

## **Nota van toelichting**

### ***Algemene toelichting***

#### *Inleiding*

Dit besluit strekt tot uitwerking van een aantal artikelen in de Wet marktmisbruik, waarmee tevens uitvoering wordt gegeven aan bepalingen uit de volgende richtlijnen:

- 1) Richtlijn nr. 2003/124/EG van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (PbEU L 339; hierna: Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking);
- 2) Richtlijn nr. 2003/125/EG van de Europese Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat de juiste voorstelling van beleggingsaanbevelingen en de bekendmaking van belangenconflicten betreft (PbEU L 339; hierna: Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen);
- 3) Richtlijn nr. 2004/72/EG van de Europese Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie wat gebruikelijke marktpraktijken, de definitie van voorwetenschap met betrekking tot van grondstoffen afgeleide instrumenten, het opstellen van lijsten van personen met voorwetenschap, de melding van transacties van leidinggevende personen en de melding van verdachte transacties betreft (PbEU L 162; hierna: Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling); en
- 4) Richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEU L390; hierna: Transparantierichtlijn).

Het Besluit marktmisbruik zal net als de Wet marktmisbruik door middel van een technische omzetting worden opgenomen in de Wet op het financieel toezicht en de bijbehorende lagere regelgeving.

#### *Administratieve lasten*

Het onderhavige besluit brengt slechts op een beperkt aantal punten enige verzwaring van de administratieve lasten voor het bedrijfsleven met zich. Er zijn geen nieuwe administratieve lasten in het leven geroepen zonder dat de hierboven genoemde richtlijnen daartoe verplichten. De reeds bekende administratieve lasten bij de Wet marktmisbruik (hierna: de wet) waren op jaarbasis € 292.936. Er is bij de de wet gemeld dat de administratieve lasten van een aantal verplichtingen pas na uitwerking van een algemene maatregel van bestuur bekend zouden zijn, al waren deze verplichtingen wel al kwalitatief omschreven. De administratieve lasten bij het besluit bedragen uiteindelijk € 486.079,- per jaar, met eenmalige lasten ter hoogte van € 24.475,-, zoals zal worden toegelicht.

Bij het berekenen van de administratieve lasten is ook gekeken naar de administratieve lasten voor de burger, maar de kosten hiervan kwamen als verwaarloosbaar naar voren. Het enige punt dat voor

burgers gevolgen heeft, is de verplichting om hun naam en functie te vermelden wanneer zij een beleggingsaanbeveling uitbrengen.

Er zijn daarnaast twee verplichtingen geschrapt die tot verwaarloosbare administratieve lastenverlichting leiden. Te weten; het voornemen tot toekenning van personeelsopties dient niet meer twee maanden op voorhand aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM) gemeld te worden, en het reglement van de uitgevende instelling dient niet meer aan de AFM verzonden te worden.

### Nieuwe verplichtingen

#### 1) § 3.1

##### **Artikel 9**

Een effecteninstelling als bedoeld in artikel 47c van de wet, is verplicht om een redelijk vermoeden dat bij een transactie gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap of marktmanipulatie te melden aan de AFM (artikel 47c van de wet jo artikel 9 van dit besluit). Dit is een verplichting, die op incidentele basis nalevingkosten met zich zal brengen. Gezien het feit dat de eis van een redelijk vermoeden een drempel legt voordat gemeld dient te worden, zullen deze kosten naar verwachting niet aanzienlijk zijn. Het zal niet vereist zijn dat een effecteninstelling interne computersystemen moet aanpassen. Bovendien wordt men niet verplicht actief op zoek te gaan naar misstanden. Het gaat naar verwachting om maximaal 25 meldingen per jaar.

Een effecteninstelling zal overigens niet verplicht worden om ten behoeve van de uitvoering van deze verplichting zijn interne computersystemen aan te passen.

De nalevingkosten per melding zijn als volgt opgebouwd:

Lid 1, onder a: beschrijving van de transactie, vermelding van het type order en het type handelssysteem: 1 minuut.

Lid 1, onder b: redenen voor het vermoeden dat de transactie in strijd is met artikel 46, eerste of derde lid, of artikel 46b, eerste lid, van de wet.

- Gesprek met de afdeling compliance en dubbelcheck bij andere betrokkene ter bevestiging van het vermoeden, en opstellen redenen: twee personen \* 1 uur

Lid 1, onder c en d: documenten opzoeken waaruit de identiteit van de betrokkene(n) blijkt en de hoedanigheid van de opdrachtgever opzoeken: 5 minuten.

Lid 1, onder e: opzoeken overige informatie: 30 minuten.

lid 3 : melding: 10 minuten

Totale tijdsbesteding voor een melding is: 2 uur en 46 minuten.

Totale kosten: 2 uur 46 min.\* €55 per uur \* 25 meldingen = €3.804,-

#### 2) § 3.2

##### **Artikel 10**

Een effectenuitgevende instelling als bedoeld in artikel 47, zevende lid van de wet of een ieder die namens of voor rekening van deze instelling optreedt, dient een lijst bij te houden van bij hem of haar werkzame personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van

bijzonderheden die voorwetenschap opleveren (artikel 47, zevende lid van de wet jo. artikel 10 van dit besluit). De eenmalige kosten hiervoor worden op € 23.375,- geraamd, en de totale jaarlijkse kosten op € 408.000,-.

De eenmalige kosten bestaan uit het opstellen van een standaard voorlichtingsmail die aan personen op de insiderlijst gestuurd moet worden. Bij de afdeling compliance heeft één persoon hier een uur voor nodig. De kosten hiervoor zijn: € 55 per uur \* 1 uur \* 425 instellingen = € 23.375,-

De jaarlijkse kosten bestaan uit het bijhouden van de lijst en het doorlezen van de e-mail door de insiders. Er kan hierbij uit twee modellen gekozen worden: één algemene lijst waarop alle medewerkers staan die betrokken zijn of kunnen worden bij een project of transactie waarin zij kennis kunnen nemen van informatie als bedoeld in artikel 46, of twee lijsten (één met medewerkers en één met projecten) in plaats van één geïntegreerde. Het is natuurlijk ook toegestaan om meer dan twee lijsten aan te houden, zoals bijvoorbeeld lijsten per project. De Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen (VEUO) heeft aangegeven dat dit model bij veel instellingen de voorkeur heeft, al is ze blij met de keuzemogelijkheid.

