii tot en met iv werkzame natuurlijke personen;
  - (v) met een effecteninstelling gelieerde rechtspersonen;
  - (vi) overige personen.
- Overige natuurlijke personen of rechtspersonen, die aanbevelingen uitbrengen, maar *niet in het kader van beroeps- of bedrijfsuitoefening*.

De hiervoor genoemde categorieën worden specifiek in de wet omschreven<sup>52</sup>, waarbij de categorieën zo zijn ge-

48. Richtlijn 2003/125/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft.

49. Toelichting bij de Nota van Wijziging, waarin wordt verwezen naar Richtlijn 2003/125/EG.

50. Zie de Toelichting bij de Nota van Wijziging, pag. 9.

51. Als voorbeeld is er in een voorlichtingsbijeenkomst door de AFM op gewezen dat een beleggingsaanbeveling die wordt gegeven in een besloten bijeenkomst van een beleggingsclub, waar een tiental leden aanwezig zijn, als 'informatie aan een aanzienlijke groep beschikbaar gesteld' wordt aangemerkt.

52. Artikel 47 e, tweede lid Wet toezicht effectenverkeer 1995.

## Wet Marktmisbruik in werking getreden

rangschikt dat de categorieën waar de meeste verplichtingen voor gelden vooraan staan.

In paragraaf 5 van het Besluit marktmisbruik worden voorschriften gegeven die de verschillende in de wet genoemde categorieën bij het opstellen, uitbrengen en verspreiden van beleggingsaanbevelingen in acht moeten nemen. Het gaat daarbij om het verschaffen van informatie betreffende de identiteit; waarborgen van de juistheid van de informatie; het vermelden van belangenconflicten; beloningsstructuren; vermelding van de relevante toezichthouder; verwijzing naar andere vindplaatsen van de voorgeschreven informatie.

### Slot

De bestrijding van praktijken aangeduid als marktmisbruik was tot nu toe hoofdzakelijk gericht op vervolging van gebruik van voorwetenschap. Met de inwerkingtreding van de Wet marktmisbruik is het niet onwaarschijnlijk te veronderstellen dat de toezichthoudende autoriteiten zwaar zullen inzetten op de vervolging van marktmanipulatie<sup>53</sup>. Kennelijk bestaat de indruk dat marktmanipulatie veel voorkomt. Het is dan ook opmerkelijk dat de wetgever zo lang heeft gewacht met het gelijk trekken van het verbod van marktmanipulatie met dat in andere landen, wat werd aanbevolen in een rechtsvergelijkend onderzoek uit 1996, verricht in opdracht van het ministerie van Financiën. Ook mag worden aangenomen dat het toezicht op de naleving van de voorschriften met betrekking tot beleggingsaanbevelingen tot de nodige acties van de AFM aanleiding zal geven.

De indruk bestaat dat, ondanks de lange aanlooptijd, er nog betrekkelijk veel onduidelijkheid bestaat over de verplichtingen die op grond van de nieuwe regelgeving gelden. Dit betreft onder andere de ruime normstelling, zoals die van marktmanipulatie; er wordt weliswaar een aantal voorbeelden van verboden transacties of handelswijzen gegeven, maar vanwege de ruime en soms vage omschrijvingen ('een onjuist of misleidend signaal'; 'een kunstmatig niveau')<sup>54</sup> bestaat onzekerheid of er in een concreet geval naar het oordeel van de toezichthouder sprake is van handelen in strijd met het verbod van marktmanipulatie.

Voor wat betreft de regels inzake het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen mag worden aangenomen dat er

zich, zeker in de beginfase, relatief veel gevallen zullen voordoen waarin onopzettelijk niet c.q. niet volledig aan de voorschriften wordt voldaan. In geval van twijfel zal de AFM niet kunnen worden geraadpleegd; achteraf zal door de toezichthouder wel een oordeel kunnen worden gevormd of de regels in acht zijn genomen en in voorkomende gevallen een sanctie worden opgelegd.

Met betrekking tot de verplichting tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie hebben uitgevende instellingen voortaan, in plaats van met Euronext, te maken met de AFM. Dat betekent bijvoorbeeld dat in het geval van een vermoeden van niet naleving er door de AFM een onderzoek bij de uitgevende instelling kan worden ingesteld. De onderzoeksbevoegdheden van de AFM zijn ruim: er kunnen bijvoorbeeld bij een ieder inlichtingen worden ingewonnen en er is recht van inzage.<sup>55</sup> Niet naleving is niet meer een overtreding van de beursregels, maar een strafbaar feit. Als gevolg van het gelijktrekken van de definities van 'koersgevoelige informatie' en 'voorwetenschap' kwalificeert informatie eerder dan voorheen als koersgevoelig, met als gevolg dat deze openbaar moet worden gemaakt. De verwachting is dat de AFM op strikte naleving van tijdige, dat wil zeggen onverwijld, openbaarmaking zal toezien.<sup>56</sup> Dit zou preventieve werking kunnen hebben op voorafgaand aan openbaarmaking van koersgevoelige informatie handelen door insiders. Aangezien (publiciteit met betrekking tot) een verdenking van gebruik van voorwetenschap schadelijk is voor de desbetreffende uitgevende instelling (én voor de betrokken personen) is het van belang dat uitgevende instellingen strikte maatregelen treffen om te voorkomen dat een dergelijke situatie zich voordoet.

53. In de door de AFM uitgegeven brochure 'Verbod Marktmanipulatie' wordt o.a. opgemerkt dat de AFM marktmanipulatie niet zal toestaan en dat door strenge handhaving het aantal gevallen van of pogingen tot marktmanipulatie zoveel mogelijk wordt beperkt. Zie ook het interview met de voorzitter van het bestuur van de AFM, Docters van Leeuwen, in *NRC Handelsblad* van 13 november 2005.

54. Zie hierover D.R. Doorenbos, in zijn Commentaar op het concept-wetsvoorstel Marktmisbruik, p.5, te raadplegen via [www.minfin.nl](http://www.minfin.nl).

55. Zie de Algemene wet bestuursrecht.

56. De indruk is dat er sprake zal zijn van een zekere gewenningsperiode; zie het artikel 'Onrust na actie AFM tegen Getronics', *Het Financieele Dagblad* van 7 november 2005.