

*Handboek Handel met voorwetenschap*

## **Recht en Praktijk Financieel Recht**

Onder redactie van prof. mr. D. Busch, dr. mr. F.M.A. 't Hart en prof. mr. V.P.G. de Serière

- FR1. M. Nelemans, Het verbod van marktmanipulatie
- FR2. G.R. Boshuizen en B.H. Jager, Verzekerd van toezicht – 2e druk
- FR3. B. Bierens, Revindicatoire aanspraken op giraal geld
- FR4. E.L.A. van Emden en E.A.L. van Emden, Bankgarantie – 7e druk
- FR5. K. Frielink en M. van Eersel, Toezicht trustkantoren in Nederland – 2e druk
- FR6. L.J. Silverentand en F.W.J. van der Eerden (red.), Hoofdlijnen Wft, - 4e druk
- FR7. R.E. van Esch, Giraal betalingsverkeer / Elektronisch betalingsverkeer – 3e druk
- FR8. J.M. van Poelgeest, Kredietverstreking aan consumenten – 2e druk
- FR9. E. van den Ing, Markttoegang financiële dienstverleners Wft
- FR10. K.A. Kralj, De prospectusplicht
- FR11. M. van Eersel, Handhaving in de financiële sector
- FR12. J. Diamant, De Collateral Richtlijn
- FR13. N. Lavrijssen, Verzekering verzekerd?
- FR14. R.E. van Esch, De financiële dienstverlener online
- FR15. J.P. Franx, Prospectusaansprakelijkheid uit onrechtmatige daad en contract
- FR16. R. Knopper, Toegankelijkheid, ADR en effectendienstverlening
- FR17. C.A. Oudshoorn, Grensoverschrijdend bankbeslag op geldvorderingen
- FR18. R.M.I. Lamp en M. Nelemans (red.), Handboek Handel met voorwetenschap

# Handboek Handel met voorwetenschap

*Onder redactie van*  
Prof. mr. R.M.I. Lamp  
Prof. mr. M. Nelemans

Verkorte citeerwijze: Lamp & Nelemans (red.), *Handboek Handel met voorwetenschap (R&P nr. FR18)* 2018/[paragraafnummer]

Volledige citeerwijze: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek Handel met voorwetenschap (Recht en Praktijk nr. FR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

Ontwerp omslag: Bert Arts bNO

ISBN 978 90 13 15080 3

ISBN 978 90 13 15081 0 (E-book)

NUR 827-295

© 2018, Wolters Kluwer Nederland B.V.

Onze klantenservice kunt u bereiken via: [www.wolterskluwer.nl/klantenservice](http://www.wolterskluwer.nl/klantenservice).

Auteur(s) en uitgever houden zich aanbevolen voor inhoudelijke opmerkingen en suggesties. Deze kunt u sturen naar: [boeken-NL@wolterskluwer.com](mailto:boeken-NL@wolterskluwer.com).

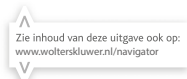
Alle rechten in deze uitgave zijn voorbehouden aan Wolters Kluwer Nederland B.V. Niets uit deze uitgave mag worden veeleelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Wolters Kluwer Nederland B.V.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16h t/m 16m Auteurswet jo. Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht ([www.reprorecht.nl](http://www.reprorecht.nl)).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en Wolters Kluwer Nederland B.V. geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Op alle aanbiedingen en overeenkomsten van Wolters Kluwer Nederland B.V. zijn van toepassing de Algemene Voorwaarden van Wolters Kluwer Nederland B.V. U kunt deze raadplegen via: [www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden](http://www.wolterskluwer.nl/algemene-voorwaarden).

Indien Wolters Kluwer Nederland B.V. persoonsgegevens verkrijgt, is daarop het privacybeleid van Wolters Kluwer Nederland B.V. van toepassing. Dit is raadpleegbaar via [www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies](http://www.wolterskluwer.nl/privacy-cookies).



NAVIGATOR

## Woord vooraf

Het verbod op handel met voorwetenschap vormt in zekere zin de klassieke kern van het financieel sanctierecht. Het richt zich op de eerlijkheid van financiële markten en tracht benadeling van beleggers door ingewijden met een informatievoorsprong te voorkomen. Voor het financieel recht is het verbod van groot belang, omdat door het verbod mede inhoud wordt gegeven aan een van de centrale begrippen in het financieel recht, namelijk voorwetenschap. Maar ook los hiervan is een belangrijk deel van de punitieve handhaving van financieel recht gericht op de bestrijding van marktmisbruik en handel met voorwetenschap in het bijzonder. Tot op de dag van vandaag vormt deze handel een probleem en is er terecht blijvende aandacht voor.

Voor de bestudering van het verbod op handel met voorwetenschap blijft het proefschrift van François Kristen uit 2004 het centrale boek. Sinds 2004 is er echter veel gebeurd. Er is hierdoor in wetenschap en praktijk behoefte aan een nieuw boek over dit onderwerp, mede in het licht van de Verordening Marktmisbruik. Dit handboek probeert aan deze behoefte te voldoen met een verzameling hoofdstukken over deelaspecten van het verbod.

Het handboek opent in deel I met een inleidend hoofdstuk over het Europese regime ten aanzien van handel met voorwetenschap en een hoofdstuk over de grondslagen van het verbod vanuit een economisch en ethisch perspectief. Vooral dit laatste hoofdstuk raden wij de praktijkjurist aan. Het zal leiden tot een verdieping in de wijze waarop naar het onderwerp wordt gekeken. In deel II staan het begrip ‘voorwetenschap’ en de normadressaten van het verbod centraal. Hier wordt in de kern ingegaan op de vraag van welke informatie welke personen geen gebruik mogen maken bij de handel in financiële instrumenten. In deel III staan de transactie en het gebruik van voorwetenschap centraal. Wat is handel, wat verstaan we onder ‘gebruik maken van’ voorwetenschap en wat is de reikwijdte van de exceptie van eigen voorwetenschap? Dit zijn de vragen die worden besproken in dit deel van het handboek. Deel IV richt zich op het delen van voorwetenschap in het licht van het mededelingsverbod en met betrekking tot marktpeilingen. Besproken wordt onder welke omstandigheden een uitzondering geldt op het verbod van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap. Dit is een voor de praktijk belangrijk onderwerp. Het ontstaan van voorwetenschap is binnen een uitgevende instelling aan de orde van de dag. Hierdoor komen de vragen met wie die informatie gedeeld mag worden en onder welke omstandigheden veelvuldig op. In deel V van het handboek wordt nader gekeken

naar de uitgevende instelling. In dit kader wordt onder andere ingegaan op de ‘voorwetenschap’-verplichtingen die rusten op uitgevende instellingen en het gebruik van insiderreglementen binnen uitgevende instellingen. Ten slotte ligt de focus in deel VI bij de handhaving. Besproken worden de meldplicht voor beleggingsondernemingen, de bestuursrechtelijke en strafrechtelijke handhaving, en bewijs en bewijslast.