Voor het bijhouden van de insiderlijst(en) kan een standaard (Excel) spreadsheet gebruikt worden. Dit zal dus geen extra systeemkosten met zich brengen.

Per project worden betrokken medewerkers, indien deze niet standaard op de lijst staan, aangemeld bij de compliance afdeling om op de lijst gezet te worden. Mensen die werkzaam zijn op een project, en anderen, die niet standaard op de insiderlijst staan daarover consulteren, kunnen geacht worden in te schatten of de informatie die zij loslaten koersgevoelig kan zijn. Indien zij dit zo inschatten dienen zij deze persoon daarvan op de hoogte te stellen en aan te melden bij compliance.

Er zijn personeelskosten verbonden aan het bijhouden van de lijst(en) en het versturen van de voorlichtingsmail aan de personen op de insiderlijst. Hier is één persoon bij compliance ongeveer een uur per maand mee bezig.

€ 55,- per uur \* 1 uur \* 12 maanden = € 660,- per jaar per bedrijf.

Het aanmelden bij compliance, van mensen die nog niet op de lijst staan, maar in aanraking komen met vertrouwelijke informatie, kost naar inschatting 1 minuut per melding (vormvrij). Dit zal naar schatting om 15 meldingen per jaar gaan.

€ 150,- per uur \* 1 minuut \* 15 meldingen = € 37,50 per jaar per bedrijf.

Bij een gemiddelde effectenuitgevende instelling staan ongeveer 100 personen op de lijst. Als gemiddeld uurtarief wordt € 150,- gerekend, aangezien de personen op de lijst vaak een bovengemiddeld salaris verdienen. Het (voor de eerste keer) doorlezen van de voorlichtingsmail kost een persoon drie minuten. Van de 100 personen op de lijst, zullen jaarlijks naar schatting 35 personen voor het eerst op de lijst staan. Gemiddeld 20 personen zullen voor het eerst op de lijst staan door personeelsverloop (gemiddeld 20% per jaar), en naar schatting nog eens 15 personen doordat ze in hun functie voor het eerst te maken krijgen met informatie die voorwetenschap zou kunnen opleveren. In de eerste paar jaar dat de lijst in gebruik is zullen meer dan 35 personen voor het eerst op de lijst staan.

De kosten hiervoor bedragen: 35 personen \* € 150,- per uur \* 3 minuten = € 262,50 per jaar per bedrijf.

De totale jaarlijkse kosten bedragen hiermee: (€ 660,- + € 262,50 + € 37,50) \* 425 = € 408.000,-

### 3) § 5 algemeen

Met uitzondering van enkele bepalingen bij artikel 16 en een bepaling bij artikel 17, brengen artikel 15 tot en met 18 verwaarloosbare administratieve lasten met zich. De informatie die gegeven moet worden is bekend bij de persoon die het bericht opstelt, en er kan een standaardlijstje af worden gewerkt om te zorgen dat alle verplichte informatie gemeld wordt. Analisten vermelden deze informatie doorgaans al. Voor de extra tekstruimte die deze verplichting mee kan brengen zijn geen extra administratieve lasten meegerekend, aangezien er in artikel 19 vermeld staat dat, bijvoorbeeld via een internetlink, naar deze informatie verwezen mag worden indien de vereiste informatie onevenredig lang is in verhouding tot de lengte van de openbaar te maken informatie. Voor de volledigheid worden de administratieve lasten voor artikel 15 tot en met 18 hieronder in zijn geheel behandeld.

#### **Artikel 15**

Het vermelden van de naam en functie van degene die het bericht heeft opgesteld, en het vermelden van degene die verantwoordelijk is voor het naar buiten brengen van de informatie brengt geen administratieve lasten met zich. Deze informatie wordt standaard al gegeven, en is bekend bij zowel de opsteller als de uitbrenger van het bericht.

#### **Artikel 16**

Alvorens per lid de administratieve lasten bij artikel 16 aan te geven, volgt de onderbouwing van het aantal aanbevelingen dat in dit artikel gehanteerd wordt. Een ruwe inschatting is dat het relevante aantal voor dit artikel 23.500 aanbevelingen per jaar betreft.

Op het gebied van aanbevelingen worden de volgende hoofdcategorieën onderscheiden:

Analistenrapporten: Rond de 20 brokers/banken geven dagelijks (op handelsdagen) een 'morning note' uit. Hierin gaan ze in op voorspellingen met betrekking tot macro-economische gegevens en geven ze (gemiddeld drie) aanbevelingen. Bovendien publiceren ze daarnaast zes maal per jaar een rapport over een onderneming uit de Nederlandse top 50 (AEX/AMX), en brengen enkele instellingen per sector, maandelijks of wekelijks een nieuwsbrief met enkele aanbevelingen uit. Alles bij elkaar opgeteld komt dit neer op ongeveer 18.000 aanbevelingen per jaar.

Traditionele/fysieke media: betreft kranten, beleggers magazines etc. Het lijkt redelijk uit te gaan van ongeveer 40 aanbevelingen in de week. Dit komt neer op 2.000 aanbevelingen per jaar.

E-media: Er bestaan verscheidene Internetplatforms waar columnisten/'deskundigen' hun mening geven en daarbij direct of indirect een beleggingsaanbeveling doen. Dit gaat om omstreeks 10 aanbevelingen per platform per dag. Alles bij elkaar komt dit neer op ongeveer 3.500 aanbevelingen per jaar. Deze Internetplatforms faciliteren ook chatrooms waarin veel 'aanbevelingen' van particuliere beleggers te lezen zijn. Een ruwe schatting is dat het 50.000 maal per jaar voorkomt dat een particuliere belegger via een Internetplatform een 'aanbeveling' geeft.

