

De systematiek van het gebod tot het openbaar maken van voorwetenschap ontleed

Over de subtiele verhouding tussen de leden 1, 4, 7 en 8 van artikel 17 van de Verordening marktmisbruik

Ondernemingsrecht 2019/146

Art. 17 lid 1 MAR bevat voor een uitgevende instelling de doorlopende verplichting om voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft zo snel mogelijk openbaar te maken. Art. 17 lid 4 MAR vormt daarop een uitzondering in de vorm van een uitstelregeling. Een van de drie voorwaarden voor een gerechtvaardigd beroep op deze regeling is dat de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap moet zijn gegarandeerd. Art. 17 lid 7 en art. 17 lid 8 MAR bepalen vervolgens dat de uitgevende instelling de desbetreffende informatie moet publiceren als zij haar vertrouwelijke karakter heeft verloren respectievelijk als zij selectief wordt medegedeeld aan derden (bijvoorbeeld (groot)aandeelhouders of analisten). Aldus bestaan drie te onderscheiden geboden tot publicatie van voorwetenschap. In deze bijdrage geven wij antwoord op de vraag welke gebodsnorm(en) precies wanneer is (zijn) geschonden en wij verdedigen in dat verband het zelfstandige bestaansrecht van art. 17 lid 7 en art. 17 lid 8 MAR. Deze bepalingen dienen onzes inziens de rechtszekerheid en dragen bij aan het effectueren van de doelstellingen van de MAR, omdat zij zeker stellen dat de desbetreffende informatie volledig, op de door de MAR voorgeschreven wijze, en ten behoeve van het gehele beleggende publiek door de uitgevende instelling wordt gepubliceerd. Verder gaan wij in deze bijdrage in op de vraag wanneer de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd en wanneer de voorwetenschap haar niet-openbare karakter heeft verloren. Onze analyse is ten eerste relevant voor uitgevende instellingen, omdat zij nader licht werpt op de vraag wanneer de uitgevende instelling op grond van welke bepaling moet publiceren. Onze analyse is ook relevant voor de AFM en de gedupeerde belegger, omdat het van essentieel belang is dat zij in een bestuursrechtelijke procedure respectievelijk aansprakelijkheidsprocedure de juiste bepaling(en) aan haar boete respectievelijk zijn vordering ten grondslag leggen.

1. Inleiding

In dit artikel behandelen wij enkele aspecten die spelen rondom het thema openbaarmaking van voorwetenschap. De plicht tot openbaarmaking van voorwetenschap is sinds 3 juli 2016 verankerd in de Verordening marktmisbruik (hierna: 'MAR').² De MAR is de opvolger van de Marktmissbruikrichtlijn uit 2003 (hierna: 'MAD I').³ In het bijzonder proberen wij een antwoord te vinden op de vraag welke gebodsnorm(en) van het openbaarmakingsregime precies is (zijn) geschonden in twee situaties: 1) de situatie waarin voorwetenschap selectief wordt medegedeeld aan derden; en 2) de situatie waarin de vertrouwelijkheid van de informatie die voorwetenschap vormt niet langer is gegarandeerd, terwijl openbaarmaking van die voorwetenschap is uitgesteld. De primaire openbaarmakingsplicht die op de uitgevende instelling rust, volgt uit art. 17 lid 1 MAR. In art. 17 lid 7 en art. 17 lid 8 MAR zijn voor de zojuist genoemde situaties afzonderlijke openbaarmakingsverplichtingen opgenomen. Wij zullen in deze bijdrage het zelfstandige bestaansrecht van deze openbaarmakingsverplichtingen verdedigen en betogen dat hun belang mede is gelegen in (het dienen van) de rechtszekerheid. Als opmerking vooraf benadrukken wij dat het belang van de vraag welke gebodsnorm(en) precies wanneer is (zijn) geschonden, niet louter academisch is, en wel om twee redenen (die overigens met elkaar verband houden). Ten eerste dienen de Autoriteit Financiële Markten (hierna: 'AFM') en de gedupeerde belegger in een bestuursrechtelijke procedure respectievelijk aansprakelijkheidsprocedure de juiste bepaling(en) aan haar boete respectievelijk zijn vordering ten grondslag te leggen. Dus niet art. 17 lid 1 MAR, waar art. 17 lid 8 en/of art. 17 lid 7 MAR zijn/is aangewezen (zie § 4 respectievelijk § 5.1). Ten tweede is de vraag welke gebodsnormen in welke situatie zijn geschonden van belang voor het leerstuk van de eendaadse respectievelijk meerdaadse samenloop (zie § 5.2).

De opbouw van dit artikel is als volgt. In § 2 zetten wij eerst kort het wettelijk kader omtrent openbaarmaking van voorwetenschap uiteen. In § 3 maken wij daarna enkele opmerkingen over het verbod op wederrechtelijke mededeling. In

1 Mathijs Giltjes is als promovendus bij Erasmus Graduate School of Law werkzaam bij de sectie Ondernemingsrecht en Financieel recht van Erasmus School of Law. Arnoud Pijls is universitair docent Ondernemingsrecht en Financieel recht aan Erasmus School of Law. Beiden zijn verbonden aan het International Center for Financial law & Governance (ICFG).

2 Verordening (EU) 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 (*PbEU* 2014 L 173/1).

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

§ 4 analyseren wij vervolgens de hierboven genoemde eerste situatie en zullen in dat verband ingaan op de subtiele verhouding tussen de leden 1, 4 en 8 van art. 17 MAR.⁴ In § 5 onderzoeken wij de hierboven genoemde tweede situatie en zullen in dat verband ingaan op de subtiele verhouding tussen de leden 1, 4 en 7 van art. 17 MAR. In § 6 maken wij tot besluit nog enkele concluderende opmerkingen.

2. Wettelijk kader en ratio van art. 17 lid 1 en 4 MAR

Voorwetenschap is op grond van art. 7 lid 1 MAR niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten. Dat het moet gaan om informatie die niet openbaar is, speelt een belangrijke rol in onze analyse in § 4 en § 5.

De kernbepaling van het openbaarmakingsregime voor informatie die voorwetenschap vormt, is art. 17 MAR. In lid 1 van deze bepaling is de hoofdnorm voor openbaarmaking van voorwetenschap gegeven, die kort gezegd inhoudt dat voorwetenschap die *rechtstreeks* op de desbetreffende uitgevende instelling betrekking heeft zo snel mogelijk openbaar moet worden gemaakt. Lid 1 bevat daarmee voor uitgevende instellingen een doorlopende verplichting om voorwetenschap openbaar te maken. Het hoofddoel van het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap is het voorkomen van handel met voorwetenschap. Door het tijdig publiceren van voorwetenschap verkeren beleggers immers op voet van gelijkheid en neemt de kans op handel met voorwetenschap af, aldus is de gedachte.⁵ Een nevendoeel van het gebod is dat alle relevante informatie zo snel mogelijk voor het beleggende publiek beschikbaar is, waardoor de markttransparantie toeneemt en daarmee uiteindelijk de efficiëntie van het prijsvormingsproces wordt bevorderd.⁶