Marktmisbruik in het algemeen, en handel met voorwetenschap in het bijzonder, zijn belangrijke en boeiende onderwerpen binnen het financieel recht. Bij deze onderwerpen gaat het in essentie om de grens van toelaatbaar gedrag op de financiële markten. Zowel de grens als de wijze waarop de grens wordt bepaald zijn hierbij belangrijk en boeiend. De keuzes die in dit kader worden gemaakt, zeggen veel over de wijze waarop we kijken naar financieel gedrag en de behoefte van bescherming van marktdeelnemers. Het is in dit kader een verrijking dat het Europees recht betreft. Dit brengt automatisch de internationale dimensie mee.

Wij hopen dat het handboek een waardevolle bron zal zijn voor lezers met een interesse in het verbod op handel met voorwetenschap. Wij bedanken dan ook vooral de auteurs die belangeloos hebben meegewerkt aan de totstandkoming van het boek. Een bijzonder woord van dank gaat uit naar Charlot van Mil, advocaat-stagiaire bij De Brauw Blackstone Westbroek. Zij heeft tal van avonden en weekenden willen opgeven voor het controleren, corrigeren en uniformeren van de teksten.

Roan Lamp en Matthijs Nelemans (red.)

Amsterdam, 1 november 2018

# Inhoudsopgave

WOORD VOORAF		V
I TER INLEIDING		1
<b>1</b>	<b>HET EUROPESE REGIME TEN AANZIEN VAN HANDEL MET VOORWETENSCHAP</b>	<b>3</b>
1.1	Inleiding	3
1.2	Een eerste poging	3
1.3	Richtlijn 89/552/EEG	4
1.4	Richtlijn 2003/6/EG	6
1.5	Verordening Marktmissbruik & Richtlijn Marktmissbruik 2014	7
1.6	Slot	11
<b>2</b>	<b>DE GRONDSLAGEN VAN HET VERBOD VANUIT EEN BREDER ECONOMISCH EN ETHISCH PERSPECTIEF</b>	<b>13</b>
2.1	Inleiding	13
2.2	Utilitaristische gronden	16
2.2.1	Marktefficiëntie	16
2.2.2	Schade aan de tegenpartij	19
2.2.3	Beleggersvertrouwen	21
2.2.4	Liquiditeit	21
2.2.5	Handel met voorwetenschap als een beloningsregeling	22
2.2.6	Afweging van de voor- en nadelen	23
2.3	Rechtvaardigheidsgronden	23
2.3.1	Gelijk bezit van informatie	23
2.3.2	Gelijke toegang tot informatie	24
2.4.	Eigendomsrechten in informatie	25
2.4.1	Lockeaanse benadering van eigendomsrechten (property rights)	26
2.4.2	Efficiëntie gedreven eigendomsrechten	26
2.4.3	Convergentie van de economische en de ethische benadering	27
2.4.4	Keuze aan de onderneming	28
2.5	Versterken van fiduciaire relaties	30
2.6	Slot	31
II VOORWETENSCHAP EN INGEWIJDEN		33
<b>3</b>	<b>HET BEGRIIP ‘VOORWETENSCHAP’</b>	<b>35</b>
3.1	Inleiding	35

3.2	De definitie van voorwetenschap	36
3.3	Concrete informatie	38
3.3.1	Inleiding	38
3.3.2	Nadere invulling van de concreetheidseis in de Verordening Marktmisbruik	39
3.3.3	Eerste voorwaarde: informatie betreffende een bestaande of redelijkerwijs te verwachten toekomstige situatie of gebeurtenis	40
3.3.4	Tweede voorwaarde van de concreetheidseis: specifiek genoeg om te concluderen over de mogelijke koersinvloed	43
3.3.5	Concrete informatie en geruchten	44
3.3.6	Samenstel van omstandigheden	44
3.4	Object van informatie: uitgevende instellingen of financiële instrumenten	45
3.4.1	Inleiding	45
3.4.2	Informatie betreffende uitgevende instellingen	45
3.4.3	Informatie betreffende financiële instrumenten	46
3.5	Niet openbaar gemaakte informatie	47
3.6	Significante invloed op de koers	50
3.6.1	Inleiding	50
3.6.2	Nadere invulling van de koersgevoeligheidseis: maatstaf van de redelijk handelende belegger	51
3.6.3	De redelijk handelende belegger; een nadere uitwerking	53
3.6.4	De rol van het feitelijke koersverloop en de koersrichting	54
3.7	Slot	56
<b>4</b>	<b>NORMADRESSATEN</b>	<b>57</b>
4.1	Inleiding; hoofdlijnen en achtergrond van de regeling	57
4.2	Algemene uitgangspunten voor de interpretatie	59
4.3	Bespreking van de onderscheiden categorieën primaire ingewijden	63
4.3.1	Causaliteit	64
4.3.2	Dagelijks beleidsbepalers, medebeleidsbepalers en toezichhouders	67
4.3.3	Deelnemers in het kapitaal	75
4.3.4	Functioneel toegangsgerechtigden	82
4.3.5	De deelnemer aan criminele activiteiten	87
4.4	Secundaire insiders	91
4.4.1	Inleiding	91
4.4.2	‘Weet of zou moeten weten’	92
4.4.3	Keuze tussen opzet en culpa niet verplicht, want niet bepalend voor strafmaximum	97
4.4.4	Overlap met primaire ingewijden mogelijk?	98
	III HET TRANSACTIEVERBOD	99
<b>5</b>	<b>HANDEL</b>	<b>101</b>
5.1	Inleiding	101
5.2	Wat is handel?	101
5.2.1	Verwerven of vervreemden	102
5.2.2	Annuleren of aanpassen gegeven order	104
5.2.3	Gebruik aanbeveling of aansporing	104
5.3	Voorbeelden van handel	105
5.4	Voorbeelden van situaties die niet kwalificeren als handel	105
5.5	Trachten te handelen en poging tot handel	106