Voor internetplatforms is het publiceren van columns met adviezen een hoofdactiviteit en deze vallen onder artikel 16. Aanbevelingen via chatrooms op deze sites vallen niet onder dit artikel, aangezien de site geen verantwoordelijkheid neemt voor de mededelingen die in deze chatroom gedaan worden. De persoon die de aanbeveling verstuurt is verantwoordelijk en dient zijn naam en functie te vermelden op grond van artikel 15. Deze berichten zijn daarom niet meegenomen in de administratieve lastenberekening voor artikel 16 van dit besluit.

In het eerste lid van artikel 16 wordt gevraagd naar informatie die bekend is bij de opsteller, waardoor deze geen tijd nodig heeft om de informatie op te zoeken. Er worden enige eisen gesteld aan de manier waarop de informatie omschreven wordt, maar dit zou niet meer tijd moeten kosten dan nu voor een analist het geval is. De administratieve lasten zijn bij lid 1 daardoor verwaarloosbaar.

Voor het tweede lid, sub a, b, d en e geldt hetzelfde als voor het eerste lid.

Op grond van artikel 16, lid 2, sub c, zal in eerste instantie een keer de gevolgde grondslag of methode voor beoordeling van het effect op begrijpelijke wijze uitgelegd moeten worden, maar omdat een analist vaak hetzelfde model gebruikt kan deze uitleg daarna standaard gebruikt worden. Dit brengt slechts eenmalig verwaarloosbare kosten met zich mee. De verplichtingen in het tweede lid gelden alleen voor effecteninstellingen en personen die als hoofdactiviteit of in het kader van bedrijf of beroep aanbevelingen openbaar maken.

Bij artikel 16, lid 2, sub f, ontstaan administratieve lasten door het moeten doorlezen van het laatste bericht dat in de twaalf voorgaande maanden over eenzelfde effect of uitgevende instelling geschreven is. Verder moet de wijziging van mening verantwoord worden.

Indien een persoon zijn laatste aanbeveling moet nalezen kost dit: 1 minuut tijd voor het opzoeken en herlezen van het laatst gegeven advies, en indien het advies gewijzigd is nog 2 minuten extra voor verwijzing en de opgave van de reden tot wijziging. De reden van de wijziging zal vaak samenhangen met de redenen waarom een bepaald advies nu wordt uitgebracht, en zal daardoor weinig verschil maken voor de inhoud van het bericht. De kosten hiervoor zijn: 1 minuut \* € 55,- = € 0,92 per nieuw bericht met ongewijzigd advies ten opzichte van het allerlaatste advies over eenzelfde effect binnen 12 maanden. 3 minuten \* € 55 = € 2,75 per nieuw bericht met gewijzigd advies ten opzichte van het allerlaatste advies over eenzelfde effect binnen twaalf maanden. Veel analisten vermelden deze informatie overigens al.

Een complicatie voor het berekenen van de administratieve lasten voor sub f is, dat het onbekend en daardoor niet in te schatten is, of er de afgelopen twaalf maanden al advies over hetzelfde effect is uitgebracht, en of dit advies gewijzigd is. Om de lasten niet te onderschatten is voor de berekening van de administratieve lasten uitgegaan van de meest extreme situatie. In deze situatie wordt er vanuit gegaan dat voor ieder bericht eerder een advies over hetzelfde effect heeft plaatsgevonden, door dezelfde natuurlijke persoon, én dat dit advies gewijzigd is.

Maximale administratieve lasten zijn derhalve: € 2,75 per bericht \* 23.500 aanbevelingen = € 64.625,-

Artikel 17, lid 4, brengt administratieve lasten met zich aangezien een effecteninsetting de percentages voor het aantal koop, aanhouden en verkoop- aanbevelingen berekend moeten worden. Indien de instelling ook zakelijke bankdiensten verleent, dienen daarnaast nog de percentages voor koop, houden en verkoop- aanbevelingen berekend te worden voor de groep waaraan ook zakelijke bankdiensten verleend wordt. Er zijn ongeveer 20 brokers en banken die door dit artikel geraakt worden, die samen ongeveer 18.000 aanbevelingen per jaar uitbrengen.

Eénmalig ontstaan kosten voor het bouwen van een eenvoudig model voor de berekeningen. Het gaat hier om een paar zeer simpele berekeningen die bijvoorbeeld in Excel gedaan kunnen worden. Voor het bouwen van dit model is naar schatting een uur nodig.

20 instellingen \* 1 uur \* € 55,- = € 1.100,-

Ieder advies dat verstrekt wordt, moet in het model ingevuld worden. Het gaat hierbij om het invullen van de naam van de instelling waarover geadviseerd is, de datum waarop dit gebeurt is, en er moet een kruisje gezet worden bij kopen, aanhouden of verkopen. Dit duurt maximaal 0,5 minuten per advies.

18.000 aanbevelingen \* 0,5 min. \* € 55 p.u. = € 8.250,- per jaar

Daarnaast zullen (voor de instellingen die ook zakenbankdiensten verrichten) de klantenlijsten van de afdelingen waar zakenbanktransacties plaatsvinden verzameld en in het model geïmporteerd moeten worden. Vervolgens moeten de uitkomsten in een tabel gepresenteerd worden. Hier kan een standaardformat voor gebruikt worden waarbij alleen de cijfers iedere drie maanden aangepast worden. Indien de tabel standaard aan de adviezen toegevoegd wordt, moet de wijziging in de template(sjabloon) voor de te publiceren berichten plaatsvinden. Indien ervoor gekozen is om de tabel op internet te publiceren, moet de aangepaste tabel op de site geplaatst worden. Naar schatting is voor bovenstaande handelingen gemiddeld 1 uur nodig. De jaarlijkse kosten bedragen daarmee: 4 keer per jaar \* 1 uur \* € 55 per uur = € 220,- per jaar per instelling. Het zal hier naar schatting om 20 instellingen gaan, waarmee de totale jaarlijkse kosten € 4.400,- zullen bedragen.