Voorwetenschap moet op grond van de MAR dus zo *snel mogelijk* openbaar worden gemaakt.⁷ Dit impliceert dat de uitgevende instelling eerst in de gelegenheid moet zijn geweest te verifiëren of bepaalde informatie daadwerkelijk voorwetenschap behelst. Tevens moet zij in de gelegenheid zijn geweest te besluiten tot het al dan niet uitstellen van de openbaarmaking van deze voorwetenschap. Aangezien premature openbaarmaking van voorwetenschap in sommige gevallen de (vermogens)belangen van het beleggende publiek en/of de desbetreffende uitgevende instelling kan schaden, is in art. 17 lid 4 MAR een uitstelregeling voor openbaarmaking opgenomen. In dit verband is van belang dat uit het systeem van de MAR volgt dat voor het nemen van uitstel een besluit van het bestuur van de uitgevende instelling is vereist.⁸

Een uitgevende instelling kan openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen als aan drie cumulatieve voorwaarden wordt voldaan: 1) onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling; 2) het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid; en 3) de uitgevende instelling is in staat om de betrouwbaarheid van de desbetreffende informatie te garanderen. Voor de analyse in § 5 is alleen de laatste voorwaarde relevant; de eerste twee voorwaarden laten wij in dit artikel buiten beschouwing.⁹ De uitgevende instelling kan zich niet (meer) op de uitstelregeling

4 Wij wijzen erop dat in de literatuur discussie bestaat over het zelfstandige bestaansrecht van art. 17 lid 8 MAR. Hoff heeft zelfs het schrappen van deze bepaling bepleit; zie G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, afl. 12, p. 522. Zie ook reeds – maar dan in de context van art. 5:25i lid 5 Wft (oud) – G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 107)*, Deventer: Kluwer 2011, p. 523. Art. 5:25i lid 5 Wft (oud) diende ter implementatie van art. 6 lid 3 MAD I, de voorganger van art. 17 lid 8 MAR.

5 Zie hierover uitgebreid T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van voorwetenschap', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmisbruik (Onderneming en recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 227-229 en M.J. Giltjes, 'Ahold Delhaize en het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap', *Ars Aequi* 2019, afl. 6, p. 463 en de verwijzingen aldaar. Zie ook T.M. Stevens, *JOR* 2011/191, annotatie bij Rb. Utrecht 30 maart 2011, ECLI:NL:RBUTR:2011:BP9796 (VEB/Super de Boer), par. 1. Zie in dit verband ook overweging 24 en 49 van de Preambule van de MAR.

6 Zie in dit verband onder meer J. Payne, 'Disclosure of Inside Information', in: V. Tountopoulos & R. Veil (red.), *Transparency of Stock Corporations in Europe. Rationales, Limitations and Perspectives*, London: Bloomsbury Publishing Plc 2019 (te verschijnen).

7 Taalkundig gezien suggereert de norm 'zo snel mogelijk' dat de uitgevende instelling iets meer speelruimte heeft dan wanneer de norm zou hebben geluid 'onverwijlde openbaarmaking'. Vgl. J.L. Hansen & D. Moalem, 'The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution', *Capital Markets Law Journal* (4) 2009, afl. 3, p. 328; J.L. Hansen, 'The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation', *Nordic & European Company Law LSN Research Paper Series* no 10-35 2012, p. 8-9 (beschikbaar via https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2193871); C. Di Noia & M. Gargantini, 'Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime', *European Company and Financial Law Review* (9) 2012, afl. 4, p. 494 en F.G.H. Kirsens, H.J. de Kluiver & N. Lemmers, *Market Abuse Regulation: Van Europese kaders naar uitleg en toepassing in Nederland. Preadvis voor de Vereniging voor Financieel Recht 2017 (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 138)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 117-120.

8 Zie H. Krause & M. Brellocks, 'Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation', *Capital Markets Law Journal* (8) 2013, afl. 3, p. 295 en Stevens 2018, p. 310. Zie ook overweging 5 van de Preambule van de MAR en art. 4 van Uitvoeringsverordening 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). Hoewel laatstgenoemde bepaling spreekt van 'personen die verantwoordelijk zijn voor het besluit om de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen', gaan wij ervan uit dat het in de regel het bestuur zal zijn die dit besluit neemt.

9 Voor een uitgebreide analyse van de uitstelvoorwaarden en de formele aspecten rondom het nemen van uitstel verwijzen wij naar de relevante literatuur. Zie bijvoorbeeld Hoff 2011, p. 271-312; Di Noia & Gargantini 2012, p. 504-506; Hoff 2016, p. 516-521; D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83, afl. 12, p. 412-415; Stevens 2018, p. 303-327 en Giltjes 2019, p. 466-468.

beroepen, als niet (meer) aan een of meer uitstelvoorwaarden wordt voldaan.¹⁰ Op dat moment 'herleeft' het hoofdgebod van art. 17 lid 1 MAR.¹¹ Men kan dit systeem van hoofdgebod (lid 1) en uitzondering (lid 4) aldus zien dat bij een gerechtvaardigd beroep op de uitzondering openbaarmaking van de voorwetenschap legitiem mag worden opgeschort.

3. Wederrechtelijke mededeling

Zodra voorwetenschap is ontstaan, kan het gevaar zich manifesteren dat die voorwetenschap met andere personen wordt gedeeld. Op grond van art. 14, aanhef en onder c, jo. art. 10 lid 1 MAR is wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap daarom verboden.¹² Een absoluut verbod op mededeling van voorwetenschap zou evenwel tot onwerkbare situaties leiden. Er bestaat dan ook een uitzondering op het verbod als de mededeling plaatsvindt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, die in de rechtspraak overigens nogal strikt wordt geïnterpreteerd.¹³ Veel vormen van interne communicatie waarbij voorwetenschap wordt gedeeld, zijn via die weg van het mededelingsverbod uitgezonderd.¹⁴ De achterliggende gedachte van het mededelingsverbod is dat door het delen van voorwetenschap met derden, de mogelijkheid ontstaat dat die personen of de personen aan wie de (eerste) ontvangers van deze voorwetenschap de voorwetenschap doorspelen, daarmee gaan handelen (hoewel dit uiteraard nadrukkelijk is verboden op grond van art. 14, aanhef en onder a, jo. art. 8 MAR).

Soms is niet evident of het mededelen van voorwetenschap plaatsvindt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Dit probleem speelt onder meer bij het door (het bestuur van) de uitgevende instelling onderhouden van selectieve contacten met bepaalde (groot)aandeelhouders of beleggingsanalisten. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan een grootaandeelhouder die wordt gevraagd zijn standpunt kenbaar te maken over een voorgenomen overname of split-

sing.¹⁵ Vanwege de strikte interpretatie van de uitzondering van art. 10 lid 1 MAR, leidt deze bepaling mogelijk tot verminderde aandeelhoudersbetrokkenheid.¹⁶ Maar ook afgezien van deze strikte interpretatie bestaat het gevaar van verminderde aandeelhoudersbetrokkenheid, omdat het bestuur in zijn contacten met (groot)aandeelhouders continu op zijn hoede moet zijn dat het geen voorwetenschap mededeelt; een *slip of the tongue* is zo gemaakt.

