



Vereniging VEB NCVB

Postbus 240, 2501 CE Den Haag
Amaliastraat 7, 2514 JC Den Haag

T: +31 (0)70 313 00 00
F: +31 (0)70 313 00 99

I: www.veb.net
E: info@veb.net

IBAN: NL58 ABNA 0429 6550 02
K.v.K.: 40408053

Ministerie van Financiën

Korte Voorhout 7
Postbus 20201
2500 EE Den Haag

Internetconsultatie Besluit uitvoering verordening marktmisbruik

16 december 2016

Reactie van:

VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS (VEB)

Contactpersonen: Sibe de Bok

Adres: Amaliastraat 7
2514 JC Den Haag

Telefoon: +31 (0)70 313 00 00

Fax: +31 (0)70 313 00 99

1. Inleiding

De Vereniging van Effectenbezitters (“**VEB**”) heeft met aandacht kennis genomen van het Besluit uitvoering verordening marktmisbruik (“**Uitvoeringsbesluit**”) dat op 17 november 2016 ter consultatie aan de markt is voorgelegd.

De VEB werd opgericht in 1924 met als (statutair) doel het behartigen van de belangen van beleggers. Tegenwoordig is de VEB, met circa 45.000 leden, de grootste vereniging van beleggers in de Benelux. In die hoedanigheid is de VEB betrokken bij een groot aantal juridische procedures, waaronder procedures die zien op het te laat openbaar maken van voorwetenschap.¹ De VEB heeft ook belang bij optimale rechtsbescherming voor beleggers en gedegen wet- en regelgeving die zorgen voor een optimaal functionerende effectenmarkt. De VEB reageert derhalve graag op consultaties van wetgevingsinitiatieven. Dit mede gezien het feit dat individuele particuliere beleggers zelf zelden in staat zijn hun belang zelfstandig te vertegenwoordigen in het wetgevingsproces.

2. Algemeen standpunt omtrent de openbaarmaking van voorwetenschap

Voor een optimaal functioneren van de effectenmarkt is het van groot belang dat beleggers vertrouwen hebben in haar goede werking. Dit vertrouwen is zowel van belang voor uitgevende instellingen die voor hun activiteiten kapitaal nodig hebben, als voor beleggers die kapitaal aan uitgevende instellingen ter beschikking stellen.

Teneinde het vertrouwen van beleggers te winnen en te behouden, zal aan beleggers actuele, volledige en betrouwbare informatie verstrekt moeten worden door en over uitgevende instellingen. Hierdoor worden beleggers in staat gesteld om weloverwogen en goed geïnformeerde beleggingsbeslissingen te nemen. Tevens levert de openbaar te maken informatie een bijdrage aan een efficiënte prijsvorming op de effectenmarkt. Daardoor wordt een optimale allocatie van kapitaal bevorderd.

De voor uitgevende instellingen geldende verplichting tot onverwijld openbaarmaking van voorwetenschap is vanuit die gedachte van eminent belang. De mogelijkheid tot uitstel van openbaarmaking van dergelijke informatie dient dan ook onderhevig te zijn aan stringente en voor de markt duidelijke regels. Deze regels dienen proactief en adequaat te worden gehandhaafd door de Autoriteit Financiële Markten (“**AFM**”).

3. Specifieke opmerkingen bij de mogelijkheid tot uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap onder de nieuwe Verordening marktmisbruik

Graag gaat de VEB in deze reactie in op een tweetal zaken. Allereerst wenst de VEB haar zienswijze te geven op de voorwaarden waaraan bij het uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap dient te zijn voldaan. Deze voorwaarden zijn neergelegd in artikel 17, vierde lid, van de verordening marktmisbruik (“**Verordening**”).

¹ Zie bijvoorbeeld de procedure van de VEB tegen Super de Boer (Hof Arnhem Leeuwaren 11 november 2014 ECLI:NL:GHARL:2014:8609 JOR 2015/71 m. nt. G.T.J. Hoff (*Super de Boer/VEB*)) en Ziggo (Rb Midden Nederland 27 juli 2016 ECLI:NL:RBMNE:2016:4094, JOR 2016/305 m.nt. G.T.J. Hoff).

