

WOORD VOORAF

WOORD VOORAF BIJ DE EERSTE DRUK

In het woord vooraf van de in 1998 als deel 13 in de Serie Onderneming en Recht verschenen bundel 'Onderneming en Effecten' schreven wij dat het effectenrecht een rechtsterrein is dat nog maar in beperkte mate is ontsloten. Sindsdien heeft dit rechtsgebied zich stormachtig ontwikkeld. Dit heeft ertoe geleid dat het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R) inmiddels drie hoogleraren aan zich heeft verbonden, die zich van uit verschillende invalshoeken met dit rechtsgebied bezighouden: prof. mr. W.A.K. Rank (bank- en effectenrecht), prof. mr. R.H. Maatman (vermogensbeheer) en prof. mr. D.R. Doorenbos (ondernemingsstrafrecht). Ook verschenen er in de Serie Onderneming en Recht verschillende studies van effectenrechtelijke aard, zoals 'Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen' (deel 16) en 'Het pensioenfonds als vermogensbeheerder' (deel 27).

Prof. mr. D.R. Doorenbos heeft het initiatief genomen voor het boek Marktmisbruik. Met dit boek wordt de op 1 oktober 2005 in werking getreden Wet Marktmisbruik ontsloten; 15 gezaghebbende auteurs uit de academie en de praktijk hebben de belangrijkste aspecten van de nieuwe wet geanalyseerd. De redactie van het boek wordt naast de initiatiefnemer gevormd door prof. mr. S.C.J.J. Kortmann en prof. mr. M.P. Nieuwe Weme. Ter gelegenheid van de presentatie van het boek wordt door het OO&R op 5 juli 2006 te Amsterdam een congres gehouden over de Wet Markt misbruik. Als inleiders treden op de heer P.M. Koster RA (bestuurslid van de Autoriteit Financiële Markten (AFM)), mr. J. Wortel (advocaat-generaal bij de Hoge Raad), prof. mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M.W. den Boogert (hoogleraar RU Groningen) en mr. J.H.M. Willems (voorzitter van de Ondernemingskamer). Wij hopen dat de grote belangstelling voor het rechtsgebied 'onderneming en effecten', het belang van dit rechtsgebied als wetenschapsterrein en de aankomende en nog te verwachten ontwikkelingen op dit gebied (waaronder de invoering van de EG-transparantierichtlijnen de Wet op het financieel toezicht) voor de redactie van het boek Marktmisbruik reden zijn om over enkele jaren een nieuwe druk van dit boek uit te brengen. Wij verwachten dat het boek kan uitgroeien tot een 'Handboek Marktmisbruik'.

Een bijzonder woord van dank gaat uit naar Jos Beckers, student-assistent van het Van der Heijden Instituut, voor het controleren, corrigeren en uniformeren van de teksten en het opstellen van de registers van dit boek. Tot slot bedanken wij alle auteurs, dankzij wier belangeloze medewerking dit boek in relatief korte tijd is totstandgekomen.

S.C.J.J. Kortmann
N.E.D. Faber

Nijmegen, 1 april 2006

WOORD VOORAF BIJ DE TWEDE DRUK

De eerste druk van dit boek is door praktijk en wetenschap positief ontvangen. Daarvan getuigt ook de recensie van Advocaat-Generaal mr. J. Wortel in *Ondernemingsrecht* 2007, p. 29-32. Al bij het verschijnen van die eerste druk was echter duidelijk dat een spoedige tweede druk onontkoombaar was, gelet op de toen aanstaande inwerkingtreding van de Wet op het financieel toezicht. De lezer die gewend is aan de nieuwe wetgeving, wil niet steeds gedwongen zijn tot het omnummeren van de wetsartikelen van Wte 1995 naar Wft, die wenst eenvoudigweg een commentaar dat up to date is. Deze snelle nieuwe druk komt tegemoet aan de aldus bestaande behoefte, terwijl daarin uiteraard ook de talrijke recente ontwikkelingen op het dynamische rechtsgebied van marktmisbruik konden worden meegenomen. In de afgelopen periode verschenen opnieuw belangrijke arresten van de Hoge Raad en het Hof van Justitie EG en daarnaast een aanzienlijke hoeveelheid literatuur, alsmede enkele nieuwe Europese documenten.

Wij zijn verheugd dat alle auteurs van de eerste druk ook aan deze tweede druk hun medewerking hebben willen verlenen. Dankzij hun inzet kan dit boek ook in het Wft-tijdperk zijn waarde bewijzen. Tevens bedanken wij Jos Beckers en Anne-Will van der Vegt, medewerkers van het Van der Heijden Instituut, voor het controleren en corrigeren van de teksten. Marianne Koopman maakte dit boek wederom op zorgvuldige wijze drukklaar.

S.C.J.J. Kortmann
N.E.D. Faber

Nijmegen, 1 augustus 2007

WOORD VOORAF BIJ DERDE DRUK

Met de publicatie van de derde druk van het Handboek Marktmisbruik beoogt het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht (OO&R) wederom een bijdrage te leveren aan de ontwikkeling van het leerstuk van marktmisbruik. Sinds het verschijnen van de tweede druk in 2008 is het leerstuk zich voorspoedig blijven ontwikkelen. In deze ontwikkeling heeft Europa een zeer belangrijke rol gehad. De verordeningen en richtlijnen van de Europese Raad en het Europees Parlement hebben het marktmisbruikregime uitgebreid. Voorts heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) met haar ontwerpen voor Uitvoeringsverordeningen en Gedelegeerde Verordeningen, alsmede haar richtinggevende documenten een steeds belangrijker positie gekregen.

De Verordening Marktmisbruik, die op 3 juli 2016 in werking is getreden, loopt als rode draad door dit Handboek. In de Verordening is onverminderd aandacht voor de 'klassieke' vormen van marktmisbruik zoals handel met voorwetenschap, de wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie. De Verordening voorziet daarnaast in, grotendeels nieuwe, voorschriften inzake het treffen van maatregelen ter preventie van marktmisbruik. Waar sommige onderdelen van het leerstuk vertrouwd zijn, zal de praktijk op andere onderdelen zijn weg nog moeten vinden. Wij spreken de verwachting uit dat dit Handboek voor de praktijk als spoorboek zal dienen bij het nader vormgeven van het leerstuk van marktmisbruik. Ook voor de wetenschap is deze nieuwe druk van grote waarde.