4. Selectieve openbaarmaking van voorwetenschap

Het door een uitgevende instelling in het kader van haar bedrijfsuitoefening, of het door een persoon die namens of voor rekening van de uitgevende instelling handelt in het kader van de uitoefening van zijn werk, beroep of functie mededelen van voorwetenschap, wordt nader gereguleerd in art. 17 lid 8 MAR.¹⁷ Wij citeren de bepaling hier (nagevoeg) volledig:

'Indien een uitgevende instelling (...), of een persoon die namens of voor rekening van die instelling (...) handelt, voorwetenschap mededeelt aan een derde uit hoofde van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie, zoals bedoeld in artikel 10, lid 1, moet [z]ij de betreffende informatie volledig en doeltreffend openbaar maken, gelijktijdig als het een opzettelijke openbaarmaking betreft en onverwijld als het een onopzettelijke openbaarmaking betreft. Dit lid is niet van toepassing indien de persoon die de informatie ontvangt een geheimhoudingsplicht heeft, ongeacht of die gebaseerd is op wet- of regelgeving, statutaire bepalingen of een overeenkomst.' (toevoeging *MJG* en *ACWP*)¹⁸

Het delen van informatie met anderen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie in de zin van art. 17 lid 8 MAR, duiden wij hierna aan met de term 'selectieve openbaarmaking'. Bij selectieve openbaarmaking kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het delen van informatie met (groot)aandeelhouders, al dan niet tijdens een vergadering van aandeelhouders, of het delen van informatie met beleg-

10 Vgl. Stevens 2018, p. 306.

11 Hoff 2011, p. 308 en Hoff 2016, p. 519.

12 Het gaat dan niet alleen om voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling in de zin van art. 17 lid 1 MAR, maar ook om informatie die onrechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling dan wel informatie die (on)rechtstreeks betrekking heeft op de financiële instrumenten van de desbetreffende uitgevende instelling of daarvan afgeleide financiële instrumenten (vgl. art. 7 lid 1 MAR).

13 Zie voor deze strikte interpretatie het arrest HvJ EG 22 november 2005, ECLI:EU:C:2005:708, r.o. 31 en 34 (*Grøngaard*), waarin het Hof van Justitie oordeelde dat voor een gerechtvaardigd beroep op de uitzondering van art. 3, aanhef en onder a, MAD I (de voorganger van art. 10 lid 1 MAR) aan de volgende twee voorwaarden moet zijn voldaan: 1) tussen de mededeling en de uitoefening van beroep, werk of functie moet een nauwe band bestaan en 2) de mededeling moet strikt noodzakelijk zijn voor de uitoefening van dit werk, beroep of deze functie. Zie uitgebreider over het verbod van wederrechtelijke mededeling M. Nelemans, 'Het mededelingsverbod', in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans, *Handboek Handel met voorwetenschap*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, in het bijzonder p. 189-190.

14 Vgl. Kristen, De Kluiver & Lemmers 2017, p. 164.

15 Zie hierover bijvoorbeeld B.W. Roelvink & R.S. van Bostel, 'Voorwetenschap en openbaar bod: een nieuw kader voor het benaderen van aandeelhouders (market sounding)', *TOP* 2017/77, afl. 1. Zie ook overweging 32-35 van de Preamble van de MAR.

16 Hoff 2011, p. 572 en J.L. Hansen 2017, 'Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?', *European Company and Financial Law Review* (14) 2017, afl. 2, p. 375.

17 Wij wijzen erop dat in art. 17 lid 8 niet expliciet wordt gerefereerd aan het door een uitgevende instelling in het kader van haar bedrijfsuitoefening mededelen van voorwetenschap. Dit moet de Europese wetgever echter wel zo hebben bedoeld, omdat zuiver taalkundig gezien een uitgevende instelling geen voorwetenschap kan mededelen in de uitoefening van haar werk, beroep of functie. Een uitgevende instelling werkt immers niet en voert evenmin een beroep of functie uit.

18 In de letterlijke tekst van art. 17 lid 8 MAR wordt de suggestie gewekt dat 'de persoon' die voorwetenschap (on)opzettelijk mededeelt, die voorwetenschap openbaar moet maken. Deze plicht rust echter op de uitgevende instelling; het antecedent van 'hij' is de uitgevende instelling en moet dan ook 'zij' zijn. Zie in dit verband ook de Engelse taalversie van de MAR.

gingsanalisten.¹⁹ Hoewel art. 17 lid 8 MAR op basis van een grammaticale interpretatie impliceert dat de uitgevende instelling alle voorwetenschap (*any inside information*, zoals verwoord in de Engelse taalversie) die door haar of een persoon die namens haar of voor haar rekening handelt aan een derde wordt medegedeeld, openbaar moet maken, betwijfelen wij of deze interpretatie juist is.²⁰ Dit zou namelijk tot het ongerijmde resultaat leiden dat de uitgevende instelling ook voorwetenschap openbaar moet maken die ((on)rechtstreeks) betrekking heeft op bijvoorbeeld (de financiële instrumenten van) een *andere* uitgevende instelling en dat kan niet de bedoeling zijn geweest van de Europese wetgever. Om verwarring te voorkomen, nemen wij in het vervolg van dit artikel als uitgangspunt voorwetenschap die *rechtstreeks* op de uitgevende instelling betrekking heeft (zoals bedoeld in art. 17 lid 1 MAR).

Art. 17 lid 8 MAR is de Europeesrechtelijke pendant van Section 243.100 van de Amerikaanse *Regulation Fair Disclosure*. In Amerika, waar uitgevende instellingen niet de doorlopende verplichting hebben om voorwetenschap openbaar te maken, was het zeer gebruikelijk dat belangrijke informatie eerst met (bevriende) beleggingsanalisten werd gedeeld. Ook was het gebruikelijk dat (vertegenwoordigers van de) uitgevende instellingen commentaar gaven op analistenrapporten en vragen van analisten zonder enige terughoudendheid beantwoordden. Dit werd als een zeer ongewenste gang van zaken gezien, aangezien selectieve openbaarmaking volgens de Amerikaanse wetgever afbreuk doet aan het vertrouwen van het beleggende publiek in de integriteit van de effectenmarkt. Als antwoord op deze ongewenste gang van zaken bedacht de Securities and Exchange Commission de zojuist genoemde *Regulation Fair Disclosure* (hierna: 'Reg FD').²¹ Section 243.100 van deze wet houdt kort gezegd in dat wanneer een uitgevende instelling of een persoon die namens haar of voor haar rekening handelt *material nonpublic information* (lees: voorwetenschap) mededeelt aan een derde, zij de desbetreffende informatie openbaar moet maken. Dit moet zij gelijktijdig (*simultaneously*) doen als sprake is van opzettelijke mededeling (*intentional disclosure*) en zij moet dit onverwijld doen als sprake is van onopzettelijke mededeling (*non-intentional disclosure*). Mede gelet op het feit dat de verplichting om voorwetenschap doorlopend te publiceren ontbreekt in het Amerikaanse systeem, heeft Hoff betoogd dat overheveling

van Section 243.100 Reg FD naar het Europese systeem als ongewenst gevolg heeft dat uitgevende instellingen (ten onrechte) een tweede kans krijgen om voorwetenschap openbaar te maken.²² Mede daarom meent hij dat art. 17 lid 8 MAR in zijn geheel moet worden geschrapt.