Hoewel deze uitstelvoorwaarden niet direct aan bod komen in het Uitvoeringsbesluit en – op enkele redactionele verschillen na – gelijk zijn aan de voorheen geldende uitstelvoorwaarden onder artikel 5:25i van de Wet financieel toezicht (“Wft”), is de VEB van mening dat deze voorwaarden, mede in het licht van de richtsnoeren die op 13 juli 2016 zijn gepubliceerd door de European Securities and Markets Authority (“ESMA”), meer duiding verdienen.

Daarnaast wenst de VEB haar visie te geven op de *ex-post* meldingsplicht voor uitgevende instellingen. Deze meldingsplicht is nieuw en volgt eveneens uit artikel 17, vierde lid, van de Verordening. Bijzondere aandacht verdient het besluit van het Ministerie van Financiën (“**het Ministerie**”) om gebruik te maken van de lidstaatoptie om daarbij geen toelichting te vereisen van uitgevende instellingen op de wijze waaraan is voldaan aan de uitstelvoorwaarden.

3.1 Uitstelvoorwaarden

Bij het uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap dient overeenkomstig artikel 17, vierde lid, van de Verordening aan drie cumulatieve voorwaarden te zijn voldaan: i) onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling; ii) het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van openbaarmaking zou worden misleid; en iii) de uitgevende instelling is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te waarborgen.

In de markt heerst echter grote onduidelijkheid omtrent deze uitstelvoorwaarden. De VEB zou graag zien dat het Ministerie meer duiding geeft, daarbij rekening houdend met de eerdergenoemde richtsnoeren van ESMA. Wat betreft deze uitstelvoorwaarden, wijst de VEB het Ministerie graag op het volgende.

Schade aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling

Allereerst moet worden opgemerkt dat de formulering van deze voorwaarde enigszins is aangescherpt. Terwijl in artikel 5:25i van de Wft stond vermeld dat het uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling moet dienen, bepaalt artikel 17, vierde lid, sub a van de Verordening, dat de openbaarmaking enkel mag worden uitgesteld indien ‘onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade [zou] toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling’.

Een uitgevende instelling dient dus voldoende aannemelijk te maken dat de openbaarmaking van voorwetenschap haar rechtmatige belangen waarschijnlijk schaadt. De VEB wil benadrukken dat het hier geen belangenafweging betreft. Om het primaat van de plicht tot onverwijld openbaarmaking ter zijde te kunnen schuiven, dient sprake te zijn van een reële verwachting dat een concreet en legitiem belang van de uitgevende instelling wordt geschaad bij onmiddellijke openbaarmaking².

Geen misleiding van het publiek

Verder dient het niet waarschijnlijk te zijn dat het publiek door een uitstel wordt misleid. Van misleiding is in ieder geval sprake indien de achtergehouden informatie niet verenigbaar is

² Zie ook: G.T.J. Hoff, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik’. *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016/12, p. 507-524.

met hetgeen eerder door de uitgevende instelling aan de markt is medegedeeld. Ook wanneer bekend is bij de uitgevende instelling dat de eerder door haar geuite financiële doelstelling(en) niet wordt behaald, dient zij dit onverwijld te melden aan de markt.

In de richtsnoeren van ESMA wordt een derde omstandigheid genoemd waarbij het waarschijnlijk is dat het publiek wordt misleid, namelijk indien de voorwetenschap die de uitgevende instelling voornemens is achter te houden afwijkt van marktverwachtingen. Hieromtrent heeft veel discussie plaatsgevonden. Verscheidene stakeholders wezen erop dat voorwetenschap per definitie afwijkt van marktverwachtingen. Immers, indien dit niet het geval zou zijn, zou de informatie geen invloed hebben op de prijs van het aandeel.