5.6	Het toerekenen van handel	107
5.6.1	Toerekenen van handel aan een ander	107
5.6.2	Toerekenen van uitwinnen pandrecht aan de pandgever?	108
5.6.3	Toerekenen van een private placement in gesloten periodes	110
5.7	Meldingsplichten, insiderreglementen en het handelsbegrip	112
5.7.1	Meldingsplichten en het handelsbegrip	112
5.7.2	Insiderreglementen en het handelsbegrip	112
5.8	Slot	113
<b>6</b>	<b>GEBRUIK MAKEN VAN VOORWETENSCHAP</b>	<b>115</b>
6.1	Inleiding	115
6.2	De wetshistorische achtergrond van misbruik van, handel met of gebruik van voorwetenschap	117
6.2.1	Misbruik van voorwetenschap (1989-1999)	117
6.2.2	Handel met voorwetenschap (1999-2005)	121
6.2.3	Gebruik van voorwetenschap (2005-2016)	123
6.3	Het Spector-arrest	128
6.4	De implicaties van het Spector-arrest	131
6.5	Nederlandse rechtspraak gewezen na het Spector-arrest	138
6.5.1	De Landis-zaak	138
6.5.2	De VPV-zaak	143
6.5.3	De Qurius-zaak	148
6.6	Het rechtsregime van de Verordening Marktmissbruik	151
6.6.1	Inleiding	151
6.6.2	Van het transactieverbod uitgezonderde transacties	153
6.7	Slot	156
<b>7</b>	<b>EXCEPTIE MET BETREKKING TOT 'EIGEN' VOORWETENSCHAP</b>	<b>159</b>
7.1	Inleiding	159
7.2	Bronnen van de eigenvoorwetenschap-exceptie	160
7.2.1	Richtlijn 89/592/EEG	160
7.2.2	Richtlijn 2003/6/EG	162
7.2.3	Verordening Marktmissbruik	163
7.3	Relevante jurisprudentie	165
7.3.1	Cardio Control	165
7.3.2	Georgakis	167
7.3.3	VHS	168
7.4	Nadere analyse	173
7.4.1	Inleiding	173
7.4.2	Eigen voorwetenschap of niet?	173
7.4.3	Belang van de eigenvoorwetenschap-exceptie ná Spector	174
7.4.4	Voorwetenschap over zichzelf	174
7.5	Enkele relevante praktijksituaties	176
7.5.1	Opbouw van een belang door de bieder	176
7.5.2	Activistische aandeelhouders	178
7.6	Slot	180
	<b>IV HET DELEN VAN VOORWETENSCHAP</b>	<b>181</b>
<b>8</b>	<b>HET MEDEDELINGSVERBOD</b>	<b>183</b>
8.1	Inleiding	183
8.2	Het mededelingsverbod	184
8.3	Normadressaten	185

8.4	Inhoud van het mededelingsverbod	186
8.4.1	Doorgifteverbod	186
8.4.2	Aanbevelingsverbod	187
8.4.3	Derde	188
8.5	Uitzondering op het mededelingsverbod	188
8.5.1	Reikwijdte uitzondering	189
8.5.2	Reikwijdte uitzondering bij voorwetenschap over de uitgevende instelling	190
8.5.3	Reikwijdte uitzondering bij voorwetenschap over de handel	193
8.6	Enkele toepassingsvragen	195
8.6.1	Druk van een activistische aandeelhouder	195
8.6.2	De voorbereiding van een openbaar bod	197
8.7	Vertrouwelijkheid	200
8.8	Slot	200
<b>9</b>	<b>MARKTPEILINGEN</b>	<b>201</b>
9.1	Inleiding	201
9.2	Achtergrond	202
9.3	Marktpeilingen	203
9.3.1	Wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap	203
9.3.2	Het verrichten van marktpeilingen	204
9.4	Verplichtingen voor de partij die een marktpeiling verricht	205
9.4.1	Vaststellen van regelingen en procedures	205
9.4.2	Procedures voor het verrichten van marktpeilingen	205
9.4.3	Procedure voor standaard te verstrekken gegevens	206
9.4.4	Procedure voor melding wanneer informatie ophoudt voorwetenschap te zijn	207
9.4.5	De vastlegging van informatie	207
9.5	Verplichtingen voor de ontvangende partij	209
9.5.1	ESMA-richtsnoeren	209
9.5.2	Interne procedures en opleiding van personeel	210
9.5.3	Aangeven geen marktpeilingen te willen ontvangen	211
9.5.4	Beoordeling omtrent het in bezit hebben van voorwetenschap	211
9.5.5	Beoordeling financiële instrumenten	211
9.5.6	Notulen of notities	212
9.5.7	Bewaren van gegevens	212
9.6	Handhaving	212
9.7	Slot	213
	<b>V UITGEVENDE INSTELLINGEN</b>	<b>215</b>
<b>10</b>	<b>IMPACT OP UITGEVENDE INSTELLINGEN</b>	<b>217</b>
10.1	Inleiding	217
10.2	Reikwijdte Verordening Marktmisbruik	217
10.2.1	Bredere reikwijdte Verordening Marktmisbruik	217
10.2.2	Uitgevende instellingen op markten voor het midden- en kleinbedrijf	219
10.3	Verplichting tot openbaarmaking van voorwetenschap	219
10.3.1	Openbaarmaking voorwetenschap	219
10.3.2	Uitstel openbaarmaking	223
10.3.3	Informatieplicht na uitstel	226
10.3.4	Uitstel teneinde de stabiliteit van het financiële systeem te handhaven	227
10.4	Insiderlijst	227