### **Artikel 18**

De informatie die in artikel 18, eerste lid, gevraagd wordt, te weten, is er een koppeling tussen de beloning van de opsteller van het bericht en de door de effecteninsetting verrichte zakenbanktransacties, is bekend bij degene die het bericht opstelt, en er zal geen tijd moeten worden geïnvesteerd om deze informatie te achterhalen of toelichting te geven. Dit geldt ook voor het tweede lid, waarbij een aandelenbelang gemeld moet worden. Overigens is het uitzonderlijk dat een persoon die werkzaam is bij een effecteninsetting, aandelen ontvangt of verwerft in de instelling waarover hij aanbevelingen uitbrengt, voordat deze aan het publiek worden aangeboden. Het vermelden van de bevoegde toezichthouder, zoals bij het derde lid gevraagd wordt, is ook een verwaarloosbare last.

#### Totaal nieuwe administratieve lasten:

Artikel 10	€ 23.375,-	Artikel 9	€ 3.804,-
Artikel 17	€ 1.100,- +	Artikel 10	€ 408.000,-

€ 24.475,- éénmalig	Artikel 16	€ 64.625,-
	Artikel 17	€ 8.250,-
	Artikel 17	<u>€ 4.400,- +</u>
		€ 489.079,- jaarlijks

### *Marktconsultatie*

Het concept-besluit is aan marktpartijen ter consultatie voorgelegd. Dit heeft ongeveer tien reacties opgeleverd. Het doel van de richtlijn om de integriteit van de Europese financiële markten te waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in deze markten te vergroten wordt ondersteund.

Hieronder wordt ingegaan op enkele hoofdpunten uit de reacties:

1) In verschillende reacties wordt aandacht besteed aan de uitzonderingen op het transactieverbod in artikel 46 van de wet (artikel 2 van het besluit). In enkele reacties wordt er vanuit gegaan dat er sprake moet zijn van een causaal verband tussen het hebben van voorwetenschap en het verrichten van een transactie. Dit is echter niet het geval, er is geen causaal verband vereist om gebruik te kunnen maken van voorwetenschap. De conclusie dat de wet niet wordt overtreden als er niet aan de voorwaarden van de uitzonderingen wordt voldaan, zolang er geen 'gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap' is dan ook onjuist.

Een persoon die een transactie pleegt, maakt *gebruik van* voorwetenschap indien deze zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet openbare bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten. Uitgangspunt is derhalve dat met het bewijs van 'bewustheid' het bestanddeel 'gebruik maken van' bewezen kan worden verklaard, maar daarmee wordt niet bedoeld op een causaal verband. Er hoeft derhalve niet bewezen te worden dat de transactie voorkomt uit de betreffende voorwetenschap.

Naar aanleiding van de reacties zijn aanpassingen gedaan en is de toelichting op verschillende punten verduidelijkt.

2) In paragraaf 5 van dit besluit is de Uitvoeringsrichtlijn beleggingsaanbevelingen geïmplementeerd. Bij de inhoud en reikwijdte van deze uitvoeringsrichtlijn is nauw aangesloten. Om te voorkomen dat er niet opgetreden kan worden als er wel in strijd met de geest, maar niet in strijd met de letter van deze bepalingen wordt gehandeld, is er voor gekozen om de exacte interpretatie al werkende weg en met veel aandacht voor de praktijk uit te laten kristalliseren.

Verschillende partijen vonden de reikwijdte van de regels voor het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen onduidelijk. Om zoveel mogelijk duidelijkheid te scheppen over de reikwijdte van artikel 47e is dit artikel bij nota van wijziging opnieuw vormgegeven en zijn mogelijke onduidelijkheden toegelicht. De artikelen 15 tot en met 19 zijn in aansluiting hierop ook duidelijker, doordat er per onderdeel naar de specifieke categorieën verwezen kan worden welke van toepassing zijn.

Informatie die voor het publiek bestemd is, omvat niet alleen zogenaamde analistenrapporten, zoals in een reactie werd aangenomen. Met 'voor het publiek bestemde informatie' wordt de informatie bedoeld die aan het brede publiek beschikbaar wordt gesteld. Als informatie aan een aanzienlijke groep personen beschikbaar wordt gesteld, valt deze informatie hier ook onder, ook als niet iedereen toegang heeft tot de informatie. Hiermee wordt aangesloten bij het doel van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen dat beleggingsaanbevelingen die als uitgangspunt voor beleggingsbeslissingen kunnen fungeren, met inachtneming van hoogwaardige zorgvuldigheidsnormen moeten worden uitgebracht en verspreid, om te vermijden dat beleggers worden misleid. Persoonlijk beleggingsadvies aan cliënten met betrekking tot een of meer transacties in effecten valt niet onder de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen en dus ook niet onder de artikelen 15 tot en met 19 van dit besluit.



## ***Artikelsgewijze toelichting***

### **Artikel 2**

Op grond van artikel 46, achtste lid, van de wet zijn in dit artikel categorieën van transacties aangewezen waarop de in het eerste en derde lid van artikel 46 bedoelde verboden tot het verrichten of bewerkstelligen van transacties met gebruikmaking van voorwetenschap in ieder geval niet van toepassing zijn. Daarbij kan binnen een aan te wijzen categorie onderscheid worden gemaakt naar de personen door wie en de omstandigheden waaronder de transacties worden verricht.