In reactie op deze zorgen heeft ESMA bepaald dat de marktverwachtingen gebaseerd dienen te zijn op signalen afgegeven door de uitgevende instelling. Graag licht de VEB met een voorbeeld toe waar zij, wat betreft afwijkingen van marktverwachtingen, vindt dat de scheidslijn behoort te liggen tussen een rechtmatig uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap en uitstel dat waarschijnlijk tot misleiding van het publiek leidt.

Het uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap geschiedt geregeld in het kader van overnameonderhandelingen. Indien bekend is bij het publiek dat de groeistrategie van de uitgevende instelling afhankelijk is van overnames, en de onderneming waarmee de uitgevende instelling in onderhandelingen treedt qua aard binnen de overnamestrategie past, is volgens de VEB sprake van een rechtmatig uitstel (uiteraard mits ook een rechtmatig belang van de uitgevende instelling waarschijnlijk geschaad zou worden bij openbaarmaking en de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid tijdens het uitstel waarborgt).

Echter, indien de uitgevende instelling eerder signalen aan de markt heeft afgegeven - in interviews, road shows of enige andere communicatievorm die door de uitgevende instelling georganiseerd is of met haar goedkeuring heeft plaatsgevonden – waaruit het publiek redelijkerwijs kan concluderen dat de uitgevende instelling, als onderdeel van haar groeistrategie, geen overname voorziet of in ieder geval niet van een onderneming met een aard als die van de onderneming waarmee de uitgevende instelling in onderhandelingen is getreden, is het volgens de VEB waarschijnlijk dat het publiek wordt misleid.

Tot slot mag het geen discussie zijn dat het een uitgevende instelling niet is toegestaan tijdens het uitstel mededelingen te doen die in strijd zijn met de achtergehouden informatie. Er is in dergelijk geval immers sprake van het verstrekken van misleidende informatie. Tevens is de VEB van mening dat de uitgevende instelling tijdens het uitstel geen informatie aan de markt mag verstrekken die, door het ontbreken van de achtergehouden informatie, onvolledig is of verwarring oproept en het dus waarschijnlijk is dat het publiek wordt misleid.

Garanderen van vertrouwelijkheid

Bij de uitstel van openbaarmaking rust verder op de uitgevende instelling de verplichting de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie gedurende het uitstel te garanderen. Het betreft hier een resultaatsverbintenis – zie hierover de uitspraak inzake Super de Boer³. Ook in

³ Gerechtshof Amsterdam, 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, JOR 2015/71 m. nt. G.T.J. Hoff (*Super de Boer/VEB*).

het geval de uitgevende instelling alle wettelijk voorgeschreven maatregelen ter waarborging van vertrouwelijkheid heeft genomen (bijvoorbeeld het opstellen en bijhouden van een *insider list*), dient zij onmiddellijk tot openbaarmaking over te gaan indien het vertrouwelijke karakter van de achtergehouden informatie niet meer gegarandeerd is.

De VEB benadrukt in dit kader dat haar inziens niet hoeft te worden vastgesteld dat de vertrouwelijkheid daadwerkelijk is doorbroken. Er dient slechts een gerede twijfel te bestaan aan het voortduren van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap. Hiervan is sprake wanneer bepaalde geruchten of marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren, een concreet signaal opleveren dat de vertrouwelijkheid niet meer is verzekerd. Gezien het bovenstaande is het volgens de VEB van eminent belang dat elke uitgevende instelling, ongeacht de gedegenheid van haar maatregelen om de vertrouwelijkheid te waarborgen, bij het uitstel van openbaarmaking de nodige voorbereidingen treft om, in het geval de voorwetenschap onverhoopt niet langer meer vertrouwelijk kan worden gehouden, onmiddellijk tot openbaarmaking over te gaan⁴.

3.2 Plicht tot melding bij de AFM

Overeenkomstig artikel 17, vierde lid, van de Verordening zijn uitgevende instellingen voortaan verplicht om, zodra het uitstel is beëindigd, het uitstel te melden bij de nationale toezichthouder (in het geval van Nederland: de AFM).