10.4.1	De Wet op het financieel toezicht	227
10.4.2	De Verordening Marktmissbruik	228
10.4.3	Praktische kanttekeningen	230
10.5	Mededelingsverbod en marktpeilingen	231
10.6	Handelen in financiële instrumenten door managers	232
10.6.1	De Wet op het financieel toezicht	232
10.6.2	De Verordening Marktmissbruik	234
10.6.3	Praktische kanttekeningen	240
10.7	Inkoop van aandelen	241
10.7.1	De Wet op het financieel toezicht	242
10.7.2	De Verordening Marktmissbruik	243
10.7.3	Praktische kanttekeningen	246
<b>11</b>	<b>INSIDERREGLEMENTEN</b>	<b>249</b>
11.1	Inleiding en achtergrond	249
11.2	Het praktisch nut van insiderreglementen	249
11.2.1	Kenbaarheid van de regels en in kennis stellen van relevante personen	249
11.2.2	Actieve controle door de uitgevende instelling	251
11.2.3	AFM en verplichting insiderreglement	252
11.3	Het insiderreglement	252
11.3.1	Inhoud	252
11.3.2	Regels insiderreglementen geldend voor de Verordening Marktmissbruik	253
11.3.3	Meldingsplicht	254
11.3.4	Insiderlijsten	255
11.3.5	Gesloten perioden	255
11.3.6	Verbodsbepalingen	256
11.3.7	Sancties	257
11.4	Overige aandachtspunten	257
11.4.1	Vertalen van de regels naar de uitgevende instelling	257
11.4.2	De verspreiding van een insiderreglement	258
11.5	Slot	258
VI	HANDHAVING	259
<b>12</b>	<b>DE MELDPlicht VOOR BELEGGINGSONDERNEMINGEN</b>	<b>261</b>
12.1	Inleiding	261
12.2	Achtergrond	262
12.3	Normadressaat	263
12.4	Opsporingsplicht	264
12.5	Meldplicht – redelijk vermoeden	267
12.6	Onverwijld melden	270
12.7	Inhoud van de melding – STOR	270
12.8	Geheimhouding	271
12.9	Civiele en strafrechtelijke vrijwaring	272
12.10	Boete c.q. straf	274
12.11	Handhaving en jurisprudentie	275
12.12	Slot	277
<b>13</b>	<b>BESTUURSRECHTELIJKE EN STRAFRECHTELIJKE HANDHAVING</b>	<b>279</b>
13.1	Inleiding	279
13.2	Bestuursrechtelijke handhaving	280

13.2.1	Bevoegde autoriteit	280
13.2.2	Bestuursrechtelijke handhavingsbevoegdheden	281
13.2.2.1	Bestuurlijke boete	281
13.2.2.2	Last onder dwangsom	284
13.2.2.3	Beroepsverbod, handelsverbod natuurlijk persoon	285
13.2.2.4	Opschorten handel, bevriezen en/of beslaglegging vaste activa	286
13.2.2.5	Aanwijzing	286
13.2.2.6	Intrekken vergunning	287
13.2.2.7	Openbare waarschuwing of verklaring	287
13.2.3	Waarborgen	288
13.2.4	Publicatie van maatregelen	289
13.2.5	Cumulatie maatregelen	290
13.3	Afstemming strafrecht – bestuursrecht	290
13.4	Strafrechtelijk optreden	291
13.4.1	(Aanzetten tot) handel met voorwetenschap, mededelen voorwetenschap	292
13.4.2	Uitlokking, medeplichtigheid, poging, aansprakelijkheid rechtspersonen	293
13.4.3	Overige misdrijven en overtredingen	293
13.4.4	Overige strafrechtelijke bepalingen	294
13.5	Slot	294
<b>14</b>	<b>BEWIJS EN BEWIJSLAST</b>	<b>295</b>
14.1	Inleiding	295
14.2	Toezicht en onderzoek	297
14.2.1	De aanwijzingen van de AFM	297
14.2.2	Onderzoek door de AFM	299
14.2.3	De keuze voor bestuurs- of strafrechtelijke handhaving	300
14.3	Bestuursrechtelijke bewijslast	302
14.3.1	Toetsing door bestuursrechter	304
14.3.2	Overtreding	305
14.4	Strafrechtelijke verdenking en vervolging	310
14.4.1	Strafrechtelijk bewijs	311
14.4.2	Bewijslast	313
14.4.3	Praktijk	314
14.4.3.1	Was er sprake van voorwetenschap?	314
14.4.3.2	Beschikte de verdachte over voorwetenschap?	315
14.4.3.3	Heeft de verdachte de voorwetenschap ook gebruikt?	316
14.4.3.4	Is sprake van een wettelijke uitzondering op het verbod?	318
14.5	Slot	318
BIJLAGEN		321
<b>BIJLAGE A: VERORDENING MARKTMISBRUIK</b>		<b>323</b>
<b>BIJLAGE B: RICHTLIJN MARKTMISBRUIK</b>		<b>405</b>
<b>BIJLAGE C: UITVOERINGSVERORDENING (EU) 2016/959</b>		<b>419</b>
<b>BIJLAGE D: UITVOERINGSVERORDENING (EU) 2016/1055</b>		<b>425</b>
<b>BIJLAGE E: UITVOERINGSVERORDENING (EU) 2016/347</b>		<b>433</b>
<b>BIJLAGE F: UITVOERINGSVERORDENING (EU) 2016/523</b>		<b>441</b>
<b>BIJLAGE G: GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2016/522</b>		<b>447</b>
<b>BIJLAGE H: GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2016/1052</b>		<b>471</b>
<b>BIJLAGE I: GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2016/960</b>		<b>481</b>
<b>BIJLAGE J: GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2016/957</b>		<b>489</b>
Afkortingen		507

Inhoudsopgave

XIII

Literatuur

511

Jurisprudentie

527



# I TER INLEIDING





# 1 | Het Europese regime ten aanzien van handel met voorwetenschap

Mr. D. Azarfane\*

## 1.1 Inleiding

Sinds 3 juli 2016 zijn de Verordening Marktmissbruik<sup>1</sup> en de Richtlijn Marktmissbruik<sup>2</sup> van kracht. Deze twee instrumenten bepalen het gemeenschappelijk regelgevend kader inzake handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik). De inhoud en systematiek van deze regelgeving zijn te herleiden tot inspanningen die een halve eeuw geleden plaatsvonden toen de Europese Unie de eerste stappen zette om de kapitaalmarkten te harmoniseren. Dit hoofdstuk zal een beknopt overzicht geven van de Europese ontwikkelingen omtrent de regulering van handel met voorwetenschap. Hierbij zal vooral aandacht worden besteed aan een viertal belangrijke ‘markeerpunten’ die bepalend zijn geweest voor de ontwikkeling van het Europese beleid inzake handel met voorwetenschap.

## 1.2 Een eerste poging

In 1966 werden, met de instelling van de commissie-Segré, de eerste stappen gezet naar een Europees beleid voor de aanpak van marktmissbruik. De commissie-Segré had de opdracht gekregen te onderzoeken hoe het functioneren van de kapitaalmarkten van lidstaten werd belemmerd. Daarbij werd de commissie-Segré gevraagd te adviseren of een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt bereikt kon worden.<sup>3</sup> De opdracht die de commissie-Segré ontving vloeide voort uit de doelstelling van de Europese Economische Gemeenschap die recentelijk was opgericht. De doelstelling van de EEG was om, door de instelling van een gemeen-

---

\* Mr. D. Azarfane is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek te Amsterdam.

1 Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik (*PbEU* 2014, L 173).