Hoewel art. 17 lid 8 MAR is ontleend aan een rechtssysteem met een geheel eigen openbaarmakingsregime, menen wij dat deze bepaling ook in het Europese systeem zelfstandig bestaansrecht heeft. Wij zullen dat hierna toelichten, waarbij wij als uitgangspunt nemen de situatie waarin de bestuursvoorzitter van een uitgevende instelling tijdens een presentatie (denk bijvoorbeeld aan een presentatie voor analisten) voorwetenschap *per ongeluk* mededeelt en waarin voor de aanwezigen geen geheimhoudingsplicht geldt zoals bedoeld in art. 17 lid 8, tweede volzin, MAR. Het gaat hier dus om de spreekwoordelijke 'slip of the tongue', een situatie die in de praktijk nogal eens voorkomt. In het scenario waarin voor de desbetreffende voorwetenschap *geen* beroep is gedaan op de uitstelregeling, zal met het mededelen van de voorwetenschap tijdens een presentatie art. 17 lid 1 MAR zijn geschonden. De voorwetenschap is immers niet tijdig openbaar gemaakt, althans niet tijdig op de voorgeschreven wijze. De verplichting om de desbetreffende informatie alsnog op de voorgeschreven wijze openbaar te maken, blijft echter onverminderd bestaan op grond van art. 17 lid 8 MAR, want het gaat hier om een onopzettelijke mededeling van de bestuursvoorzitter in de uitoefening van zijn functie in de zin van laatstgenoemde bepaling. Of de verplichting om de voorwetenschap alsnog (volledig) openbaar te maken ook kan worden gebaseerd op art. 17 lid 1 MAR hangt ervan af, want door het mededelen van de voorwetenschap tijdens een presentatie heeft zij wellicht geheel of gedeeltelijk haar niet-openbare karakter verloren, waardoor zij niet meer (volledig) als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd in de zin van art. 7 lid 1 MAR. Gaat het bijvoorbeeld om een presentatie voor een groot publiek zoals de algemene vergadering van aandeelhouders, dan is dit laatste zeker niet uitgesloten. Het voorgaande illustreert onzes inziens het zelfstandige bestaansrecht van art. 17 lid 8 MAR, omdat deze bepaling buiten twijfel stelt dat bij het selectief openbaar maken van voorwetenschap, de uitgevende instelling de desbetreffende informatie te allen tijde volledig – en dus niet alleen voor zover zij haar niet-openbare karakter heeft behouden – openbaar moet maken. Na het selectief openbaar maken van voorwetenschap hoeft (het bestuur van) de uitgevende instelling zich dus niet eerst af te vragen of de voorwetenschap nog wel (volledig) haar niet-openbare karakter heeft behouden, alvorens tot publicatie over te gaan. Dat het de uitgevende instelling zelf is die de desbetreffende informatie openbaar moet maken (en dat zij dat moet doen op de volgens de MAR voorgeschreven wijze), is overigens geen onbelangrijk detail. Hiermee wordt namelijk bewerkstelligd dat de informatie daadwerkelijk voor het *gehele* beleggende publiek ter beschikking wordt

19 Volledigheidshalve wijzen wij erop dat de openbaarmakingsverplichting van art. 17 lid 8 MAR *niet* wordt geactiveerd, indien voorwetenschap wordt medegedeeld aan een derde *buiten de normale uitoefening* van werk, beroep of functie. Denk in dit verband bijvoorbeeld aan het geval waarin de bestuursvoorzitter van een uitgevende instelling voorwetenschap mededeelt aan zijn of haar partner en/of kinderen. Weliswaar overtreedt de bestuursvoorzitter in dat geval het verbod van wederrechtelijke mededeling (art. 14, aanhef en onder c, jo. art. 10 lid 1 MAR), maar er ontstaat dus geen publicatieplicht uit hoofde van art. 17 lid 8 MAR.

20 Vgl. Stevens 2018, p. 332.

21 Wij beperken ons tot enige hoofdlijnen. Zie over de totstandkoming van art. 17 lid 8 MAR en zijn voorgangers uitgebreid Hoff 2011, p. 512-520; Hansen & Moalem 2009, p. 334-335; Hoff 2016, p. 522; J.J. Park, 'Insider Trading and the Integrity of Mandatory Disclosure', *Wisconsin Law Review* (2) 2018, p. 110-113 en Payne 2019.

22 Hoff 2016, p. 522.

gesteld en daarmee draagt art. 17 lid 8 MAR bij aan het effectueren van de doelstellingen van de MAR.²³

In het scenario daarentegen waarin voor de desbetreffende voorwetenschap aanvankelijk *wel* een (gerechtvaardigd) beroep op de uitstelregeling wordt gedaan, zal met het mededelen van de voorwetenschap tijdens een presentatie art. 17 lid 1 MAR op zichzelf nog niet zijn geschonden. De publicatieverplichting van art. 17 lid 1 MAR kon immers gerechtvaardigd worden opgeschort op grond van art. 17 lid 4 MAR.²⁴ De voorwetenschap moet echter hoe dan ook alsnog (volledig) openbaar worden gemaakt op grond van art. 17 lid 8 MAR, want het gaat hier wederom om een onopzettelijke mededeling in de uitoefening van werk, beroep of functie in de zin van laatstgenoemde bepaling. Of de verplichting om de voorwetenschap alsnog (volledig) openbaar te maken ook kan worden gebaseerd op art. 17 lid 1 MAR hangt er wederom van af, want hier speelt andermaal de vraag van het al dan niet behouden van het niet-openbare karakter van de voorwetenschap.²⁵ Ook voor het scenario waarin voor de desbetreffende voorwetenschap aanvankelijk *wel* een (gerechtvaardigd) beroep op de uitstelregeling wordt gedaan, is hiermee wat ons betreft het zelfstandige bestaansrecht van art. 17 lid 8 MAR aangetoond.

In het voorgaande namen wij als uitgangspunt de situatie waarin voorwetenschap tijdens een presentatie *per ongeluk* (onopzettelijk in de zin van art. 17 lid 8 MAR) wordt medegedeeld. Voor de situatie daarentegen waarin voorwetenschap *opzettelijk* (in de zin van art. 17 lid 8 MAR) wordt medegedeeld, kan nagenoeg dezelfde redenering worden gevolgd en daarom zullen wij die situatie hier niet afzonderlijk bespreken.

5. De vertrouwelijkheid van de voorwetenschap is niet langer gegarandeerd

5.1 Wettelijk kader art. 17 lid 7 MAR

Zolang de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap is gegarandeerd, kan de uitgevende instelling zich gerechtvaardigd beroepen op de uitstelregeling, mits uiteraard ook aan de andere twee voorwaarden van de uitstelregeling is voldaan. Is de vertrouwelijkheid echter niet langer gegarandeerd, dan maakt de uitgevende instelling de desbetreffende informatie zo snel mogelijk openbaar, aldus art. 17 lid 7, eerste volzin, MAR. Dat de uitgevende instelling de informatie *zo snel mogelijk* openbaar moet maken, houdt verband met het feit dat zij eerst de kans moet krijgen te verifiëren of de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap inderdaad

niet langer is gegarandeerd.²⁶ Art. 17 lid 7, tweede volzin, MAR expliciteert vervolgens dat deze bepaling vooral relevant is in het kader van geruchtvorming:

‘Dit lid heeft onder andere betrekking op situaties waarin een gerucht uitdrukkelijk betrekking heeft op voorwetenschap waarvan de openbaarmaking is opgeschort overeenkomstig de voorwaarden van de leden 4 of 5, en wanneer het gerucht voldoende nauwkeurig is om te concluderen dat het vertrouwelijke karakter van de informatie in kwestie niet langer is gegarandeerd.’