Met genoegen nemen wij de derde druk van het Handboek Marktmisbruik op in de reeks van het Onderzoekcentrum Onderneming & Recht. Zonder de belangeloze medewerking van de auteurs en redactie was dit Handboek niet tot stand gekomen. Voor het controleren, corrigeren en uniformeren van de teksten zijn wij Berend Veenstra, student-assistent van het Van der Heijden Instituut, een bijzonder woord van dank verschuldigd. Hij nam tevens het opstellen van de registers en bijlagen voor zijn rekening.

S.C.J.J. Kortmann
N.E.D. Faber

Nijmegen, 1 januari 2018

INHOUDSOPGAVE

Woord vooraf V

Hoofdstuk 1 - Inleiding

D.R. Doorenbos, J.B.S. Hijink, M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens

- 1.1 Aanleiding, object en doelstelling van het onderzoek 1
- 1.2 De (verdere) Europeanisering van het marktmisbruikregime 3
- 1.3 De inhoud van dit handboek 4

Hoofdstuk 2 - Europese aanpak van marktmisbruik

F.G.H. Kristen

- 2.1 Inleiding 7
- 2.2 Naar één Europese financiële markt 8
- 2.3 Europese regels en gelede normstelling 16
 - 2.3.1 Europese regels: de verordening 16
 - 2.3.2 Europese regels: de richtlijn 19
 - 2.3.3 Interpretatie van Europese regels 32
- 2.4 Uitgangspunten en inhoud van de Verordening Marktmisbruik 38
 - 2.4.1 Doelstellingen van en overwegingen voor de Verordening Marktmisbruik 38
 - 2.4.2 Inhoud van de Verordening Marktmisbruik: een routekaart 41
 - 2.4.3 Inhoud van de Verordening Marktmisbruik: uitvoeringsmaatregelen 60
- 2.5 Uitgangspunten en inhoud van de Richtlijn Marktmisbruik 2014 73
 - 2.5.1 Doelstellingen van en overwegingen voor de Richtlijn Marktmisbruik 2014 73
 - 2.5.2 Inhoud van de Richtlijn Marktmisbruik 2014 76
 - 2.5.3 Mate van harmonisatie van de Richtlijn Marktmisbruik 2014 84
- 2.6 Afsluitend: Waar staan we nu? 87

IX

Hoofdstuk 3 - Handel met voorwetenschap

D.R. Doorenbos

3.1	Voorwetenschap	93
3.1.1	Inleiding	93
3.1.2	Voorwetenschap algemeen	93
3.1.3	Niet openbaar gemaakte informatie	94
3.1.4	Informatie die concreet is	95
3.1.5	Informatie die betrekking heeft op uitgevende instellingen of financiële instrumenten	98
3.1.6	Informatie die waarschijnlijk een significante invloed zou hebben op de koers	99
3.1.7	Tussenstappen in een proces	103
3.1.8	Voorwetenschap omtrent orders	104
3.2	Handel met voorwetenschap	105
3.2.1	Definitie handel met voorwetenschap	105
3.2.2	Aanbevelen of aanzetten	107
3.2.3	Poging tot handel met voorwetenschap	108
3.2.4	Primaire en secundaire ingewijden	109
3.2.5	Bewijsvermoedens	111
3.2.6	'Circumstantial evidence'	113
3.3	Uitzonderingen	114
3.3.1	Uitzonderingen ex art. 5 Verordening Marktmisbruik	115
3.3.2	Legitieme gedragingen ex art. 9 Verordening Marktmisbruik	120
3.3.3	Geen uitzonderingen voor optieregelingen en aandelenplannen?	127
3.3.4	Open einde	130

Hoofdstuk 4 - Het mededelingsverbod en marktpeilingen

B.R. van der Klip

4.1	Inleiding	131
4.2	Mededelingsverbod	133
4.3	De algemene uitzondering op het mededelingsverbod	136
4.3.1	Algemeen	136
4.3.2	Het Grøngaard-arrest	137
4.3.3	Zorgvuldigheidsvereiste	142
4.4	Marktpeilingen	143
4.4.1	Algemeen	143
4.4.2	Definitie van marktpeilingen	144

4.4.3	Polsen in het kader van een openbaar bod of fusie	145
4.5	Vereisten voor marktpeiling-uitzondering	148
4.5.1	Voorafgaande analyse en schriftelijke vastlegging	148
4.5.2	Procedurevoorschriften	149
4.5.3	Marktpeilingen waarbij geen voorwetenschap wordt gedeeld	152
4.5.4	Opnemen of notuleren van (telefoon-)gesprekken	152
4.5.5	Gelijke informatievoorziening	153
4.5.6	Opstellen en herzien van interne regelingen en procedures	154
4.5.7	Geheimhoudingsplicht van de ontvanger	155
4.5.8	Melding wanneer de informatie ophoudt voorwetenschap te zijn	157
4.5.9	Eigen verantwoordelijkheid van de ontvangende partij	158
4.5.10	Overige rapportage- en administratieverplichtingen	158
4.6	Consequenties van niet-naleven van de vereisten voor de marktpeiling-uitzondering	159
4.7	Richtsnoeren voor ontvangers van marktpeilingen	160
4.7.1	Algemeen	160
4.7.2	Interne procedures en opleiding van personeel	161
4.7.3	Aangeven geen marktpeilingen te willen ontvangen	162
4.7.4	Beoordeling of sprake is van voorwetenschap	162
4.7.5	Notulen	163
4.7.6	Bewaarplicht	163
4.8	Slotopmerkingen	164

Hoofdstuk 5 - Insiderlijsten en andere preventieve maatregelen

P.N. Ploeger & I.A. de Casseres

5.1	Inleiding	167
5.2	Verplichting tot het bijhouden van insiderlijsten	168
5.2.1	Inleiding	168
5.2.2	Op wie rust de verplichting?	170
5.2.3	Insiders	173
5.2.4	Vorm en inhoud van de insiderlijst	174
5.2.5	Kennisname van toepasselijke regelgeving en sancties door insiders	178
5.3	Eisen aan de bedrijfsvoering van financiële ondernemingen ten aanzien van marktmisbruik	179

5.4	Voorkomen van belangenconflicten door beleggingsondernemingen	183
5.5	Slot	184

Hoofdstuk 6 - Marktmanipulatie

R.P. Raas

6.1	Inleiding	185
6.2	Wat is marktmanipulatie?	186
6.3	Marktmanipulatie in de Verordening Marktmisbruik	191
6.3.1	Toepassingsbereik	191
6.3.2	Begrip marktmanipulatie	194
6.3.3	Indicatoren van manipulatieve handelingen	208
6.4	Uitzonderingen	210
6.4.1	Gebruikelijke marktpraktijken	211
6.4.2	Koersstabilisatie	212
6.4.3	Terugkoopprogramma's	214
6.5	Slot	216