2 Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik (*PbEU* 2014, L 173).

3 Segré (1966), p. 5, 11; Kristen (2017), p. 5.

schappelijke markt, economische integratie tussen de lidstaten te bevorderen.<sup>4</sup> Tot op de dag van vandaag is dit nog steeds een van de doelstellingen van de EU.<sup>5</sup> De commissie-Segré kwam, onder andere, met voorschriften die de transparantie op de Europese financiële markten zouden bevorderen en daarmee het functioneren van deze markten zou bevorderen. Een van die voorschriften was vergelijkbaar met de wettelijke plicht die nu bestaat om koersgevoelige informatie zo spoedig mogelijk openbaar te maken.<sup>6</sup> Verder merkte de commissie-Segré op dat het functioneren van de effectenmarkten werd belemmerd door handel met voorwetenschap. Voorwetenschap werd door commissarissen en bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen gebruikt om daarmee eigen voordeel te behalen. De commissie-Segré formuleerde als reactie daarop het beginsel dat leidinggevenden en bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen belet dienden te worden niet-openbare inlichtingen over hun eigen onderneming te gebruiken voor eigen gewin. Het ging om niet-openbare inlichtingen waarover de betreffende persoon beschikte uit hoofde van zijn of haar eigen functie.<sup>7</sup>

*“The objective is to make sure that all persons carrying out a stock-exchange operation are on an equal footing and to prevent those who, by virtue of their office in a company, have access to information which might influence the market from using their knowledge to secure a personal advantage denied to other investors.”<sup>8</sup>*

In 1970 kwam de Europese Commissie, op basis van de bevindingen van de commissie-Segré, met een aantal voorstellen om misbruik van voorwetenschap te bestrijden. Aanvankelijk stelde de Europese Commissie een preventief stelsel voor. Dit stelsel bevatte een depot- en meldingsplicht voor commissarissen, bestuurders, accountants, grootaandeelhouders en hun echtgenoten en minderjarige kinderen die aandelen hadden in een Europese Vennootschap.<sup>9</sup> In 1976 kwam de Europese Commissie echter terug op dit preventieve stelsel als gevolg van negatieve ervaringen in Frankrijk met een vergelijkbaar stelsel. In plaats daarvan stelde de Europese Commissie een repressief stelsel voor dat een verbod op handel met voorwetenschap bevatte. Echter, ook dit repressieve voorstel strandde.<sup>10</sup>

### 1.3 Richtlijn 89/552/EEG

Met het oog op de instelling van de interne markt in 1992, werd er in 1989 wederom een poging gedaan Europese wetgeving op het gebied van handel met voorwetenschap vast te stellen. Op 13 november 1989 stelde de Raad van de

4 Artikel 2 EG-Verdrag 1957.

5 Zie artikel 3 lid 3 en 4 VEU en artikel 2 lid 3, artikel 3 lid 1, artikel 4 lid 2 sub a en lid 5 VEU; Kristen (2018), p. 9.

6 Segré (1966), p. 255-256.

7 Artikel 82 Voorstel voor een verordening van de Raad betreffende het Statuut voor Europese naamloze vennootschappen van 1970, *Bulletin van de Europese Gemeenschappen* 1970, Supplement 8. Deze regeling is overgenomen in het voorstel voor het Statuut 1975.

8 Segré (1966), p. 249.

9 Artikel 82 Voorstel voor een verordening van de Raad betreffende het Statuut voor Europese naamloze vennootschappen van 1970, *Bulletin van de Europese Gemeenschappen* 1970, Supplement 8. Deze regeling is overgenomen in het voorstel voor het Statuut 1975.

10 Kristen (2017), p. 5-6.

Europese Gemeenschappen een eerste richtlijn vast tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden.<sup>11</sup>

De Richtlijn Transacties van Ingewijden was gericht op de bevordering van het functioneren van de Europese effectenmarkt en de bescherming van beleggers. Met deze richtlijn trachtte de Europese Unie de totstandbrenging van één Europese kapitaalmarkt te bevorderen door regelgeving over het handelen met voorwetenschap in de lidstaten te coördineren. De Richtlijn Transacties van Ingewijden verplichtte de lidstaten een verbod op handel met voorwetenschap in te voeren. Bovendien moesten de lidstaten een mededelings- en aanbevelingsverbod invoeren.<sup>12</sup> De kerngedraging van dit verbod zag op gebruikmaking van voorwetenschap bij het aangaan van effectentransacties. De normadressaten van de verbodsbepaling waren zowel primaire als secundaire ingewijden.

Primaire ingewijden waren ingedeeld in drie categorieën: (i) bestuurders, commissarissen, beleidsbepalers en andere leidinggevenden, (ii) (groot)aandeelhouders, en (iii) toegangsgerechtigden. Als primaire ingewijden werden zij geacht te weten dat de kennis waarover zij beschikten voorwetenschap zou opleveren. Secundaire ingewijden werden gezien als degenen die voorwetenschap hebben verkregen van een primaire ingewijde. Voor secundaire ingewijden gold een subjectief bestanddeel: er moest sprake zijn van kennis of een redelijk vermoeden dat de informatie waarover zij beschikten voorwetenschap opleverde.<sup>13</sup> Door de nauwkeurige definities en omschrijving van de verbodsbepalingen leenden de bepalingen zich ervoor om met enkele kleine aanpassingen letterlijk overgenomen te worden in nationale wetgeving.

De Richtlijn Transacties van Ingewijden verplichtte de lidstaten ook om een nationale toezichthouder in te stellen. De toezichthouders van de lidstaten dienden te beschikken over “*alle nodige bevoegdheden*” en dienden onderling samen te werken.<sup>14</sup> Daarnaast dienden de lidstaten, onder de Richtlijn Transacties van Ingewijden, sancties vast te stellen voor het overtreden van de verbodsbepalingen die tot uitvoering van de richtlijn strekten. Deze sancties moesten “*zwaar genoeg zijn om aan te zetten tot inachtneming van deze bepalingen*”.<sup>15</sup>

De Richtlijn Transacties van Ingewijden was beperkt tot het stellen van minimumvoorschriften en strekte dus tot minimumharmonisatie.<sup>16</sup> Lidstaten hadden de discretionaire ruimte om hun eigen beleid te voeren op de volgende gebieden:

- (i) lidstaten waren vrij de vorm en middelen ter verwezenlijking van het door de richtlijn vereiste resultaat te kiezen;
- (ii) lidstaten mochten strengere voorschriften vaststellen mits, die niet onverenigbaar waren met het gemeenschapsrecht; en
- (iii) nationale toezichthouders en andere autoriteiten moesten de nationale omzettingsvoorschriften in het concrete geval interpreteren en toepassen.<sup>17</sup>