Op het eerste gezicht lijkt het opmerkelijk dat de Europese wetgever ervoor heeft gekozen de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 7 MAR expliciet in de verordening op te nemen. Als de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap immers niet langer is gegarandeerd, kan de uitgevende instelling zich niet meer gerechtvaardigd beroepen op de uitstelregeling en herleeft de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 1 MAR. De openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 7 MAR lijkt op het eerste gezicht dus overbodig. Wij zijn echter van mening dat deze openbaarmakingsplicht toch zelfstandig bestaansrecht heeft. In de praktijk kan het namelijk voorkomen dat voorwetenschap in zodanige mate haar vertrouwelijke karakter verliest, dat zij tevens – althans in ieder geval gedeeltelijk – haar niet-openbare karakter verliest, waardoor zij niet meer (volledig) als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd in de zin van art. 7 lid 1 MAR. Dit illustreert wat ons betreft het zelfstandige bestaansrecht van art. 17 lid 7, eerste volzin, MAR, omdat deze bepaling *buiten twijfel stelt* dat bij het niet langer gegarandeerd zijn van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap, de uitgevende instelling de desbetreffende informatie te allen tijde volledig – en dus niet alleen voor zover de informatie haar niet-openbare karakter heeft behouden – openbaar moet maken.²⁷ Bij het niet langer gegarandeerd zijn van de vertrouwelijkheid hoeft (het bestuur van) de uitgevende instelling zich dus niet eerst af te vragen of de voorwetenschap nog wel (volledig) haar niet-openbare karakter heeft behouden, alvorens tot publicatie over te gaan. Dat het de uitgevende instelling zelf is die de desbetreffende informatie openbaar moet maken (en dat zij dat moet doen op de volgens de MAR voorgeschreven wijze), is wederom geen onbelangrijk detail, want hiermee wordt bewerkstelligd dat de informatie daadwerkelijk voor het *gehele* beleggende publiek ter beschikking wordt gesteld (zie ook onze opmerking hierover in § 4 in het kader van art. 17 lid 8 MAR).

In de situatie waarin de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd, maar zij niettemin haar niet-openbare karakter heeft behouden (de publicatieverplichtingen van art. 17 lid 7 MAR en art. 17 lid 1 MAR zijn dus in beginsel beide van toepassing), komt ook de vraag op

23 Zie in dit verband overweging 24 en 49 van de Preambule van de MAR.

24 Als de voorwetenschap tijdens een presentatie is medegedeeld, speelt uiteraard de vraag of nog wel is voldaan aan de derde uitstelvoorwaarde dat de vertrouwelijkheid moet zijn gegarandeerd (zie art. 17 lid 4, aanhef en onder c, MAR). Voor het antwoord op deze vraag verwijzen wij naar § 5.2.

25 Volledigheidshalve wijzen wij erop dat de verplichting om de voorwetenschap alsnog (volledig) openbaar te maken alleen maar kan worden gebaseerd op art. 17 lid 1 MAR (of art. 17 lid 7 MAR), als na het mededelen van de voorwetenschap tijdens een presentatie de vertrouwelijkheid ervan niet langer is gegarandeerd. Wij verwijzen wederom naar § 5.2.

26 Zie ook Kristen, De Kluiver & Lemmers 2017, p. 120-122.

27 Vgl. C. Mosca, ‘Article 10: Unlawful Disclosure of Inside Information’, in: M. Ventoruzzo & S. Mock, *Market Abuse Regulation: Commentary and Annotated Guide*, Oxford: Oxford University Press 2017, p. 279-280.

of de publicatieverplichting van art. 17 lid 7 MAR wellicht kan worden gekarakteriseerd als *lex specialis* ten opzichte van die van art. 17 lid 1 MAR. Het antwoord op deze vraag luidt volgens ons ontkennend, en wel op basis van de volgende twee argumenten. In de eerste plaats wordt – in tegenstelling tot art. 17 lid 1, 2, 4, 5 en 8 MAR – art. 17 lid 7 MAR niet genoemd in art. 30 MAR, de kernbepaling over administratieve sancties en andere maatregelen. Dat betekent dat de MAR niet verplicht stelt om inbreuken op art. 17 lid 7 MAR volgens het nationale recht te sanctioneren (dit dus in tegenstelling tot inbreuken op art. 17 lid 1, 2, 4, 5 of 8 MAR, zie art. 30 lid 1, aanhef en onder a, MAR).²⁸ Onzes inziens heeft dit als consequentie dat – in ieder geval in de visie van de Europese wetgever – de publicatieverplichting van art. 17 lid 7 MAR niet kan worden gekarakteriseerd als *lex specialis*. Zou men deze publicatieverplichting namelijk wel als *lex specialis* aanmerken, dan zou zij in het kader van de bestuursrechtelijke handhaving met uitsluiting van art. 17 lid 1 MAR moeten worden toegepast en dat zou dan – wederom in de visie van de Europese wetgever – betekenen dat schending van art. 17 lid 7 MAR bestuursrechtelijk gezien niet kan worden gesanctioneerd.²⁹ Dat kan niet de bedoeling zijn, omdat de staande praktijk is – en zo heeft de Europese wetgever het volgens ons ook gewild – dat de toezichthouder ook kan optreden als bij een beroep op de uitstelregeling de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd en de uitgevende instelling vervolgens haar publicatieverplichting niet nakomt. Wat in de tweede plaats ertegen pleit de publicatieverplichting van art. 17 lid 7 MAR als *lex specialis* aan te merken, is dat de Europese wetgever ervoor heeft gekozen alleen voor de derde voorwaarde van de uitstelregeling (het garanderen van de vertrouwelijkheid) een afzonderlijke publicatieverplichting op te nemen. Voor de eerste twee uitstelvoorwaarden bestaan geen afzonderlijke publicatieverplichtingen en dat betekent dat de systematiek van de uitstelregeling toch echt aldus in elkaar steekt dat de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 1 MAR herleeft op het moment dat niet meer aan een van de uitstelvoorwaarden wordt voldaan. Deze systematiek geldt onzes inziens onverkort als niet langer aan de derde uitstelvoorwaarde wordt voldaan, hetgeen impliceert dat de publicatieverplichting van art. 17 lid 7 MAR niet kan worden gekarakteriseerd als *lex specialis*. Ook voorgaande discussie is overigens niet louter academisch, omdat het op de juiste wijze karakteriseren van een bepaalde norm onder meer van belang is voor het leerstuk van samenloop (vgl. art. 55 lid 2 Sr en zie onze opmerking hierover in § 5.2).

Anders dan voor de eerste twee voorwaarden van de uitstelregeling, heeft de Europese wetgever de European

Securities and Markets Authority (hierna: 'ESMA') niet de bevoegdheid gegeven om richtsnoeren op te stellen voor de derde uitstelvoorwaarde.³⁰ Ook de Europese wetgever zelf heeft niet echt antwoord gegeven op de vraag wat nu precies moet worden verstaan onder het niet langer kunnen garanderen van de vertrouwelijkheid en vanaf welk moment daarvan kan worden gesproken. In het vervolg van § 5 formuleren wij over deze vraag enkele gedachten, waarbij wij in § 5.2 eerst ingaan op het al dan niet kunnen garanderen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap bij selectieve openbaarmaking en in § 5.3 stilstaan bij het al dan niet kunnen garanderen van de vertrouwelijkheid in geval van geruchtevorming. Hierbij zullen wij in de analyse als uitgangspunt nemen voorwetenschap die *rechtstreeks* betrekking heeft op de uitgevende instelling en waarvoor de uitgevende instelling aanvankelijk een (gerechtvaardigd) beroep heeft gedaan op de uitstelregeling.