Reden voor deze uitzonderingsmogelijkheid is dat in het effectenverkeer soorten van transacties voorkomen die weliswaar naar de letter onder de delictsomschrijving van het verbod op het gebruik maken van voorwetenschap vallen, maar die geen wezenlijke bedreiging vormen voor de integriteit van de effectenmarkt of voor de belangen van de op die markt opererende partijen. Een verbod op dergelijke in het effectenverkeer gebruikelijke transacties, zou in dat licht een onnodige en ongerechtvaardigde belemmering van de effectenhandel betekenen. De richtlijn Marktmisbruik beoogt niet om dergelijke noodzakelijke en gebruikelijke transacties die plaatsvinden in de normale beroeps- of bedrijfsuitoefening te verbieden, ondanks het feit dat de persoon die de transactie verricht over voorwetenschap beschikt en daar naar de letter gebruik van maakt, mits wordt voldaan aan de in het onderhavige artikel gestelde voorwaarden. Op zichzelf bezien houdt de bewuste transactie namelijk geen gebruik van die voorwetenschap in. Dat de richtlijn niet beoogt om dergelijke transacties te verbieden, blijkt mede uit overweging 18 van de richtlijn Marktmisbruik waarin wordt gesteld dat het loutere feit dat marketmakers, instanties die als tegenpartij mogen optreden, of personen die bevoegd zijn om opdrachten van derden uit te voeren, en die over voorwetenschap beschikken, zich ofwel beperken tot hun legitieme bedrijf van koop en verkoop van financiële instrumenten dan wel het naar behoren uitvoeren van een order, op zichzelf niet beschouwd worden als gebruik van voorwetenschap. Daarnaast wordt in overweging 29 van deze richtlijn specifiek aandacht besteed aan een openbaar overnamebod: "Het hebben van toegang tot voorwetenschap over een andere onderneming en het aanwenden ervan in het kader van een openbaar overnamebod met het oog op het verwerven van de zeggenschap over deze onderneming of om een fusie met deze onderneming voor te stellen, mag op zich niet als handel met voorwetenschap worden aangemerkt."

Door deze uitzonderingen expliciet op te nemen in dit besluit wordt meer rechtszekerheid geboden aan marktpartijen. Er kunnen mogelijk andere transacties bestaan waarbij de verdachte kan wijzen op bijzondere omstandigheden waaruit onomstotelijk blijkt dat hij geen gebruik heeft gemaakt van de voorwetenschap oftewel dat zijn voorkennis geen enkele rol heeft gespeeld bij het aangaan van de transactie<sup>1</sup>. Het Openbaar Ministerie hoeft niet te bewijzen dat de transactie voorkomt uit de

---

<sup>1</sup> Zie ook het arrest van de Hoge Raad van 31 mei 2005 (Flexovit), LNJ: AR8021, nrs. 118 en 122 uit de conclusie.

betreffende voorwetenschap<sup>2</sup>, omdat het voldoende is dat sprake is van bewustheid of het zich bewust behoren te zijn van het feit dat sprake is van niet openbare informatie die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten<sup>3</sup>.

Wat onverkort blijft gelden is dat een niet te rechtvaardigen verschil in kennisniveau tussen de verschillende marktpartijen niet behoort te worden uitgezonderd van het verbod. In dit kader zijn bijvoorbeeld transacties in effecten gedurende de periode waarin een zogenaamd due-diligence onderzoek plaatsvindt met het oog op eventuele deelname in of overname van de desbetreffende instelling, niet gerechtvaardigd alvorens het voornemen tot deelname of overname openbaar is gemaakt.

Overeenkomstig het gestelde op de bladzijden 29 en 30 van de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel marktmisbruik<sup>4</sup> zijn de uitzonderingen op het verbod van gebruik voorwetenschap die waren opgenomen in het oorspronkelijke artikel 46, derde lid, van de wet en artikel 1 van het Besluit van 17 december 1998, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 46, vierde lid, van de wet (hierna: Besluit 717)<sup>5</sup> zoveel mogelijk gehandhaafd in het onderhavige besluit.

Hieronder volgt een transponeringstabel waarin wordt aangegeven waar de uitzonderingen die oorspronkelijk waren opgenomen in artikel 46, derde lid, van de wet en in artikel 1 van Besluit 717, thans in de wet, onderscheidenlijk het onderhavige besluit, zijn opgenomen.

OUD	NIEUW
Artikel 46, derde lid, onder a, van de wet (tussenpersonen)	Artikel 2, onder g, van het Besluit marktmisbruik
Artikel 46, derde lid, onder b, van de wet (chinese walls)	Artikel 2, onder h, van het Besluit marktmisbruik
Artikel 46, derde lid, onder c, van de wet (nakoming van een opeisbare verbintenis)	Artikel 46, zevende lid, onder a, van de Wet marktmisbruik
Artikel 1, onder a, van Besluit 717 (het toekennen van effecten in het kader van een personeelsregeling)	Artikel 2, onder a, van het Besluit marktmisbruik
Artikel 1, onder b, van Besluit 717 (het uitoefenen van toegekende rechten in het kader van een	Artikel 2, onder b, van het Besluit marktmisbruik

<sup>2</sup> Zie ook het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 11 februari 2005 (VPV), LNJ: AS5811, overweging 6.6 en het arrest van de Hoge Raad van 31 mei 2005 (Flexovit), LNJ: AR8021, nrs. 114 e.v. uit de conclusie.

<sup>3</sup> Zie ook de nota naar aanleiding van het verslag, Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 7, blz. 20.

<sup>4</sup> Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, blz. 29 en 30.

<sup>5</sup> Stb. 1998, 717

personeelsregeling)	
Artikel 1, onder c, van Besluit 717 (voldoen aan noodzakelijke verplichting tot levering)	Artikel 46, achtste lid van de Wet Marktmissbruik en artikel 2, onder c, van het Besluit marktmissbruik
Artikel 1, onder d, van Besluit 717 (stabilisatie)	Artikel 46, zevende lid, onder d, van de Wet Marktmissbruik en Verordening terugkoop en stabilisatie
Artikel 1, onder e, van Besluit 717 (underwriting, green shoe)	Artikel 46, zevende lid, onder d, van de Wet Marktmissbruik en Verordening terugkoop en stabilisatie (Verordening nr. 2273/2003, PbEG L 336)
Artikel 1, onder f, van Besluit 717 (dividenduitkering)	Artikel 2, onder f, van het Besluit marktmissbruik
Artikel 1, onder g, van Besluit 717 (toezegging door (groot)aandeelhouder dat hij op het bod van eenieder zal ingaan)	Artikel 2, onder d, van het Besluit marktmissbruik
Artikel 1, onder h, van Besluit 717 (toezegging door een (potentiële) (groot)aandeelhouder in het kader van een voorgenomen emissie of herplaatsing dat hij op het bod door een (vertegenwoordiger van een) uitgevende instelling zal ingaan)	Artikel 2, onder e, van het Besluit marktmissbruik