11 Kristen (2017), p. 6; Kristen (2018), p. 10.

12 Kristen (2018), p. 10.

13 Kristen (2017), p. 7.

14 Artikel 8 lid 2 Richtlijn 89/592/EEG.

15 Artikel 13 Richtlijn 89/592/EEG; Kristen (2017), p. 8.

16 Kristen (2018), p. 10-11.

17 Kristen (2017), p. 8.

## 1.4 Richtlijn 2003/6/EG

In 1999, tien jaar na de inwerkingtreding van de Richtlijn Transacties van Ingewijden, werd door de Europese Commissie het Actieplan financiële diensten opgesteld.<sup>18</sup> Dit actieplan trachtte het functioneren van de financiële markten te bevorderen. Het actieplan maakte deel uit van het algemene beleid van de Europese Commissie om economische hervormingen door te voeren tegen de achtergrond van de introductie van de euro en de realisatie van de Economische Monetaire Unie. De economische hervormingen dienden te leiden tot betere economische en sociale samenhang binnen Europa, duurzame economische groei, een goede concurrentiepositie van de EU in de wereld en meer werkgelegenheid.<sup>19</sup> De Europese Commissie constateerde in deze context dat de Europese kapitaalmarkten versnipperd en onderontwikkeld waren.<sup>20</sup> Dit kwam mede door belemmeringen op nationaal niveau als gevolg van verschillen in regelgeving, toezichthouders en toezichtspraktijken.<sup>21</sup> Het actieplan beoogde dan ook het wetgevend apparaat op Europees niveau te verbeteren en samenwerking tussen toezichthouders en regelgevers binnen de EU te bevorderen. Ook werd er in het actieplan opgemerkt dat er een richtlijn nodig was om marktmanipulatie tegen te gaan.<sup>22</sup> Dit heeft geleid tot Richtlijn 2003/6/EG.

De doelstellingen van Richtlijn 2003/6/EG zijn deels vergelijkbaar met die van de Richtlijn Transacties van Ingewijden: bevordering van het functioneren van de financiële markten en het vertrouwen van het publiek in de financiële markten waarborgen.<sup>23</sup> In de formulering van de tweede doelstelling werd bij Richtlijn 2003/6/EG niet meer gesproken over ‘beleggers’, maar over ‘publiek’. Op diverse andere plaatsen in Richtlijn 2003/6/EG werd echter wel nog steeds gesproken over beleggers.<sup>24</sup> Naast deze twee algemene doelstellingen had Richtlijn 2003/6/EG ook als doel het instellen van een verbod op marktmanipulatie en de actualisering en modernisering van het verbod op handel met voorwetenschap.<sup>25</sup> Richtlijn 2003/6/EG beoogde een stap verder te gaan dan de Richtlijn Transacties van Ingewijden door het creëren van één rechtskader voor de aanpak van marktmissbruik binnen de Europese Gemeenschap.<sup>26</sup> Dit kader bestond niet alleen uit verbodsnormen, maar ook uit gebodsnormen, een verdeling van taken en bevoegdheden bij het handhaven van die normen en een systeem van samenwerking tussen de lidstaten en de nationale toezichthouders.<sup>27</sup>

18 COM(1999) 232 def.

19 Kristen (2004), p. 162-165.

20 Kristen (2018), p. 11.

21 Zie COM(1998) 625 def., p. 7; COM(1999) 232 def., p. 1, 4; COM(1999) 10 def., p. 17-18; COM(2000) 26 def., p. 4-5, 9-11, 25-26.

22 Kristen (2017), p. 9; COM(1999) 232 def., p. 1, 5 en 14.

23 Zie overweging 2, 12, 13 en 41 preambule Richtlijn 2003/6/EG; COM(2001) 281 def., p. 2, 3, 4, 5, en 7; Mededeling van de Commissie, SEC(2002) 889 def., p. 2, 10.

24 Overweging 12, 24, 43 preambule Richtlijn 2003/6/EG; Kristen (2017), p. 9.

25 COM(2001) 281 def., p. 4, 7-8; Raadsdocument 12736/01, p. 3; Raadsdocument 8541/1/02 REV 1, p. 3. Zie ook overweging 13 preambule Richtlijn 2003/6/EG.

26 Kristen (2018), p. 11.

27 Zie o.m. overweging 12 preambule Richtlijn 2003/6/EG, de opbouw en de inhoud van de richtlijn, de toelichting op het richtlijnvoorstel in COM(2001) 281 def., p. 2-5.

De verbodsbepalingen inzake marktmisbruik onder Richtlijn 2003/6/EG strekten tot volledige harmonisatie. De Europese wetgever besloot hiertoe omdat alleen op deze wijze het beoogde eenvormige rechtskader bereikt kon worden. Wanneer er sprake is van volledige harmonisatie mogen nationale wetgevers immers geen afwijkende omzettingsvoorschriften vaststellen.<sup>28</sup>

Inhoudelijk nam Richtlijn 2003/6/EG het verbod op handel met voorwetenschap, het mededelingsverbod en het aanbevelingsverbod nagenoeg integraal over van de Richtlijn Transacties van Ingewijden.<sup>29</sup> Wel heeft Richtlijn 2003/6/EG het verbod op handel met voorwetenschap uitgebreid door meer financiële instrumenten en meer soorten financiële markten toe te voegen. Verder was een belangrijke toevoeging aan Richtlijn 2003/6/EG het verbod op marktmanipulatie. Ook introduceerde Richtlijn 2003/6/EG bestuursrechtelijke sancties.<sup>30</sup> Dit in tegenstelling tot de Richtlijn Transacties van Ingewijden, waarin het soort sanctie in het midden werd gelaten. Tot slot bevatte Richtlijn 2003/6/EG concrete voorschriften voor de bevoegdheden van, en de samenwerking tussen, nationale toezichthouders.

Met de invoering van Richtlijn 2003/6/EG werden de regels op inhoudelijk vlak aangescherpt. De reikwijdte van Richtlijn 2003/6/EG was bovendien groter doordat de richtlijn meer onderwerpen bestreek en meer gedetailleerde regels bevatte – zowel in Richtlijn 2003/6/EG zelf, als in de uitvoeringsmaatregelen. Door volledige harmonisatie als doel te stellen voor de kernonderdelen van Richtlijn 2003/6/EG werden de mogelijkheden van nationale wetgevers beperkt om afwijkende voorschriften vast te stellen. Tot slot: vanwege de gelede normstelling op Europees niveau, waren de nationale toezichthouders betrokken bij de invulling van de normen van Richtlijn 2003/6/EG en zag de Europese Commissie meer nauwlettend toe op de feitelijke implementatie van de richtlijn door de lidstaten.