5.2 Het (al dan niet) garanderen van de vertrouwelijkheid bij selectieve openbaarmaking

Als voorwetenschap (selectief) wordt medegedeeld aan een groep beleggingsanalisten of (groot)aandeelhouders en op de desbetreffende groepsleden geen geheimhoudingsplicht rust zoals bedoeld in art. 17 lid 8, tweede volzin MAR, zal de voorwetenschap in de regel haar vertrouwelijke karakter verliezen.³¹ Op grond van art. 17 lid 7, eerste volzin, MAR dient de uitgevende instelling de desbetreffende informatie dan zo snel mogelijk openbaar te maken. Daarnaast moet de uitgevende instelling, als ondanks het verliezen van het vertrouwelijke karakter de voorwetenschap haar niet-openbare karakter heeft behouden, de voorwetenschap openbaar maken op grond van art. 17 lid 1 MAR. Zij kan zich dan immers niet meer gerechtvaardigd op de uitstelregeling beroepen, waardoor het hoofdgebod herleeft. Wij zijn echter van mening dat niet in alle gevallen van selectieve openbaarmaking het vertrouwelijke karakter van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd.³² Denk in dit verband bijvoorbeeld aan het mededelen van voorwetenschap aan een individuele grootaandeelhouder die verder geen enkele behoefte heeft om op basis van die voorwetenschap te gaan handelen. In dat geval wordt waarschijnlijk wel de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 8 MAR geschonden (en eventueel ook het mededelingsverbod van art. 10 MAR), maar niet per definitie de openbaarmakingsplicht van art. 17 lid 7 MAR (en art. 17 lid 1 MAR). Zolang de selectieve openbaarmaking geen effect heeft op het handelsvolume en eventueel de koers en er ook anderszins geen geruchten

28 Complicerend in dit verband is dat de Nederlandse wetgever expliciet ervoor heeft gekozen – de MAR biedt die ruimte ook in art. 30 lid 1, aanhef en onder a – om schending van art. 17 lid 7 MAR wel bestuursrechtelijk te sanctioneren. Art. 17 lid 7 MAR wordt immers afzonderlijk genoemd in Bijlage 2 van het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten in de lijst van te sanctioneren MAR-bepalingen.

29 Wij wijzen echter wederom op de in de vorige voetnoot genoemde complicatie.

30 Zie art. 17 lid 11 MAR. De richtsnoeren voor de eerste twee uitstelvoorwaarden van art. 17 lid 4 MAR zijn opgenomen in ESMA 2016/1130, *Final Report. Guideline on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*.

31 Overigens wijzen wij erop dat ook wanneer de uitgevende instelling met (alle individuele leden van) een groep beleggingsanalisten of (groot)aandeelhouders wel geheimhouding overeenkomt zoals bedoeld in art. 17 lid 8, tweede volzin, MAR, dit geenszins een garantie hoeft te zijn dat voorwetenschap die met de groep (selectief) wordt gedeeld ook daadwerkelijk vertrouwelijk blijft. Hoe groter de groep, des te moeilijker het is de vertrouwelijkheid te waarborgen.

32 Zie anders Hoff 2011, p. 527.

ontstaan die met de voorwetenschap verband houden, lijkt de vertrouwelijkheid nog te zijn gegarandeerd. Overigens realiseren wij ons dat dit in de praktijk niet altijd een makkelijk te hanteren criterium zal zijn (zie ook § 5.3).³³

Het verliezen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap en het verliezen van het niet-openbare karakter kunnen in de praktijk dicht tegen elkaar aan liggen, maar doorgaans vallen beide gebeurtenissen niet samen. Als bijvoorbeeld de voorwetenschap aan verschillende analisten (selectief) wordt medegedeeld en de vertrouwelijkheid daarmee niet langer is gegarandeerd, hoeft de voorwetenschap nog niet meteen haar niet-openbare karakter te hebben verloren. Dit wordt anders als de groep analisten aan wie de voorwetenschap wordt medegedeeld groter en groter wordt, de voorwetenschap door de analisten vervolgens verder wordt verspreid en daarna door beleggers (geheel of gedeeltelijk) in de koers wordt verwerkt.

Het is van belang erop te wijzen dat als het selectief mededelen van voorwetenschap inderdaad tot gevolg heeft dat de vertrouwelijkheid niet langer is gegarandeerd, de uitgevende instelling een *meervoudige* normschending begaat als zij de desbetreffende informatie niet meteen openbaar maakt. Ten eerste wordt dan art. 17 lid 8 MAR geschonden, ten tweede art. 17 lid 7 MAR, en als de voorwetenschap – ondanks het verliezen van de vertrouwelijkheid – haar niet-openbare karakter heeft behouden, ten derde art. 17 lid 1 MAR. Bij zo'n meervoudige normschending speelt in de praktijk de vraag of de AFM (maar deze problematiek speelt ook voor andere Europese toezichthouders) ook een *meervoudige* boete kan opleggen.³⁴ Deze vraag moet volgens ons nationale recht worden beantwoord aan de hand van het leerstuk van de eendaadse respectievelijk meerdaadse samenloop. Het gaat het bestek van ons artikel te buiten om deze vraag uitputtend te beantwoorden, maar in het kort kunnen wij er het volgende over zeggen. Bij samenloop van schending van de publicatieverplichtingen van art. 17 lid 7 en art. 17 lid 1 MAR, is naar ons oordeel sprake van *eendaadse* samenloop.³⁵ Wij hebben hiervoor drie ar-

gumenten. In de eerste plaats komen de strekking en doelstelling van beide publicatieverplichtingen overeen, namelijk het tegengaan van handel met voorwetenschap en het bevorderen van de markttransparantie en de efficiëntie van het prijsvormingsproces (zie § 2). In de tweede plaats zal het feitencomplex op grond waarvan schending van art. 17 lid 7 MAR wordt aangenomen, per definitie samenvallen met het feitencomplex op grond waarvan schending van art. 17 lid 1 MAR wordt aangenomen. Er is met andere woorden per definitie sprake van eenheid in tijd en plaats ten aanzien van de feiten die schending van art. 17 lid 7 respectievelijk art. 17 lid 1 MAR constitueren. In de derde plaats stelt de MAR niet afzonderlijk verplicht om inbreuken op art. 17 lid 7 MAR te sanctioneren. In de visie van de Europese wetgever dient die sanctionering dus kennelijk plaats te vinden aan de hand van sanctionering van schending van art. 17 lid 1 MAR (zie art. 30 lid 1, aanhef en onder a, MAR en onze opmerking over deze bepaling in § 5.1).³⁶ De consequentie van de hier bepleite *eendaadse* samenloop is dat de AFM slechts één boete kan opleggen, en wel voor schending van de norm waarvoor de zwaarste sanctie is gesteld (de sancties voor schending van art. 17 lid 1 respectievelijk art. 17 lid 7 MAR zijn overigens gelijk). Het voorgaande ligt naar ons oordeel genuanceerder voor de samenloop van schending van de publicatieverplichtingen van art. 17 lid 8 en art. 17 lid 7 MAR (en eventueel de publicatieverplichting van art. 17 lid 1 MAR). Weliswaar lijken de strekking en doelstelling van beide publicatieverplichtingen niet noemenswaardig te verschillen, maar het feitencomplex op grond waarvan schending van art. 17 lid 8 MAR wordt aangenomen, hoeft niet noodzakelijkerwijs samen te vallen met het feitencomplex op grond waarvan schending van art. 17 lid 7 MAR (en eventueel art. 17 lid 1 MAR) wordt aangenomen. Afhankelijk van het antwoord op de vraag of sprake is van eenheid in tijd en plaats ten aanzien van de feiten die schending van art. 17 lid 8 respectievelijk art. 17 lid 7 MAR (en eventueel art. 17 lid 1 MAR) constitueren, is dan sprake van *eendaadse* dan wel *meerdadse* samenloop.³⁷ In het eerste geval kan de AFM slechts één boete opleggen. In het tweede geval kan de AFM voor beide normschendingen een boete opleggen en kunnen beide boetes dus worden gecumuleerd.