#### *Onderdeel a*

Door middel van dit onderdeel wordt het toekennen (hieronder wordt verstaan de combinatie van aanbod en aanvaarding, derhalve de gehele overeenkomst) van opties, converteerbare obligaties, warrants en soortgelijke rechten op aandelen van een rechtspersoon, vennootschap of instelling in het kader van een personeelsregeling uitgezonderd van het verbod op gebruik maken van voorwetenschap. Ook aandelen(-participatie)plannen vallen onder deze uitzondering doordat gesproken wordt van "het toekennen van effecten". Dergelijke plannen worden regelmatig gebruikt als beloningsinstrument en om een binding van de bestuurders, commissarissen of werknemers met de instelling of een dochter- of groepsmaatschappij van deze instelling te creëren.

Het is mogelijk dat op het moment van totstandkoming van de overeenkomst, de toekenning, de betrokken instelling of de bestuurders, leden van de Raad van Commissarissen of werknemers over voorwetenschap beschikt, waardoor zonder deze uitzondering gehandeld zou worden in strijd met het verbod. Onder een personeelsregeling wordt verstaan een regeling waarbij aan bestuurders, leden van de Raad van Commissarissen of werknemers bepaalde effecten worden aangeboden en waarbij de uitgevende instelling of een dochter- of groepsmaatschappij van deze instelling een bestendige gedragslijn hanteert met betrekking tot de voorwaarden en periodiciteit van de regeling. Hierbij valt met name te denken aan het moment van toekenning, de besluitvorming hieromtrent, de groep van

gerechtigden waaraan effecten worden toegekend en het aantal effecten dat zal worden toegekend. Aan deze onderdelen van de toekenning dient overeenkomstig de gevolgde procedure van de voorgaande jaren invulling te worden gegeven. Doel van het hanteren van een bestendige gedragslijn is om een strak kader te hebben voor het toekennen van effecten aan bestuurders, werknemers of leden van de Raad van Commissarissen, waarin zodanig van concrete omstandigheden is geabstraheerd dat mogelijk aanwezige voorwetenschap op het moment van toekenning geen rol kan spelen. Het feit dat sprake is van een bestendige gedragslijn moet door de onderneming goed vastgelegd worden. Zo zal zij aan moeten kunnen tonen wanneer het besluit tot jaarlijkse toekenning is genomen. Vooral moet het moment van toekenning een vast, objectief bepaalbaar moment zijn. Indien mogelijk een vaste dag waarop toekenningen plaatsvinden. Hierdoor wordt voorkomen dat bij eenmalige toekenning van effecten voor een bepaalde situatie dan wel frequente wijzigingen in verspreidingskring, participatiegraad en de daarbij gehanteerde voorwaarden, toch een uitzondering op het verbod van toepassing zou zijn. Voor de duidelijkheid wordt nog toegevoegd dat aan bijvoorbeeld in dienst tredende werknemers, aan bestuurders of leden van de Raad van Commissarissen bij benoeming of aan werknemers, bestuurders of leden van de Raad van Commissarissen die een jubileum of promotie hebben gehad, effecten toegekend mogen worden. Voorwaarde daarbij is dat in de personeelsregeling expliciet omschreven is dat in deze situaties effecten kunnen worden toegekend. In die zin is dan sprake van voldoende "bestendigheid" van de personeelsregeling.

Indien de personeelsregeling voldoet aan de eis van een bestendige gedragslijn is er geen strijdigheid met het verbod, ondanks de eventuele aanwezigheid van voorwetenschap op het moment van toekenning. Doel van een personeelsregeling is, naast het beloningselement, om een binding van bestuurders, leden van de Raad van Commissarissen en werknemers met de uitgevende instelling of een dochter- of groepsmaatschappij te creëren. Gebruik van voorwetenschap is daarbij, onder de geschetste voorwaarden, niet aan de orde.

Het onderhavige onderdeel komt overeen met artikel 1, onder a, van Besluit 717, echter met twee wijzigingen. De eerste wijziging betreft de toevoeging van "leden van de Raad van Commissarissen" naast bestuurders en werknemers, waardoor het in het kader van een personeelsregeling onder voorwaarden toekennen van effecten aan leden van de Raad van Commissarissen, niet in strijd is met het verbod van gebruik maken van voorwetenschap. Daarmee wordt vastgelegd dat de huidige praktijk waar in een aantal gevallen aan leden van de Raad van Commissarissen bijvoorbeeld opties worden toegekend, niet als gebruik maken van voorwetenschap wordt aangemerkt. Hoewel het kabinet met de Commissie Corporate Governance<sup>6</sup> van mening is dat het toekennen van resultaatsafhankelijke beloningen aan leden van de Raad van Commissarissen in beginsel niet wenselijk is<sup>7</sup>, is het geen voorstander van een wettelijke verbod. De besluitvorming omtrent de

---

<sup>6</sup> Zie hierover de Nederlandse corporate governance code, beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen van 9 december 2003 van de Commissie Corporate Governance (hierna: Tabaksblat code).