## 1.5 Verordening Marktmisbruik & Richtlijn Marktmisbruik 2014

Als gevolg van de kredietcrisis stelde de Europese Commissie in oktober 2008 de commissie-De Larosière in. De commissie-De Larosière kreeg de opdracht te adviseren over de wijze waarop het Europese toezicht op financiële instellingen versterkt kon worden. Een herijking zou op zijn beurt het functioneren van de financiële markten bevorderen en beleggers beschermen.<sup>31</sup>

De commissie-De Larosière richtte zich vooral op de kredietcrisis, het identificeren van mogelijke oorzaken daarvan en het doen van voorstellen om bepaalde oorzaken en gevolgen van de kredietcrisis aan te pakken.<sup>32</sup> Inadequate regelge-

28 Kristen (2017), p. 11. Zie over volledige harmonisatie o.m. HvJ EG 5 april 1979, zaak 148/78, r.o. 26-27 (*Ratti*); HvJ EG 25 april 2002, zaak C-183/00, r.o. 23-30 (*González Sánchez*); HvJ EG 10 januari 2006, zaak C-402/03, r.o. 22-34, 37, 39 (*Skov/Æg*); HvJ EG 24 november 2011, zaken C-468/10 en C-469/10, r.o. 29, 32-36 (*ASNEF e.a.*).

29 Kristen (2004), p. 507-509.

30 Artikel 14 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG; Kristen (2018), p. 11.

31 Kristen (2017), p. 14; Zie het mandaat opgenomen in De Larosière (2009), p. 69.

32 De Larosière (2009), p. 7-13.

ving en gebrekkig toezicht werden door de commissie-De Larosière mede als oorzaken van de kredietcrisis geïdentificeerd.<sup>33</sup>

De commissie-De Larosière gaf verschillende redenen waarom de regelgeving inadequaat zou zijn: het gebrek aan samenhang binnen het reguleringskader van de EU, het gebrek aan consistentie en een tekort aan harmonisatie doordat richtlijnen te veel interpretatiemogelijkheden voor de lidstaten lieten bestaan.<sup>34</sup> Voor wat betreft het toezicht in lidstaten, kwam de commissie-De Larosière met een normatieve opvatting over wat toezicht precies behoort in te houden. Volgens de commissie was het doel van toezicht erop toe te zien dat regels die ertoe dienden de financiële markten te beheersen, op een adequate manier werden geïmplementeerd. Een dergelijke adequate implementatie zou niet alleen bijdragen aan het vertrouwen in het financiële stelsel, maar zou ook bescherming aan afnemers van financiële diensten en beleggers bieden. Volgens de commissie was het verder van belang dat er een gelijk speelveld zou worden gecreëerd waar ondertoezichtgestelden gelijk zouden worden behandeld en toezichthouders de mogelijkheid kregen in een vroeg stadium al problemen te signaleren en aan te pakken.<sup>35</sup> Tevens werd door de commissie-De Larosière geconstateerd dat er grote verschillen waren in de sanctionering van handel met voorwetenschap.

*“Member States sanctioning regimes are in general weak and heterogeneous. Sanctions for insider trading range from a few thousands of euros in one Member State to millions of euros or jail in another. This can induce regulatory arbitrage in a single market. Sanctions should therefore be urgently strengthened and harmonised.”*<sup>36</sup>

Een van de aanbevelingen van de commissie-De Larosière was het instellen van adequate sanctieregimes voor alle financiële misdrijven. De sanctieregimes dienden stevig, gelijkwaardig en afschrikkend te zijn. Deze sanctieregimes moesten bovendien daadwerkelijk en effectief gehandhaafd worden. Lidstaten kregen daarnaast de opdracht om te onderzoeken of en op welke manier het mogelijk was financiële misdrijven te detecteren. Dit kon bijvoorbeeld bereikt worden door meer middelen beschikbaar te stellen of toezichthouders meer bevoegdheden te geven.<sup>37</sup>

In haar zoektocht naar de oplossing voor deze problemen, benadrukte de commissie het belang van consistentie in regelgeving, de verbetering van coördinatie tussen regelgevers en toezichthouders, en de handhaving van en verbeterd toezicht op bestaande regelgeving.<sup>38</sup> De commissie-De Larosière riep de Europese wetgever op consistente kernregels te vormen. De commissie heeft hierbij geadviseerd regelgeving door middel van een verordening aan te nemen.<sup>39</sup>

---

33 Kristen (2018), p. 12.

34 Kristen (2018), p. 12,16; De Larosière (2009), p. 7-13, 15, 27-28.

35 Kristen (2017), p. 15.

36 De Larosière (2009), p. 23.

37 De Larosière (2009), p. 23.

38 De Larosière (2009), p. 13-14.

39 De Larosière (2009), p. 28-29.

In reactie op het rapport van de commissie-De Larosière kondigde de Europese Commissie aan dat zij het voornemen had om Richtlijn 2003/6/EG te herzien.<sup>40</sup> Volgens de Europese Commissie moesten er effectievere sancties op de financiële markten komen tegen wangedrag.<sup>41</sup> De centrale bevinding van de Europese Commissie was dat de voorschriften van de EU voor de financiële markten niet consistent en doeltreffend werden toegepast door de lidstaten. Volgens de Europese Commissie kwam dit, onder andere, door een gebrek aan opsporing en uiteenlopende sancties in de verschillende lidstaten.<sup>42</sup> De Europese Commissie was dan ook van mening dat er doeltreffende, evenredige en afschrikwekkende sancties moesten komen.<sup>43</sup> Dit diende bereikt te worden door op bepaalde terreinen Europese gemeenschappelijke minimumvoorwaarden voor sancties in te stellen. Op die manier kon een Europees raamwerk met betrekking tot sancties opgezet worden.<sup>44</sup> De Europese Commissie noemde hierbij een aantal specifieke maatregelen die genomen moesten worden ten aanzien van deze sancties.<sup>45</sup>

In deze maatregelen is de (beleidsmatige) basis terug te vinden voor de deels geharmoniseerde bestuursrechtelijke sancties in de Verordening Marktmissbruik en de oproep in de Richtlijn Marktmissbruik om ook strafrechtelijke sancties van toepassing te verklaren voor zware gevallen.<sup>46</sup>