5.3 Het (al dan niet) garanderen van de vertrouwelijkheid bij geruchtenvorming

De markt is bezaaid met allerlei nieuws, *fake news*, opinies en andersoortige (non-)informatie. Soms circuleren ge-

33 Zie ook Hof Amsterdam (Ondernemingskamer) 5 april 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BW0991, r.o. 6.108 (*Enquête Fortis*; het ging daar overigens niet om een willekeurig persoon, maar om een journaliste) en T.M. Stevens, *JOR* 2011/191, annotatie bij Rb. Utrecht 30 maart 2011, ECLI:NL:RBUTR:2011:BP9796 (*VEB/Super de Boer*), par. 3.

34 De bevoegdheid van de AFM om een boete op te leggen bij schending van de leden 1, 7 en/of 8 van art. 17 MAR volgt uit art. 1:80 Wft jis. Art. 5 lid 1, Bijlage 2 en art. 2 lid 1, aanhef en onder m, Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

35 Zie voor bestuursrechtelijke eendaadse samenloop art. 5:46 lid 2 Awb, ABRvS 26 november 2014, ECLI:NL:RVS:2014:4257, r.o. 3.1, en § 4 van de annotatie van O.J.D.M.L. Jansen bij deze uitspraak in AB 2015/120. De Afdeling zoekt bij de invulling van de bestuursrechtelijke eendaadse samenloop aansluiting bij de strafrechtelijke eendaadse samenloop. Zie voor het laatstgenoemde leerstuk art. 55 lid 1 Sr en HR 20 juni 2017, ECLI:NL:HR:2017:1111 (*overzichtsarrest strafrechtelijke eendaadse samenloop*). Overigens wijzen wij erop dat van samenloop in eigenlijke zin geen sprake is, indien het standpunt zou worden gevolgd dat de publicatieverplichting van art. 17 lid 7 MAR een *lex specialis* is van de publicatieverplichting van art. 17 lid 1 MAR (wij volgen dat standpunt zoals gezegd niet, zie § 5.1). In deze visie kan uiteraard alleen art. 17 lid 7 MAR aan de (bestuursrechtelijke of strafrechtelijke) sanctie ten grondslag worden gelegd (zie ook art. 55 lid 2 Sr).

36 Volledigheidshalve wijzen wij er nogmaals op dat de Nederlandse wetgever expliciet ervoor heeft gekozen om schending van art. 17 lid 7 MAR wel bestuursrechtelijk te sanctioneren.

37 Zie voor bestuursrechtelijke meerdaadse samenloop art. 5:8 Awb en CBB 14 augustus 2018, ECLI:NL:CBB:2018:400, r.o. 8.3-8.4.1 (*AFM/Imtech CEO*), en § 15 van de annotatie van R. Stijnen bij deze uitspraak in AB 2018/367. Aangezien voor de invulling van de bestuursrechtelijke *eendaadse* samenloop aansluiting wordt gezocht bij haar strafrechtelijke evenknie, ligt het voor de hand om voor de bestuursrechtelijke *meerdadse* samenloop eveneens aansluiting te zoeken bij haar strafrechtelijke evenknie. Zie voor strafrechtelijke meerdaadse samenloop art. 57 e.v. Sr en de standaardwerken C. Kelk, *Studieboek materiaal strafrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2016, 7^e druk, p. 75-77 en J. de Hullu, *Materieel strafrecht*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, 7^e druk, p. 544-545.

ruchten op de markt, bijvoorbeeld over een op handen zijnde overname. Als van een (voornemen tot) overname in het geheel geen sprake is, komt het gerucht niet overeen met de onderliggende situatie en wordt in algemene zin aangenomen dat een uitgevende instelling niet op dat gerucht hoeft te reageren.³⁸ Dit is anders als het gerucht wel overeenstemming vertoont met de onderliggende situatie. In die situatie is de vertrouwelijkheid van de desbetreffende informatie mogelijk niet langer gegarandeerd en is mogelijk sprake van een lek. Op grond van art. 17 lid 7, tweede volzin, MAR is de vertrouwelijkheid niet langer gegarandeerd als het gerucht voldoende nauwkeurig is. Stevens meent dat een gerucht voldoende nauwkeurig is, indien het spoort met de voorwetenschap.³⁹ Het gerucht hoeft volgens Stevens niet alle details van de voorwetenschap te bevatten om voldoende nauwkeurig te zijn; per geval zal moeten worden bepaald of sprake is van een voldoende nauwkeurig gerucht. Wij delen die opvatting. Als bijvoorbeeld een gerucht circuleert dat inhoudt dat een uitgevende instelling voornemens is vennootschap X over te nemen, terwijl de uitgevende instelling in werkelijkheid voornemens is vennootschap Y over te nemen, kan de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap nog steeds zijn gegarandeerd als X en Y zich in compleet verschillende sectoren bevinden. Als de namen van X en Y echter op elkaar lijken (het gerucht heeft bijvoorbeeld betrekking op de overname van de top-holding, terwijl in werkelijkheid slechts wordt onderhandeld over de overname van een dochtervennootschap) of als de vennootschappen X en Y anderszins met elkaar in verband kunnen worden gebracht, moet wel ernstig worden getwijfeld of de vertrouwelijkheid nog steeds is gegarandeerd.

Bij het beantwoorden van de vraag of de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap nog is gegarandeerd, wordt in de praktijk vaak gekeken naar ontwikkelingen in het handelsvolume en/of de koers van de desbetreffende financiële instrumenten.⁴⁰ Een belangrijke uitspraak in dit verband is *Super de Boer/VEB*. Het oordeel van het Hof Amsterdam kwam er kort gezegd op neer dat een statistisch significante stijging van het handelsvolume gedurende drie handelsdagen – zonder plausible alternatieve verklaring – voldoende is om te kunnen concluderen dat de vertrouwelijkheid van

de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd.⁴¹ In de literatuur wordt wel beweerd dat louter volume- en/of koersbewegingen nooit voldoende kunnen zijn om de conclusie te trekken dat sprake is van een lek, waarbij dan bijvoorbeeld als reden wordt genoemd dat volume- en/of koersbewegingen zonder bijkomende geruchtvorming altijd kunnen worden toegeschreven aan (het handelen van) *noise traders* (beleggers die hun beleggingsbeslissingen niet baseren op (analyse van) informatie en van wie het handelen veelal is gebaseerd op speculatieve overwegingen).⁴² In algemene zin kunnen wij ons in deze redenering niet vinden, omdat het bewijs dat sprake is van *statistisch significante* bewegingen in het handelsvolume en eventueel de koers nu juist aantoont dat de bewegingen – statistisch gezien – niet zijn gebaseerd op louter toeval en dus niet kunnen worden aangemerkt als ‘ruis’. Hoewel hier veel meer interessants over te zeggen valt, laten wij deze kwestie in deze bijdrage verder rusten.