<sup>7</sup> Kamerstukken II 2001/02, 27 900, nr. 5, blz. 10.

omvang van de bezoldiging voor bestuurders en leden van de Raad van Commissarissen en de vormen daarvan (zoals opties) is immers primair de verantwoordelijkheid van de betrokken organen van de vennootschap. De overheid dient zorg te dragen voor een zodanig wettelijk kader dat helderheid wordt verschaft over de hoogte en de vormen van bezoldiging en duidelijk is wat de taakverdeling is in vennootschappen. Op grond van artikel 145 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek worden de hoogte en vormen van bezoldiging voor leden van de Raad van Commissarissen door de algemene vergadering van aandeelhouders vastgesteld. De Tabaksblat code bevat voorschriften met betrekking tot de toekenning en het bezit van aandelen of rechten op aandelen aan leden van de Raad van Commissarissen<sup>8</sup>. Op grond van het Besluit van 23 december 2004 tot vaststelling van nadere voorschriften omtrent de inhoud van het jaarverslag<sup>9</sup> dienen beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslagen dergelijke voorschriften na te leven dan wel gemotiveerd uit te leggen waarom de voorschriften niet kunnen worden nageleefd. Op grond van de Tabaksblat code is het niet de bedoeling dat leden van de Raad van Commissarissen opties in de eigen onderneming toegekend krijgen, tenzij in het jaarverslag wordt gemotiveerd waarom wel tot toekenning is overgegaan<sup>10</sup>. De uitzondering op het verbod tot gebruik maken van voorwetenschap voor leden van de Raad van Commissarissen sluit aan bij Besluit 747. Als een onderneming besluit om over te gaan tot toekenning van bijvoorbeeld opties aan leden van de Raad van Commissarissen van de eigen onderneming en dit overeenkomstig Besluit 747 verantwoordt in het kader van corporate governance, dan zijn deze leden van de Raad van Commissarissen uitgezonderd van het verbod op gebruik maken van voorwetenschap.

Bovenstaande redenering dat opties kunnen worden toegekend aan leden van de Raad van Commissarissen gaat ook op voor instellingen en rechtspersonen die effecten hebben uitgegeven als bedoeld in artikel 46, eerste lid, van de wet.

De tweede wijziging ten opzichte van Besluit 717 betreft het niet overnemen van het vereiste dat het voornemen tot toekenning ten minste twee maanden van tevoren aan de AFM kenbaar wordt gemaakt. Er mag immers van uit worden gegaan dat als sprake is van een bestendige gedragslijn, voldoende gewaarborgd is dat gebruik maken van voorwetenschap geen rol speelt bij de toekenning van effecten. Daar komt bij dat het vereiste om twee maanden van tevoren te melden aan de AFM geen toegevoegde waarde meer heeft. Bij een nieuw vast te stellen personeelsregeling of bij wijziging van de voorwaarden van een personeelsregeling is de uitgevende instelling er zelf verantwoordelijk voor dat zij alleen het besluit hiertoe neemt in een periode dat geen sprake is van gebruik maken van voorwetenschap en dat zij dit kan aantonen. De AFM houdt hier toezicht op.

#### *Onderdeel b*

De in dit onderdeel geformuleerde uitzondering op het verbod op gebruik maken van voorwetenschap, is opgenomen omdat het denkbaar is dat sommige bestuurders, leden van de Raad van

---

<sup>8</sup> Paragraaf III.7 van de Tabaksblat code.

<sup>9</sup> Stb. 2004, 747 (hierna: Besluit 747).

<sup>10</sup> Best practice bepaling II I.7.1 van de Tabaksblatcode).

Commissarissen of werknemers veelvuldig over voorwetenschap beschikken waardoor het voor hen in de praktijk bezwaarlijk zou kunnen zijn om de verkregen opties, converteerbare obligaties, warrants of soortgelijke rechten uit te oefenen in het kader van een personeelsregeling. Deze personen, dan wel rechtverkrijgenden onder algemene titel, zouden hun rechten dan ook ongebruikt moeten laten verlopen, hetgeen slecht te rijmen zou zijn met het doel van deze rechten. Daarom is in dit onderdeel het uitoefenen van opties, het omwisselen van converteerbare obligaties, en het uitoefenen van warrants of soortgelijke rechten in het kader van een personeelsregeling op de expiratedatum, dan wel gedurende vijf werkdagen voorafgaande aan die datum, uitgezonderd van het verbod. De termijn van vijf werkdagen is opgenomen om het met het wettelijk verbod gediende doel zo kort mogelijk te doen zijn, terwijl anderzijds voldoende gelegenheid wordt geboden tot het feitelijk uitoefenen van de rechten. De uitzondering op de verbodsbepaling geldt eveneens voor de uit de uitoefening voortvloeiende verkoop, indien deze op de expiratedatum van het desbetreffende recht dan wel binnen een periode van vijf werkdagen voorafgaande aan deze expiratedatum plaatsvindt. Betrokkene dient wel ten minste vier maanden van tevoren schriftelijk kenbaar te hebben gemaakt onmiddellijk na uitoefening van de rechten tot verkoop van de verkregen aandelen te zullen overgaan. Met deze termijn van vier maanden is beoogd te voorkomen dat men, beschikkend over voorwetenschap ten tijde van de uitoefening van de rechten, op dat moment een keuze maakt om al dan niet tot onmiddellijke vervreemding van de verworven aandelen over te gaan. Er is voor gekozen om uit gaan van een termijn van vier maanden in plaats van een termijn van twee maanden (zoals in Besluit 717) die betrokkenen moeten aanhouden voor het van tevoren aangeven wanneer zij hun rechten willen uitoefenen. Aan deze wijziging ligt de overweging ten grondslag dat hoe langer deze termijn wordt, des te onwaarschijnlijker het is dat de eventuele aanwezige voorwetenschap op het moment dat besloten wordt tot vervreemding nog relevant is op het tijdstip dat de transactie wordt uitgevoerd. Daarnaast is vier maanden voor personen die moeten aangeven wanneer zij hun rechten willen uitoefenen een te overziene periode. In de praktijk is het steeds gebruikelijker dat ondernemingen naast de verplichte halfjaar- en jaarcijfers tussentijds informatie publiceren. De termijn van vier maanden sluit aan bij deze ontwikkeling. Indien deze melding heeft plaatsgevonden, is betrokkene verplicht om daadwerkelijk tot vervreemding van de verworven aandelen over te gaan. Indien deze verplichting niet wordt nagekomen, is het verbod onverkort van toepassing op de verkoop. Overigens kan door middel van het geven van een onherroepelijke volmacht aan de uitgevende rechtspersoon, vennootschap of instelling zelf - zoals in de praktijk vaak gebeurt - reeds in een vroegtijdig stadium de definitieve keuze worden vastgelegd. Aangezien betrokkene in dat geval niet meer op de keuze terug kan komen, is het gebruik maken van voorwetenschap door betrokkene uitgesloten.