Hoofdstuk 7 - Openbaarmaking van voorwetenschap

T.M. Stevens

7.1	Informatieverschaffing aan de effectenmarkt	217
7.1.1	De noodzaak van adequate informatieverschaffing aan de effectenmarkt	217
7.1.2	Bedrijf en markt praten langs elkaar heen	218
7.1.3	Soorten informatieverplichtingen	220
7.1.4	Het gebod tot publicatie van voorwetenschap	222
7.2	De openbaarmakingsplicht ex art. 17 Verordening Marktmisbruik – inleiding	224
7.2.1	De kern van art. 17 Verordening Marktmisbruik	224
7.2.2	De historie van de openbaarmakingsplicht: art. 28h FR en art. 47 Wte 1995	225
7.2.3	Doel en strekking van de openbaarmakingsplicht	227
7.2.4	Voorwetenschap als basis voor zowel de openbaarmakingsplicht als het transactie- en tipverbod	229
7.3	Wie moet publiceren?	232
7.3.1	De uitgevende instelling	232
7.3.2	Financiële instrumenten	235
7.3.3	Verzocht om of ingestemd met toelating tot de handel	235
7.3.4	Handel op een gereglementeerde markt, MTF of OTF	238

7.3.5	Bieders bij een openbaar bod die niet onder het bereik van art. 17 Verordening Marktmissbruik vallen	240
7.3.6	Anderen dan de uitgevende instelling of bidder	241
7.3.7	De bron van de informatie	242
7.3.8	Dochtermaatschappijen	243
7.3.9	Eigen verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling	246
7.3.10	Openbaarmakingsverplichting voor meerdere uitgevende instellingen	247
7.4	Wat moet worden gepubliceerd?	247
7.4.1	De bestanddelen van voorwetenschap	247
7.4.2	Informatie die concreet is	248
7.4.3	Rechtstreekse betrekking op de uitgevende instelling	255
7.4.4	Niet openbaargemaakte informatie	259
7.4.5	Significante invloed op de koers	262
7.4.6	Samenhang tussen de verschillende bestanddelen	268
7.4.7	Meerdere koersgevoelige feiten die elkaar beïnvloeden	269
7.4.8	Voorwetenschap die wordt achterhaald	270
7.5	Voorbeelden van voorwetenschap	271
7.5.1	Financiële resultaten en verslaglegging	272
7.5.2	Kapitaal, financiering en vermogen	279
7.5.3	Organisatie, beleid en strategie	286
7.5.4	Procedures en incidenten	296
7.5.5	Onjuiste perceptie van de markt	299
7.6	Wanneer moet worden gepubliceerd?	301
7.6.1	Zo snel mogelijk	301
7.6.2	Uitstelregeling	303
7.6.3	Een rechtmatig belang van de uitgevende instelling	305
7.6.4	Geen misleiding van het publiek	318
7.6.5	Garanderen van het vertrouwelijke karakter	323
7.6.6	Uitstel bij openbare biedingen	325
7.7	Hoe moet worden gepubliceerd?	327
7.7.1	De wijze van openbaarmaking	327
7.7.2	De inhoud van de openbaarmaking	331
7.7.3	Selectieve openbaarmaking	331
7.8	Slot	334

Hoofdstuk 8 - Meldingsverplichtingen en gesloten perioden

J.J.J. Schutte

8.1	Inleiding	335
8.2	De meldingsplicht van art. 19 lid 1-10 en 14-15	
	Verordening Marktmissbruik	338
8.2.1	Relevante rechtspersonen	338
8.2.2	Internationale aspecten	339
8.2.3	Meldingsplichtige personen	340
8.2.4	'Voor eigen rekening'	349
8.2.5	De begrippen 'transactie' en 'elke wijziging'; tijdstip	350
8.2.6	Relevante financiële instrumenten	358
8.2.7	Termijn van melding; de € 5.000-drempel	361
8.2.8	Wijze van melding; inhoud; publicatie	364
8.2.9	De specifieke transacties van art. 19 lid 7 Verordening Marktmissbruik	366
8.2.10	De specifieke transacties van art. 10 Gedelegeerde Verordening 2016/522	371
8.3	De gesloten perioden van art. 19 leden 11-13 Verordening Marktmissbruik	386
8.3.1	Inleiding	386
8.3.2	Reikwijdte: welke uitgevende instellingen en instrumenten?	388
8.3.3	Reikwijdte: welke transacties zijn verboden?	390
8.3.4	De gesloten perioden	395
8.3.5	De uitzonderingen	396
8.3.6	Positie van de uitgevende instelling	401
8.3.7	Verband met verbod op handel met voorwetenschap?	402
8.4	Afsluitende opmerkingen	402

Hoofdstuk 9 - Preventie- en opsporingsplicht

F.M.A. 't Hart

9.1	Inleiding	405
9.2	Normadressaten	405
9.2.1	Marktexploitanten	406
9.2.2	MTF en OTF exploitanten	406
9.2.3	Beroepsbeoefenaren	407
9.3	Reikwijdte marktmissbruikverbod	408
9.4	Maatregelen tegen marktmissbruik	409
9.4.1	Preventieplicht	410

9.4.2	Opsporingsplicht	410
9.4.3	Monitoringsplicht	410
9.5	Analyse en opleiding	411
9.5.1	Gebruik van software	411
9.5.2	Professional judgement	413
9.5.3	Opleiding	414
9.6	De melding	415
9.6.1	Meldingsplicht	415
9.6.2	Tijdstip melding	416
9.6.3	Redelijk vermoeden	417
9.7	Overig	418
9.7.1	Uitbesteding	418
9.7.2	Documentatieplicht	418
9.7.3	Bewaarplicht	419
9.8	Geheimhouding en aansprakelijkheid	419
9.8.1	Geheimhouding	420
9.8.2	Vertrouwelijkheid melding AFM	420
9.8.3	Vrijwaring	421
9.9	Samenloop	421
9.9.1	Verschillende verplichtingen ter preventie en opsporing marktmisbruik	421
9.9.2	Besluit uitvoering verordening marktmisbruik	422
9.10	Behaalde resultaten	423
9.10.1	Meldingen	423
9.10.2	Handhaving door AFM	424
9.10.3	Jurisprudentie	425
9.10.4	Kritiek EESC	426
9.11	Slotbeschouwingen	427