De VEB acht dit een stap in de goede richting, maar zou graag zien dat het uitstel reeds bij zijn ingang wordt gemeld. Dit zou de AFM in staat stellen proactief toezicht te houden. Een melding bij aanvang van het uitstel stelt de AFM in staat om bij bovengenoemde concrete signalen dat de vertrouwelijkheid niet meer gewaarborgd is, tijdig in te grijpen. Indien de AFM niet op de hoogte is van het uitstelbesluit, kan zij ontwikkelingen op de beurs – denk aan omzet- en koersontwikkelingen – mogelijk niet op waarde schatten. Ook kan zij niet adequaat reageren op een eventuele handavingsverzoeken die zij ontvangt van bijvoorbeeld van de VEB of een marktpartij.

Een dergelijke meldingsplicht, niet zijnde een *ex-post* meldingsplicht, loopt normaliter tegen het bezwaar op dat het de AFM zou verplichten een inhoudelijke toets te verrichten naar het uitstelbesluit. Dit is volgens de VEB niet juist. Van enkel de melding gaat geen wettelijke opdracht uit om een inhoudelijke toetsing te verrichten. Zo is de AFM ook niet verplicht te controleren of bij de bij haar gemelde transacties door *insiders* in aandelen van de ‘eigen’ instelling mogelijk gebruik is gemaakt van voorwetenschap⁵.

⁴ Zie ook: G.T.J. Hoff, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik’. *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016/12, p. 507-524.

⁵ Zie ook: G.T.J. Hoff, ‘Openbaarmaking van koersgevoelige informatie; een pleidooi voor meer transparantie, betere wetgeving en actiever toezicht’, geraadpleegd op 14 december 2016, op <http://www.hoffadvocaten.nl/inhoud/uploads/2012/05/Openbaarmaking-KGI-meer-transparantie-betere-wetgeving-actiever-toezicht.pdf>

Tot slot reageert de VEB graag op het besluit van het Ministerie om bij de *ex-post* melding geen toelichting te vereisen van de uitgevende instelling op de wijze waarop voldaan is aan de uitstelvoorwaarden (Artikel III van het Uitvoeringsbesluit). Het Ministerie stelt in de Nota van Toelichting dat van deze lidstaatoptie gebruikt wordt gemaakt 'om te voorkomen dat de AFM talloze toelichtingen moet verwerken zonder dat er direct aanleiding is een melding van uitstel nader te onderzoeken'.

Deze toelichting vindt de VEB curieus. De VEB is het oneens met het Ministerie. De VEB ziet niet in waarom het niet mogelijk is hiervoor een gestroomlijnd verwerkingsproces in te richten, rekening houdend met de technologie van tegenwoordig en de veel complexere dataverwerkingsprocessen die de AFM in het kader van de Verordening en andere Europese financiële wet- en regelgeving – denk aan MiFID II – moet of heeft moeten instellen.

De verplichting om een toelichting te geven stelt de AFM in staat om, eventueel steekproefgewijs, een aanwezigheidsstoets te verrichten. De VEB is van mening dat hier een disciplinerende werking vanuit zal gaan. Uitgevende instellingen worden door de verplichte melding van de wijze waarop aan de uitstelvoorwaarden is voldaan – en de wetenschap dat de AFM controleert of deze toelichting daadwerkelijk aanwezig is – gedwongen om meer grondiger stil te staan bij de rechtmatigheid van het uitstelbesluit. Ook kan de AFM sneller ingrijpen bij vermoedens van een niet rechtmatig uitstel en kan zij een onderzoek aanvangen zonder medeweten en medewerking van de uitgevende instelling.

4. Afsluiting

De VEB hecht veel waarde aan het toetsen van voorgenomen wet- en regelgeving bij belanghebbenden en marktpartijen. De VEB maakt graag gebruik van de mogelijkheid om te reageren op voorstellen die raken aan de belangen van beleggers.

De VEB is gaarne bereid om voorgaande mondeling nader toe te lichten.