Ook bij volume- en/of koersbewegingen die kunnen worden toegeschreven aan het uitlekken van de voorwetenschap, is het eerdergenoemde onderscheid van belang tussen enerzijds het verliezen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap en anderzijds het verliezen van het niet-openbare karakter. De informatie die erop neerkomt dat bepaalde significante bewegingen in het handelsvolume en/of de koers vallen waar te nemen, is informatie die openbaar wordt en die door het beleggende publiek wordt opgepikt. Dit is echter iets anders dan het openbaar worden van de informatie die voorwetenschap vormt. Deze informatie is pas openbaar zodra zij beschikbaar of toegankelijk is voor (een groot deel van) het beleggende publiek, zodat zij door dat publiek in de koers kan worden verwerkt.⁴³ Als op basis van volume- en/of koersbewegingen moet worden geconcludeerd dat de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd, dient zij uiteraard te worden gepubliceerd op grond van art. 17 lid 7 MAR. Of de publicatieplicht eveneens kan worden gebaseerd op art. 17 lid 1 MAR, hangt er wederom van af of de voorwetenschap – ondanks het uitlekken ervan – haar niet-openbare karakter heeft behouden.

6. Uitleiding

In dit artikel zijn wij ingegaan op de subtiele verhouding tussen de leden 1, 4, 7 en 8 van art. 17 MAR en hebben wij aan de hand van enkele scenario's het zelfstandige bestaansrecht van achtereenvolgens lid 8 en lid 7 verdedigd. Dat zelfstandige bestaansrecht is dat deze bepalingen buiten twijfel stellen dat bij het selectief openbaar maken van

38 Zie bijvoorbeeld Hansen & Moalem 2009, p. 336; C. Di Noia & M. Gargantini, 'The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions', 2009, (beschikbaar via https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1417477), p. 28-29 en Di Noia & Gargantini 2012, p. 523-527.

39 Stevens 2018, p. 324.

40 Zie hierover uitgebreid B.J. de Jong, 'De spannende driehoeksverhouding tussen financiële markten, recht en economische wetenschap', *Ondernemingsrecht* 2015/63, afl. 9, p. 315-324 en B.J. de Jong, 'Can Fluctuations in Prices or Volumes of a Security Trigger a Duty for Listed Companies to Disclose Inside Information?', *European Business Organisation Law Review* (17) 2016, afl. 4, p. 523-539. Zie in dit verband ook de uitspraken CBB 28 juni 2013, ECLI:NL:CBB:2013:10, r.o. 5.5-5.6 (*AFM/Danone*), JOR 2013/278, m.nt. G.T.J. Hoff en CBB 15 mei 2014, ECLI:NL:CBB:2014:248, r.o. 5.4 (*Wavin/AFM*).

41 Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, r.o. 2.15 (*Super de Boer/VEB*), JOR 2015/70, m.nt. G.T.J. Hoff, r.o. 2.15. De openbaarmakingsplicht was in dit geval overigens gebaseerd op art. 5:251 lid 2 Wft (oud), de nationaalrechtelijke voorganger van het huidige art. 17 lid 1 MAR. Zie zeer kritisch over het oordeel van het hof R.M. Hermans, *Het onderzoek in de enquêteprocedure (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 145)*, Deventer: Wolters Kluwer 2017, p. 484-486.

42 Zie onder meer Di Noia & Gargantini 2012, p. 522-523; Kristen, De Kluiwer & Lemmers 2017, p. 120-122 en Stevens 2018, p. 325.

43 Vgl. Kristen 2004, p. 327.

voorwetenschap respectievelijk het niet langer gegarandeerd zijn van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap, de uitgevende instelling de desbetreffende informatie te allen tijde volledig – en dus niet alleen voor zover zij haar niet-openbare karakter heeft behouden – openbaar moet maken (zie § 4 voor lid 8 en § 5.1 voor lid 7). In beide gevallen hoeft (het bestuur van) de uitgevende instelling zich dus niet eerst af te vragen of de voorwetenschap nog wel (volledig) haar niet-openbare karakter heeft behouden, alvorens tot publicatie over te gaan en daarmee dragen art. 17 lid 7 en art. 17 lid 8 MAR bij aan de rechtszekerheid. Beide bepalingen dragen ook bij aan het effectueren van de doelstellingen van de MAR, omdat het de uitgevende instelling zelf is die de desbetreffende informatie openbaar moet maken (en dat op de volgens de MAR voorgeschreven wijze). Aldus wordt bewerkstelligd dat de informatie daadwerkelijk voor het *gehele* beleggende publiek ter beschikking wordt gesteld (zie wederom § 4 voor lid 8 en § 5.1 voor lid 7).

Verder hebben wij stilgestaan bij het al dan niet kunnen garanderen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap in geval van selectieve openbaarmaking respectievelijk geruchtvorming in de situatie waarin de uitgevende instelling zich aanvankelijk gerechtvaardigd kon beroepen op de uitstelregeling. Wij hebben in dat verband betoogd dat het selectief openbaar maken van voorwetenschap in de regel ertoe leidt dat de vertrouwelijkheid niet langer is gegarandeerd, maar dat dit niet per definitie het geval hoeft te zijn (zie § 5.2). Ook hebben wij uitgelegd dat bij het selectief openbaar maken van voorwetenschap het verliezen van de vertrouwelijkheid en het verliezen van het niet-openbare karakter in de praktijk dicht tegen elkaar aan kunnen liggen, maar dat beide gebeurtenissen doorgaans niet samen vallen (zie wederom § 5.2). Verder hebben wij in het kader van art. 17 lid 7 MAR de lijn van het *Super de Boer/VEB*-arrest onderschreven en verdedigd dat – zonder plausibele alternatieve verklaring – volume- en/of koersbewegingen in beginsel voldoende kunnen zijn om te concluderen dat de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap niet langer is gegarandeerd (zie § 5.3). Daarnaast hebben wij uitgelegd dat bij volume- en/of koersbewegingen die kunnen worden toegeschreven aan het uitlekken van de voorwetenschap weer het genoemde onderscheid moet worden gemaakt tussen enerzijds het verliezen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap en anderzijds het verliezen van het niet-openbare karakter (zie wederom § 5.3).

Welke gebodsnorm(en) precies wanneer is (zijn) geschonden, zal dus grotendeels ervan afhangen (i) of de voorwetenschap al dan niet selectief is medegedeeld aan derden, (ii) of bij een beroep op de uitstelregeling haar vertrouwelijkheid al dan niet is gegarandeerd, en (iii) of na selectieve openbaarmaking en/of na het verliezen van de vertrouwelijkheid de voorwetenschap al dan niet haar niet-openbare karakter heeft behouden. De analyse die wij ten aanzien hiervan hebben gegeven, is ten eerste relevant voor uitgevende instellingen, omdat zij nader licht werpt op de vraag welke publicatieverplichting wanneer van toepassing is.

Onze analyse is ook relevant voor de AFM en de gedupeerde belegger, omdat zij in een bestuursrechtelijke procedure respectievelijk aansprakelijkheidsprocedure de juiste bepaling(en) aan haar boete respectievelijk zijn vordering ten grondslag dienen te leggen.