Hoofdstuk 10 - Toezicht en handhaving door de AFM

G.P. Roth

10.1	Achtergrond en inleiding	429
10.2	De inbedding van de marktmisbruikvoorschriften in de Wft en de onderzoeksbevoegdheden van de AFM	431
10.2.1	De door de Verordening Marktmisbruik vereiste toezichts- en onderzoeksbevoegdheden	433
10.2.2	Rechtsbescherming	434
10.3	Sancties en maatregelen	437
10.3.1	Aanwijzing en last onder dwangsom	438
10.3.2	Het beroepsverbod	440

10.3.3	Het handelsverbod	442
10.3.4	Boetes	443
10.3.5	Openbaarmaking van bestuurlijke sancties	451
10.4	Rechtsbescherming en aansprakelijkheidsbeperking	455
10.5	De toegenomen betekenis van ESMA en de door haar uit te vaardigen richtsnoeren	457
10.6	Afrondende opmerkingen	460

Hoofdstuk 11 - Strafrechtelijke handhaving

J. Italianer & S.L. Honig

11.1	Inleiding: de Verordening Marktmissbruik	463
11.2	De Verordening Marktmissbruik en de Richtlijn strafrechtelijke sancties	464
11.3	Wet economische delicten	465
11.3.1	Verbodsbepalingen en strafmaxima	465
11.3.2	Bijkomende straffen en maatregelen	467
11.3.3	Opsporingsbevoegdheden en dwangmiddelen	468
11.3.4	Afdoening	469
11.4	Bestuursrechtelijke of strafrechtelijke handhaving?	469
11.4.1	Duaal handhavingstelsel	469
11.4.2	Strafrecht of bestuursrecht?	470
11.5	Samenloop toezicht en strafrechtelijk onderzoek	473

Hoofdstuk 12 - Civielrechtelijke gevolgen van een schending van de Verordening Marktmissbruik

D. Busch

12.1	Inleiding	475
12.2	Onderzoeksvraag	477
12.3	Mogen civiele rechters soepeler zijn dan de Verordening Marktmissbruik?	478
12.3.1	Algemeen	478
12.3.2	Gevalstype 1	480
12.3.3	Gevalstype 2	486
12.3.4	Intermezzo	487
12.3.5	Gevalstypen 3 en 4	489
12.4	Mogen civiele rechters strenger zijn dan de Verordening Marktmissbruik?	490
12.4.1	Algemeen	490
12.4.2	Immofinanz & Genil	492

12.4.3	Nationale-Nederlanden/van Leeuwen	493
12.5	Invloed van de Verordening Marktmisbruik op het relativiteitsvereiste	494
12.6	Invloed van de Verordening Marktmisbruik op het bewijs van causaal verband	496
12.7	Ambtshalve toepassing van de Verordening Marktmisbruik?	499
12.8	Bewijs van een schending van het gebod tot openbaarmaking van KGI door civiele partijen	500
12.8.1	Algemeen	500
12.8.2	Boetebesluit AFM	501
12.8.3	De enquêteprocedure	502
12.9	Conclusie	508

Hoofdstuk 13 - Conclusies

D.R. Doorenbos, J.B.S. Hijink, M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens

13.1	Inleiding	509
13.2	De Europese invloeden op, en in, het marktmisbruikregime	509
13.3	Nieuwe onduidelijkheden	513
13.4	Toenemende <i>compliance</i> -verplichtingen	515
13.5	Slot	516

Bijlagen

A	Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, <i>PbEU</i> 2014, L 173/1	519
B	Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (richtlijn marktmisbruik), <i>PbEU</i> 2014, L 173/179	593
C	Uitvoeringsverordening (EU) 2016/347 van de Commissie van 10 maart 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de precieze indeling van lijsten van personen met voorwetenschap en voor het bijwerken van lijsten van personen met voorwetenschap overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, <i>PbEU</i> 2016, L 65/49	609

- D Uitvoeringsverordening (EU) 2016/378 van de Commissie van 11 maart 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot het tijdstip, het formaat en het model van de kennisgevingen die overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad bij de bevoegde autoriteiten moeten worden ingediend, *PbEU* 2016, L 72/1 615
- E Uitvoeringsverordening (EU) 2016/523 van de Commissie van 10 maart 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de vorm en het model voor de mededeling en de openbaarmaking van transacties door leidinggevendende overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, *PbEU* 2016, L 88/19 619
- F Uitvoeringsverordening (EU) 2016/959 van de Commissie van 17 mei 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen voor marktpeilingen met betrekking tot de systemen en kennisgevingsmodellen die moeten worden gebruikt door openbaar makende marktdeelnemers en het model voor de overzichten overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, *PbEU* 2016, L 160/23 623
- G Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055 van de Commissie van 29 juni 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de technische middelen voor een passende openbaarmaking van voorwetenschap en voor het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, *PbEU* 2016, L 173/47 627
- H Uitvoeringsverordening (EU) 2017/1158 van de Commissie van 29 juni 2017 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de procedures en formulieren voor de informatie-uitwisseling van de bevoegde autoriteiten met de Europese Autoriteit voor effecten en markten als bedoeld in artikel 33 van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad, *PbEU* 2017, L 167/22 635

-
- I Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2015 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot een vrijstelling voor bepaalde publieke organen en centrale banken in derde landen, de indicatoren van marktmanipulatie, de openbaarmakingsdrempels, de bevoegde autoriteit voor kennisgevingen van uitstel, de toestemming voor handel tijdens afgesloten perioden en typen aan te melden transacties van leidinggevend, *PbEU* 2016, L 88/1 639
- J Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/908 van de Commissie van 26 februari 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen betreffende de criteria, de procedure en de vereisten voor de vaststelling van een geaccepteerde marktpraktijk en de voorwaarden voor het handhaven, stopzetten of wijzigen van de acceptatievoorwaarden daarvan, *PbEU* 2016, L 153/3 653
- K Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/909 van de Commissie van 1 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft technische reguleringsnormen voor de inhoud van bij de bevoegde autoriteiten in te dienen kennisgevingen en het opstellen, openbaar maken en bijhouden van de lijst van kennisgevingen, *PbEU* 2016, L 153/13 667
- L Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/957 van de Commissie van 9 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft technische reguleringsnormen voor de passende regelingen, systemen en procedures alsook kennisgevingstemplates die dienen te worden gebruikt voor het voorkomen, opsporen en melden van misbruikpraktijken of verdachte orders of transacties, *PbEU* 2016, L 160/1 671
- M Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/958 van de Commissie van 9 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen voor de technische regelingen voor objectieve presentatie van beleggingsaanbevelingen of andere informatie waarin beleggingsstrategieën worden aanbevolen of voorgesteld en ter openbaarmaking van specifieke belangen of indicaties van belangenverstremgeling, *PbEU* 2016, L 160/15 683