Met de Verordening Marktmissbruik heeft de Europese wetgever getracht Richtlijn 2003/6/EG aan te passen aan de ontwikkelingen op het gebied van wetgeving, technologie en financiële markten, en uitvoering te geven aan het rapport en de adviezen van de commissie-De Larosière door duidelijkheid en uniforme regels te verschaffen over kernbegrippen.<sup>47</sup>

De Verordening Marktmissbruik heeft de reikwijdte van de wetgeving op enkele punten uitgebreid. Zo is de Verordening Marktmissbruik ook van toepassing op handel in multilaterale handelsfaciliteiten, georganiseerde handelsfaciliteiten en gerelateerde *over the counter*-transacties.<sup>48</sup> De multilaterale handelsfaciliteit (MTF) is een, in 2007 bij de invoering van MiFID geïntroduceerde, type gereguleerd handelsplatform. Het verschil tussen de gereglementeerde markt en MTF's

40 Kristen (2018), p. 12.

41 Mededeling van de Commissie aan de Europese Voorjaarsraad, *Op weg naar Europees herstel*, COM(2009) 114 def., p. 8.

42 Kristen (2018), p. 13; Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, *Het versterken van sanctieregelingen in de financiële sector*, COM(2010) 716 def. In het werkdocument dat aan de mededeling ten grondslag ligt, wordt nadrukkelijk gewezen op de uitvoering van de aanbevelingen van de Commissie-De Larosière, zie Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, SEC(2010) 1496 final, p. 3.; Zie ook Commission Staff Working Paper, Impact Assessment, SEC(2010) 1496 final en voor marktmissbruik onder meer CESR, *Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD)*, 17 October 2007, CESR/07-693.

43 Kristen (2018), p. 13.

44 Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, *Het versterken van sanctieregelingen in de financiële sector*, COM(2010) 716 def., p. 11-12.

45 Zie voor een overzicht van de maatregelen: mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's, *Het versterken van sanctieregelingen in de financiële sector*, COM(2010) 716 def, p. 11-17; Kristen, pp. 19-20.

46 Kristen (2018), p. 13.

47 Overweging 3 preambule Verordening Marktmissbruik.

48 Preambule overweging 8 Verordening Marktmissbruik, en zie hierover ook Van Straaten/Schouten (2016), p. 480-481.

zit met name in de instrumenten en de daaraan gestelde voorwaarden die tot de handel worden toegelaten. In Nederland was de regelgeving op het gebied van handel met voorwetenschap en marktmisbruik overigens al van toepassing verklaard op MTF's. De georganiseerde handelsfaciliteit (OTF) is bij de invoering van MiFID II geïntroduceerd.<sup>49</sup> Een OTF onderscheidt zich van de gereglementeerde markt en MTF's doordat exploitanten van OTF's discretionaire bevoegdheden hebben bij het uitvoeren van transacties. *Over the counter*-transacties van financiële instrumenten die gerelateerd zijn aan MTF's of OTF's vallen door de uitbreiding van de reikwijdte nu ook onder de Verordening Marktmisbruik.

Ook grondstofmarkten zijn onder de reikwijdte van de Verordening Marktmisbruik gebracht.<sup>50</sup> Handel in grondstofderivaten of spotcontracten voor grondstoffen met voorwetenschap is verboden. Voor de grondstofmarkten wordt een specifieke definitie van voorwetenschap gehanteerd.<sup>51</sup>

Nieuw is ook dat artikel 8 Verordening Marktmisbruik zich richt op "*het gebruik van voorwetenschap door het annuleren of aanpassen van een order*". Dit was anders onder het oude regime. De oude verbodsbepaling was enkel gericht op het aangaan van transacties en dus niet op het nalaten daarvan. Als gevolg daarvan kon een insider de werking van de verbodsbepaling ontwijken door het afzien van transacties; zelfs als de insider orders haastig introk naar aanleiding van zijn voorwetenschap.<sup>52</sup> Het aanpassen van een order op basis van voorwetenschap was echter wel verboden onder het oude recht. Dit was echter ook enkel wanneer en voor zover de aangepaste order daadwerkelijk werd uitgevoerd. Zonder een uitvoering kon enkel gesproken worden van een poging tot gebruik van voorwetenschap. Onder het regime van artikel 8 Verordening Marktmisbruik is dat nu anders: het aanpassen en annuleren van een order wordt nu op zichzelf beschouwd als handel met voorwetenschap.<sup>53</sup>

De Richtlijn Marktmisbruik heeft een nagenoeg gelijk toepassingsgebied als de Verordening Marktmisbruik.<sup>54</sup> Lidstaten worden door deze richtlijn verplicht maatregelen te nemen om handel met voorwetenschap, het aanbevelen dan wel aanzetten van een ander tot handel met voorwetenschap, wederrechtelijke openbaarmaking van voorwetenschap en marktmanipulatie "*ten minste in ernstige gevallen en indien opzettelijk gepleegd*" strafbaar te stellen.<sup>55</sup> Daarnaast moeten de lidstaten ook de poging tot, de uitlokking van en de medeplichtigheid aan deze overtredingen strafbaar stellen.<sup>56</sup> In Nederland heeft deze richtlijn vrij weinig veranderd. Er was namelijk al een uitgebreid strafrechtelijk kader aanwezig in Nederland met betrekking tot marktmisbruik.<sup>57</sup>

49 Kristen (2018), p. 191-192; Van Straaten/Schouten (2016), p. 481.

50 Kristen (2018), p. 192; Van Straaten/Schouten (2016), p. 481.

51 Artikel 2 lid 2 onder a en b Verordening Marktmisbruik; zie hierover ook Van Straaten/Schouten (2016), p. 481-482.

52 Kristen (2018), p. 106.

53 Van Straaten/Schouten (2016), p. 482; Kristen (2017), p. 24.

54 Artikel 1 Richtlijn Marktmisbruik; Kristen (2018), p. 73.

55 Artikel 3, 4, 5 en 6 Richtlijn Marktmisbruik; Kristen (2018), p. 76.

56 Artikel 6 Richtlijn 2003/6/EG.; Kristen (2017), p. 32.

57 Zie hierover Van Straaten/Schouten (2016), p. 483; artikel 45, 47 en 48 Sr; artikel 7 lid 1 en 2 Richtlijn Marktmisbruik; Wijzigingswet financiële markten 2015 (*Kamerstukken II* 2013/14, 33918, nr. 5); artikel 8 Richtlijn Marktmisbruik.