**Titel: De systematiek van het gebod tot het openbaar maken van voorwetenschap ontleed**

**Ondertitel: Over de subtiele verhouding tussen de leden 1, 4, 7 en 8 van artikel 17 van de Verordening Marktmisbruik**

In [ons artikel](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3611338) 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’).[[1]](#footnote-1) De MAR is de opvolger van de Marktmisbruikrichtlijn uit 2003 (hierna: ‘MAD I’).[[2]](#footnote-2) 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. In ons artikel verdedigen wij het zelfstandige bestaansrecht van deze openbaarmakingsverplichtingen en betogen wij dat hun belang mede is gelegen in het dienen van de rechtszekerheid.

1. **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. 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.[[3]](#footnote-3) Een nevendoel 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.[[4]](#footnote-4)

1. **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.[[5]](#footnote-5) 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 beleggingsanalisten.[[6]](#footnote-6) 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 voorwetenschapopenbaar 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’).[[7]](#footnote-7) 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.[[8]](#footnote-8) 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) *per ongeluk* voorwetenschapmededeelt 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 gesteld en daarmee draagt art. 17 lid 8 MAR bij aan het effectueren van de doelstellingen van de MAR.[[9]](#footnote-9)

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.[[10]](#footnote-10) 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.[[11]](#footnote-11) 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.

1. **De vertrouwelijkheid van de voorwetenschap is niet langer gegarandeerd**

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. 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. In de praktijk kan het echter 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.[[12]](#footnote-12) 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.

Verder staan wij in ons artikel stil bij het al dan niet kunnen garanderen van de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap in geval van selectieve openbaarmaking respectievelijk geruchtenvorming in de situatie waarin de uitgevende instelling zich aanvankelijk gerechtvaardigd kon beroepen op de uitstelregeling. Wij betogen in dat verband 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 leggen wij uit 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 samenvallen (zie wederom § 5.2). Verder onderschrijven wij in het kader van art. 17 lid 7 MAR de lijn van het *Super de Boer/VEB*-arrest en verdedigen wij 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 leggen wij uit 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).

1. 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). [↑](#footnote-ref-1)
2. 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). [↑](#footnote-ref-2)
3. 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 Rechtbank 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. [↑](#footnote-ref-3)
4. Zie in dit verband onder meer J. Payne, ‘Chapter 6: 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. [↑](#footnote-ref-4)
5. 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. [↑](#footnote-ref-5)
6. 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. [↑](#footnote-ref-6)
7. 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. [↑](#footnote-ref-7)
8. Hoff 2016, p. 522. [↑](#footnote-ref-8)
9. Zie in dit verband overweging 24 en 49 van de Preambule van de MAR. [↑](#footnote-ref-9)
10. 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 van ons artikel. [↑](#footnote-ref-10)
11. 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 van ons artikel. [↑](#footnote-ref-11)
12. 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. [↑](#footnote-ref-12)