N	Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/960 van de Commissie van 17 mei 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot technische reguleringsnormen voor de passende regelingen, systemen en procedures voor openbaar makende marktdeelnemers die marktpeilingen verrichten, <i>PbEU</i> 2016, L 160/29	695
O	Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052 van de Commissie van 8 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor de voorwaarden voor terugkoopprogramma's en stabilisatiemaatregelen, <i>PbEU</i> 2016, L 173/34	703
P	Uitvoeringsrichtlijn (EU) 2015/2392 van de Commissie van 17 december 2015 bij Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot de melding van daadwerkelijke of potentiële inbreuken op deze verordening aan de bevoegde autoriteiten, <i>PbEU</i> 2015, L 332/126	715
Q	ESMA, Richtsnoeren MAR, Personen die marktpeilingen ontvangen, 10 november 2016, ESMA/2016/1477 NL	725
R	ESMA, Richtsnoeren MAR, Uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap, 20 oktober 2016, ESMA/2016/1478 NL	731
S	ESMA, Richtsnoeren bij de Verordening marktmisbruik (MAR) Informatie omtrent markten voor grondstoffenderivaten of daaraan gerelateerde spotmarkten met het oog op de definitie van voorwetenschap inzake grondstoffenderivaten, 17 januari 2017, ESMA/2016/1480 NL	735

Registers

-	Europese verordeningen en richtlijnen	741
-	Nederlandse regelgeving	747
-	Jurisprudentie	751
-	Literatuur	757
-	Afkortingen	767
-	Trefwoorden	771

HOOFDSTUK 1

INLEIDING

*D.R. Doorenbos, J.B.S. Hijink, M.P. Nieuwe Weme & T.M. Stevens*¹

1.1 Aanleiding, object en doelstelling van het onderzoek

De aanleiding voor de productie van deze derde druk van het Handboek Marktmisbruik is gelegen in de inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik en de nieuwe Richtlijn Marktmisbruik op 3 juli 2016.² De Nederlandse wetgeving ter uitvoering en implementatie van deze verordening en richtlijn trad in werking op 11 augustus 2016.³ In de kern bevat dit handboek een analyse van, en commentaar op, het marktmisbruikregime zoals dat sinds 3 juli 2016 geldt in de Nederlandse rechtssfeer.

In de Inleiding op de vorige druk van dit handboek werd reeds opgemerkt dat onder de noemer “marktmisbruik” primair de verschijnselen vallen die – tot op heden nog steeds – in het spraakgebruik worden aangeduid als handel met, of misbruik van, voorwetenschap, koersmanipulatie en openbaarmaking van “koersgevoelige informatie”.

1 Prof. mr. D.R. Doorenbos is hoogleraar ondernemingsstrafrecht (Onderzoekcentrum Onderneming & Recht), Radboud Universiteit te Nijmegen en advocaat bij Stibbe te Amsterdam. Prof. mr. J.B.S. Hijink is hoogleraar jaarrekeningenrecht, Van der Heijden Instituut (Onderzoekcentrum Onderneming & Recht), Radboud Universiteit te Nijmegen en advocaat bij Stibbe te Amsterdam. Prof. mr. M.P. Nieuwe Weme is hoogleraar ondernemingsrecht, Van der Heijden Instituut (Onderzoekcentrum Onderneming & Recht), Radboud Universiteit te Nijmegen. Mr. T.M. Stevens is advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

2 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124 EG, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie (*PbEU* L 173/1); Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (richtlijn marktmisbruik), *PbEU* 2014, L 173/179.

3 Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik (*Stb.* 2016, 297, behandeld onder Kamerstukken 34455).

Het marktmisbruikregime heeft zich de afgelopen decennia ontwikkeld van strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap (in 1989⁴), via de Wet Marktmisbruik in 2005,⁵ tot een uitgebreid complex van regelgeving. Die regelgeving omvat niet alleen verboden om (te trachten) te handelen met voorwetenschap, iemand aan te raden of ertoe te zetten met voorwetenschap te handelen, voorwetenschap wederrechtelijk mee te delen of (te trachten) de markt te manipuleren.⁶ Het bevat tevens het gebod voor uitgevende instellingen om onverwijld voorwetenschap openbaar te maken en tal van preventieve maatregelen, waaronder registratie- en meldingsverplichtingen, die gericht zijn op preventie en opsporing van gebruik van voorwetenschap of van marktmanipulatie.⁷ Met name de omvang en mate van detaillering van deze preventieve maatregelen is fors toegenomen in het nieuwe marktmisbruikregime.

Het complex van regelgeving waarin het marktmisbruikregime zijn neerslag heeft gekregen is als gevolg van de Verordening Marktmisbruik en de nieuwe Richtlijn Marktmisbruik en de daarop gebaseerde Europese regelgeving verder uitgedijd, zoals in de volgende paragraaf kort wordt geschetst. Het thema marktmisbruik blijft daarmee in meer dan één opzicht een uitdagend onderzoeksobject. Allereerst omdat tal van vragen betreffende wetsuitleg van begrippen, toepassing van uitzonderingen en uitlatingen van toezichthouders (nog) niet aan de rechter zijn voorgelegd. De door de Europese wetgever geregelde en door toezichthouders van een verdere uitleg voorziene materie is op onderdelen nieuw, en voor zover niet nieuw tot op heden niet uitgekristalliseerd. Dat kan aanleiding geven voor discussie. De praktijk zal voorlopig een eigen weg dienen te zoeken zonder daarvoor veel houvast te kunnen vinden in jurisprudentie. Een handboek als dit kan derhalve in een behoefte voorzien en bouwstenen aanreiken voor oplossingen van actuele en toekomstige rechtsvragen.

In de tweede plaats komen bij het complex van regelgeving waarin het marktmisbruikregime is neergelegd, tal van juridische deeldisciplines samen. Hoewel het marktmisbruikregime in toenemende mate Europeesrechtelijk van aard is, blijft het belang van (de Nederlandse) rechtsgebieden als bestuursrecht, strafrecht, civiel recht en vennootschapsrecht onverminderd groot. De beantwoording van concrete rechtsvragen op het terrein van marktmisbruik vergt niet zelden een bredere blik dan

4 Door de Wet van 2 februari 1989, *Stb.* 1989, 16 (in werking getreden op 16 februari 1989).

5 Wet van 23 juni 2005, *Stb.* 2005, 346.

6 Artikelen 14 en 15 Verordening Marktmisbruik.

7 Onder meer voortvloeiend uit respectievelijk de artikelen 17, 16, 18 en 19 Verordening Marktmisbruik.

bijvoorbeeld een eenzijdige strafrechtelijke of eenzijdige vennootschapsrechtelijke benadering. Om die reden is ten behoeve van dit handboek een auteursteam samengesteld waarin zo veel mogelijk de deskundigheid op de diverse relevante rechtsgebieden vertegenwoordigd is.

1.2 De (verdere) Europeanisering van het marktmisbruikregime

De dynamiek van de wet- en regelgeving inzake het marktmisbruikregime is onverminderd groot. De, als gevolg van de Verordening Marktmisbruik en de nieuwe Richtlijn Marktmisbruik, verdere Europeanisering van het marktmisbruikregime heeft geleid tot fundamentele wijzigingen in de rechtsgronden waarop de marktmisbruikregelgeving is gebaseerd. Weliswaar zijn de materiële voorschriften die zien op de verboden van handel en mededelen van voorwetenschap, het verbod van marktmanipulatie en het gebod tot openbaar maken van voorwetenschap in grote lijnen gelijkloidend gebleven. De wijze waarop deze voorschriften in de Nederlandse rechtsorde doorwerken, door middel van een rechtstreeks werkende Europese verordening, is echter fundamenteel gewijzigd ten opzichte van het marktmisbruikregime zoals dat gold voorafgaand aan 3 juli 2016.

In het verlengde van deze wijziging geldt onder het nieuwe regime bovendien dat veel, gedetailleerde, uitvoeringsvoorschriften zijn uitgevaardigd door de Europese Commissie, op basis van voorstellen van de *European Securities and Markets Authority* ("ESMA"), eveneens in de vorm van rechtstreeks werkende Europese verordeningen. Daarnaast zijn door ESMA (niet-bindende) *guidelines* uitgevaardigd over de wijze waarop uitgevende instellingen invulling dienen te geven aan de mogelijkheid om openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen en hoe om moet worden gegaan met zogenoemde 'marktpelingen' (waaronder het polsen van grootaandeelhouders). ESMA publiceert verder op regelmatige basis *Questions and Answers* over de Verordening Marktmisbruik, met als doel bij te dragen aan consistente en uniforme uitleg en toepassing van de voorschriften in de Verordening Marktmisbruik en de daarop gebaseerde verordeningen.

Het gevolg van deze Europeanisering van het marktmisbruikregime is dat nationale wet- en regelgevers, toezichthouders én rechters (nog) minder dan voorheen ruimte hebben om een eigen, nationale, invulling en interpretatie aan de voorschriften van marktmisbruik te geven. Daar waar in de rechtsreeks werkende Europese verordeningen onderwerpen van marktmisbruik zijn geregeld, zullen deze autonoom moeten worden uitgelegd. Het Hof van Justitie van de Europese Unie ("HvJ EU") heeft

daarin het laatste woord. Daar waar in de Europese verordeningen elementen van het marktmisbruikregime (nog) niet zijn geregeld, bestaat nog enige ruimte voor nationale instanties. Die ruimte is echter kleiner dan onder het regime zoals dat gold voor 3 juli 2016, en daar waar nog ruimte bestaat zal ESMA die naar verwachting door middel van het geven van interpretaties de komende jaren (verder) inperken.

In het licht van deze Europeanisering van het marktmisbruikregime hebben de auteurs in dit handboek in hun bijdragen in het bijzonder aandacht geschonken aan de Europese wetsgeschiedenis en jurisprudentie van het HvJ EU omtrent de marktmisbruikvoorschriften. Interpretaties van de Nederlandse voorschriften die golden tot 3 juli 2016 – gegeven door de Nederlandse wetgever, de toezichthouder, of rechters – kunnen een bron van inspiratie vormen voor de wijze waarop onderdelen van het marktmisbruikregime moeten worden geïnterpreteerd, of kunnen als illustratie gelden voor de wijze waarop deze onderdelen in het verleden werden uitgelegd. Gegeven het afgenomen belang van deze specifiek Nederlandse interpretaties is in dit handboek in mindere mate aandacht geschonken aan dergelijke standpunten die de Nederlandse wetgever, toezichthouder of rechters in het verleden hebben ingenomen.⁸

1.3 De inhoud van dit handboek

Zoals hiervoor is opgemerkt, bevat dit handboek in de kern een analyse van en commentaar op het marktmisbruikregime zoals dat geldt in de Nederlandse rechtssfeer vanaf 3 juli 2016. De te bespreken onderwerpen zijn onderverdeeld in 11 hoofdstukken.

Na dit inleidende hoofdstuk, besteedt Kristen diepgaand aan de Europese aanpak van marktmisbruik.⁹ Daarbij wordt meer uitvoerig aandacht geschonken aan de hiervoor als Europeanisering van het marktmisbruikregime aangeduide ontwikkeling van gelede normstelling in verschillende Europese rechtsinstrumenten. Vervolgens bespreekt Doorenbos de kernelementen van het begrip “voorwetenschap” en van de omschrijving “handel met voorwetenschap”, alsmede de uitzonderingen die de Verordening Marktmisbruik geeft op het verbod om met voorwetenschap te handelen.¹⁰ Het verbod op het mededelen van voor-

8 Verwezen wordt naar de vorige druk van dit handboek – uit 2008 – waarin in de uiteenlopende bijdragen aandacht is geschonken aan deze nationale elementen.

9 Hoofdstuk 2.

10 Hoofdstuk 3.

wetenschap en de specifieke regeling in de Verordening Marktmissbruik voor het doen van marktpeilingen worden in het daarop volgende hoofdstuk besproken door Van der Klip.¹¹ De verplichtingen voor uitgevende instellingen om insiderlijsten bij te houden, en andere preventieve maatregelen, worden vervolgens beschreven door Ploeger en De Casseres.¹²

Aan het verbod op marktmanipulatie wordt aandacht geschonken door Raas.¹³ Daarna volgt bespreking van de verplichting voor uitgevende instellingen om onverwijld voorwetenschap openbaar te maken door Stevens.¹⁴ Daarbij wordt ook ingegaan op voorbeelden van voorwetenschap, de mogelijkheid van uitstel en de formaliteiten die daarbij in acht moeten worden genomen. Zoals hiervoor werd opgemerkt, omvat het marktmissbruikregime ook bepalingen gericht op preventie en is met name de omvang en mate van detaillering van dergelijke bepalingen in het nieuwe marktmissbruikregime uitgebreid. Hieraan wordt aandacht geschonken door Schutte, die over het onderwerp meldingsverplichtingen en gesloten perioden schrijft.¹⁵ In het daaropvolgende hoofdstuk besteedt 't Hart aandacht aan preventie en de opsporingsplicht van (onder andere) beleggingsondernemingen.¹⁶

Het onderwerp toezicht, handhaving en civielrechtelijke aansprakelijkheid komt aan de orde in het drietal daaropvolgende hoofdstukken. Roth schrijft over (bestuursrechtelijk) toezicht op en handhaving van marktmissbruikbepalingen door de AFM.¹⁷ Vervolgens schenken Italianer en Honig aandacht aan de strafrechtelijke handhaving van de marktmissbruikbepalingen.¹⁸ Busch beschrijft daarna in hoeverre de civiele rechter gebonden is aan de kernbepalingen uit de Verordening Marktmissbruik. Daarbij wordt onder meer aandacht geschonken aan de vraag of civiele rechters strenger dan wel soepeler mogen zijn dan deze kernbepalingen en aan de invloed van de kernbepalingen van de Verordening Marktmissbruik op het relativiteitsvereiste en het vereiste van causaal verband.¹⁹

11 Hoofdstuk 4.
12 Hoofdstuk 5.
13 Hoofdstuk 6.
14 Hoofdstuk 7.
15 Hoofdstuk 8.
16 Hoofdstuk 9
17 Hoofdstuk 10.
18 Hoofdstuk 11.
19 Hoofdstuk 12.

Ten slotte volgt een concluderend hoofdstuk van de hand van de redactie waarin een aantal voor de theorie en praktijk belangrijke tendensen en knelpunten, naar aanleiding van de in dit Handboek Markt-misbruik opgenomen bijdragen, wordt aangestipt.²⁰

Dit handboek is afgesloten op 1 januari 2018.

HOOFDSTUK 2

EUROPESE AANPAK VAN MARKTMISBRUIK

*F.G.H. Kristen*¹

2.1 Inleiding

Europa heeft de aanpak van marktmisbruik op de financiële markten aan zich getrokken. Marktmisbruik is een begrip met een Europese oorsprong. Met de Richtlijn Marktmisbruik 2003² is marktmisbruik als (juridisch) begrip binnen de Europese Unie geïntroduceerd.³ In de preambule van deze richtlijn wordt de omschrijving van marktmisbruik gegeven: “Marktmisbruik omvat handel met voorwetenschap en marktmanipulatie”.⁴ Daarbij omvat handel met voorwetenschap in de Richtlijn Marktmisbruik 2003 niet alleen het aangaan van transacties in financiële instrumenten met het gebruik maken van voorwetenschap. Het ziet ook op het aanbevelen van een transactie in financiële instrumenten en het mededelen van voorwetenschap.

1 Prof. mr. F.G.H. Kristen is hoogleraar strafrecht en strafprocesrecht aan de Universiteit Utrecht en verbonden aan het Utrecht Centre for Accountability and Liability Law (Ucall).

2 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), *Pb EU* 2003, L 96/16.

3 Voor 2003 bestond het begrip ‘marktmisbruik’ reeds als beleidsterm. Het is in 2000 voor de Europese Unie voorgesteld door FESCO (i.e. The Forum of European Securities Commissions, inmiddels opgeheven en opgegaan in The Committee of European Securities Regulators, dat op zijn beurt is opgegaan in ESMA) die zich daarbij heeft laten inspireren door de Britse aanpak in de Financial Services and Markets Act 2000; zie FESCO, Market Abuse. FESCO’s response to the call for views from the Securities Regulators under the EU’s Action Plan for Financial Services COM(1999) 232, 29th June 2000, Fesco/00-0961, p. 4-6.

4 Ov. 12 preambule Richtlijn Marktmisbruik 2003. De Engelse en de Duitse taalversies zijn gelijkkluidend. De Franse taalversie brengt iets meer tot uitdrukking dat het geen formele definitie betreft: ‘La notion d’abus de marché recouvre les opérations d’initiés et les manipulations de marché.’

Met ingang van 3 juli 2016 is de Richtlijn Marktmissbruik 2003 vervangen door de Verordening Marktmissbruik⁵ en de Richtlijn Marktmissbruik 2014.⁶ Beide rechtsinstrumenten gaan nog steeds uit van het begrip ‘marktmissbruik’. In de preambule van de Verordening Marktmissbruik wordt, in navolging van de Richtlijn Marktmissbruik 2003, zij het wat anders geformuleerd, marktmissbruik aangeduid als handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie (ov. 7, 86). Deze ‘onwettige gedragingen’ moeten worden aangepakt en daartoe is met de Verordening Marktmissbruik en de Richtlijn Marktmissbruik 2014 een nieuw regime ingevoerd. Als het gaat om de repressieve kant in de zin van de verbodsbepalingen inzake marktmissbruik zijn de inhoudelijke wijzigingen overzienbaar. Maar waar het de preventieve kant betreft, dat wil zeggen de voorschriften die marktmissbruik beogen te voorkomen door onder meer meldings- en rapportageverplichtingen op te leggen, en/of flankerende bevoegdheden bevatten etc., zijn de veranderingen ingrijpend. Voorts is ingrijpend de keuze voor het rechtsinstrument van de verordening, omdat dat direct gevolgen heeft voor de verhouding tussen het Unierecht en het nationale recht. In dit hoofdstuk wordt dan ook uitgebreid ingegaan op de keuze voor de rechtsinstrumenten en de juridische gevolgen daarvan (zie § 2.3). Vervolgens beschrijven § 2.4 en § 2.5 de doelstellingen en (kort) de inhoud van de Verordening Marktmissbruik en de Richtlijn Marktmissbruik 2014. Dit hoofdstuk sluit af met een korte slotbeschouwing (§ 2.6). Alvorens aan dit alles toe te komen, volgt eerst een schets van de ontwikkeling van de Europese aanpak van marktmissbruik in vier fasen (§ 2.2).

2.2 Naar één Europese financiële markt

Vanaf de eerste Europese regeling, i.e. de Europese gedragscode voor effectentransacties van 1977,⁷ is de normstelling en de regulering van marktmissbruik in toenemende mate Europees geworden. Met de Veror-

5 Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (Verordening marktmissbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie, *PbEU* 2014, L 173/1.

6 Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (richtlijn marktmissbruik), *PbEU* 2014, L 173/179.

7 Aanbeveling van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties (77/534/EEG), *Pb EG* 1977, L 212/37.

dening Marktmisbruik zijn het zelfs Europese wettelijke regels geworden. Daarmee heeft een wezenlijke kentering in de aanpak van marktmisbruik plaatsgevonden. Die is binnen de gehele Europese Unie van een nationaal niveau opgetild naar het niveau van de Europese Unie. De aansprakelijkheid voor marktmisbruik en de regulering van marktmisbruik met haar flankerende regels worden nu volledig bepaald door de Europese Unie. Daarmee is één set van uniforme regels ontstaan die alle Europese financiële markten beheersen. Een van de doelstellingen van de Verordening Marktmisbruik is dan ook het geven van een 'single rulebook' (zie hierna § 2.4.1). Dat draagt bij aan het tot stand brengen van één Europese financiële markt. En dat past bij de interne markt die de Europese Unie nastreeft (art. 3 lid 3 VEU).

Deze ontwikkeling voltrekt zich naar mijn mening in een viertal fasen. Deze vier fasen heb ik eerder geïdentificeerd en uitgebreid beschreven.⁸ Om die reden volgt op deze plaats een samenvattende bespreking van die vier fasen. Daarbij richt ik mij vooral op de ontwikkelingen inzake de verbodsbepalingen van marktmisbruik.

De eerste fase vangt aan in 1966 met het verschijnen van het rapport van de Commissie-Segré. Deze commissie had tot opdracht alle belemmeringen voor het functioneren van de kapitaalmarkten van de lidstaten te onderzoeken en voorstellen te doen om tot een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt te komen.⁹ Deze opdracht moest worden gezien in het licht van de doelstelling van de in 1957 opgerichte Europese Economische Gemeenschap om te komen tot economische integratie van de aangesloten landen door instelling van een gemeenschappelijke markt, zie art. 2 EG-Verdrag 1957. Dit is overigens nog steeds één van de doelstellingen van de Europese Unie, zie art. 3 leden 3-4 VEU en art. 2 lid 3, 3 lid 1, 4 lid 2 sub a en 5 VWEU.

In deze eerste fase, die loopt tot ongeveer 1989, is op Europees niveau het misbruik maken van voorwetenschap als laakbaar gedrag aangewezen en zijn voorstellen gedaan om dit op het niveau van de Europese Unie te reguleren.¹⁰ Dat is evenwel op verzet van de lidstaten gestuit. Die wensten het eigen, nationale beleid te handhaven. Het

8 Zie F.G.H. Kristen, Ontwikkelingen in de Europese aanpak van marktmisbruik, in: H.J. de Kluiver, F.G.H. Kristen & N. Lemmers, *Market Abuse Regulation: Van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 5-55.

9 C. Segré e.a., *Het tot stand brengen van een Europese kapitaalmarkt*, Brussel: z.u. 1966, p. 5, 11.

10 F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 109-120.

optreden van de Europese Unie is beperkt gebleven tot het aannemen van de Europese gedragscode voor effectentransacties van 1977. Deze gedragscode was neergelegd in het rechtsinstrument van een aanbeveling. Die schepte geen concrete, verbindende verplichtingen voor de lidstaten om in het nationale recht voorschriften vast te stellen die marktmisbruik zouden moeten tegengaan. De gedragscode kende geen aanbeveling om marktmisbruik te verbieden. Zij richtte zich met haar aanbevelingen, algemene beginselen en soms concrete instructies op de preventieve kant.¹¹

De Europese verbodsbepalingen inzake marktmisbruik kwamen met de invoering van de Richtlijn transacties van ingewijden.¹² Daarmee ving de tweede fase aan, die liep van 1989 tot 2003. In deze tweede fase heeft de Europese wetgever de aanpak van marktmisbruik, toen nog bestaande in gebruik van voorwetenschap en het mededelings- en aanbevelingsverbod, aan zich getrokken in het zicht van de instelling van de interne markt in 1992. Met een richtlijn die minimumharmonisatie beoogde,¹³ werden minimumvoorschriften gesteld die de lidstaten dwongen om in het nationale recht een verbod van handel met voorwetenschap en een mededelings- en aanbevelingsverbod in te voeren (art. 2-4). Later zou blijken dat de wijze waarop de verbodsbepalingen inzake handel met voorwetenschap zijn vormgegeven en hun formulering nog steeds leidend is; deze vormgeving en formulering vertoont grote gelijkenis met die van de verbodsbepalingen van de Verordening Marktmisbruik.¹⁴ Een verbod van marktmanipulatie was niet voorzien in de richtlijn. Het belangrijkste voorschrift van preventieve aard was de uitbreiding van de verplichting voor uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie openbaar te maken van richtlijn 79/279/EEG (art. 7). De richtlijn stelde geen voorschriften ten aanzien van de sanctionering, behoudens de algemene opdracht om sancties beschikbaar te stellen waarbij die sancties zwaar genoeg moeten zijn om de naleving van de verbodsbepalingen te bewerkstelligen (zie art. 13). Doordat de richtlijn zag op minimumharmonisatie en het Europese toezicht op de naleving van de richtlijn zeer beperkt was, kregen de lidstaten veel ruimte voor het voeren van eigen beleid. Zo kon Nederland vasthouden aan art. 336a Sr (oud) en die bepaling bij overheveling naar de Wet toezicht effectenverkeer meermalen aanscherpen.

11 Voor een bespreking van de gedragscode, zie Kristen (2004), p. 120-125.

12 Richtlijn van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG), *Pb EG* 1989, L 334/30.

13 Zie Kristen (2004), p. 149-160.

14 Zie *Kamerstukken II* 2015/16, 34455, nr. 3 (MvT), p. 3, 14, 15; *Kamerstukken II* 2015/16, 34455, nr. 7, p. 2; Kristen (2017), p. 63.