#### *Onderdeel c*

Voorts is het verrichten van transacties in effecten om te voldoen aan een leveringsverplichting uitgezonderd. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om het voldoen aan de uit een personeelsregeling voortvloeiende verplichtingen in het kader van de uitoefening van opties of warrants (een warrant is een door de rechtspersoon, vennootschap of instelling zelf uitgegeven recht om gedurende een

bepaalde termijn tegen een vooraf vastgestelde prijs een bepaalde hoeveelheid aandelen of obligaties te kopen). Tevens kan worden gedacht aan verplichtingen in het kader van de omwisseling van converteerbare obligaties of soortgelijke rechten in aandelen. Er zijn evenwel ook transacties denkbaar die noodzakelijk zijn om te kunnen voldoen aan leveringsverplichtingen uit anderen hoofde. In deze gevallen wordt de verrichte transactie ter voldoening aan de verkoopplicht, respectievelijk de omwisselingsplicht, weliswaar op grond van artikel 46, zevende lid, onder a, van de wet uitgezonderd van het verbod, maar niet de in sommige gevallen noodzakelijk daaraan voorafgaande inkooptransactie.

Hierbij is het niet van belang of deze transactie gelijktijdig met, direct volgend op, dan wel geruime tijd na de toekenning van optierechten respectievelijk de uitgifte van converteerbare obligaties plaatsvindt. Aangezien deze transacties uitsluitend van het verbod zijn uitgezonderd voor zover deze transacties bij ongewijzigde omstandigheden noodzakelijk zijn om aan de desbetreffende verplichting te voldoen, zal de rechtspersoon, vennootschap of instelling deze noodzaak moeten kunnen aantonen. Zij zal derhalve moeten aantonen dat door de transactie het aantal effecten waarover de rechtspersoon al dan niet op termijn beschikt, de totale (potentiële) voorraad benodigd ter voldoening aan de leveringsverplichting, niet te boven gaat. Evenwel geldt bij tussentijdse vervreemding van effecten die ten behoeve van een toekomstige verplichting in portefeuille werden gehouden, dat de vroegtijdige vervreemding moet worden beoordeeld in het licht van het verbod op gebruik maken van voorwetenschap.

#### *Onderdeel d*

Waar in dit onderdeel en onderdeel e sprake is van aandelen en (groot)aandeelhouders wordt tevens bedoeld op andere effecten respectievelijk rechthebbenden op effecten. In de praktijk is het echter gebruikelijk om de begrippen aandelen en (groot)aandeelhouders te hanteren. Bij dit gebruik wordt hier aangesloten.

Degene die voornemens is een openbaar bod op aandelen uit te brengen en om die reden bestaande (groot)aandeelhouders polst of zij bereid zijn bij een eventueel uit te brengen bod hun aandelen aan te bieden, handelt in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie. Voor een dergelijke persoon is het immers van belang om te weten of een voorgenomen openbaar bod kans van slagen heeft. Om die reden is een dergelijk handelen, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, niet in strijd met het verbod om voorwetenschap aan derden mee te delen, zoals verwoord in artikel 46a, eerste lid, onder a, van de wet en wordt deze situatie in artikel 3 uitgezonderd.

De (groot)aandeelhouder die door de bieder over het bod is benaderd, komt daardoor ook over voorwetenschap te beschikken. Het polsen heeft voor de bieder weinig zin als de desbetreffende (groot)aandeelhouder niet aan de bieder kan aangeven of hij al dan niet op het bod zal ingaan.

Omdat het begrip transactie van artikel 46, eerste lid, van de wet in de praktijk ruim wordt uitgelegd, zou aangenomen kunnen worden dat de toezegging van een (groot)aandeelhouder het begin van een transactie is en dus verboden is op grond van artikel 46, eerste lid, van de wet. Teneinde zeker te stellen dat het doen van een toezegging door een (groot)aandeelhouder aan de bieder is toegestaan, wordt het doen van een toezegging in dit onderdeel uitgezonderd van het transactieverbod van het

gebruik maken van voorwetenschap onder voorwaarde dat de (groot)aandeelhouder schriftelijk specificceert aan de bieder hoeveel aandelen hij zal aanbieden. Met deze schriftelijke verklaring kan overigens de bieder inzichtelijk maken dat het polsen noodzakelijk was. Voor de duidelijkheid zij opgemerkt dat in het geval de (groot)aandeelhouder door de doelvennootschap (de vennootschap die voorwerp is van een mogelijke bieding) gepolst wordt, de toezegging om op het bod in te gaan aan de bieder wordt gedaan, al dan niet door tussenkomst van de doelvennootschap. Aan de bieder is immers de toezegging om op het bod in te gaan gericht en met de bieder wordt de uiteindelijke transactie gesloten. De uitzondering in dit onderdeel richt zich dan ook op de toezegging aan de bieder.

De bieder kan door het polsen van (groot)aandeelhouders voorwetenschap verkrijgen. Door in het biedingsbericht, conform artikel 9i, onder r, van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Bte 1995) op te nemen welke (groot)aandeelhouders reeds te kennen hebben gegeven voor hun effecten het bod te zullen aanvaarden, wordt de voorwetenschap hieromtrent openbaar gemaakt en geldt het transactieverbod niet langer voor de bieder.

Daarnaast wordt opgemerkt dat het in de praktijk voorkomt dat een bieder onderdeel uitmaakt van een concern en dat tijdens het biedingsproces een ander onderdeel van het concern of een nieuw op te richten onderdeel van het concern formeel het bod uitbrengt. Ook komt het voor dat het polsen van (groot)aandeelhouders door de doelvennootschap plaatsvindt. Hetgeen in het onderstaande wordt opgemerkt voor een bieder, geldt tevens voor het andere of nieuwe onderdeel van het concern en voor de doelvennootschap die de (groot)aandeelhouders polst.

Hoewel een emissie niet specifiek wordt genoemd, is deze situatie vergelijkbaar met een overnamebod. Waar in deze toelichting wordt gesproken over "aandelen" worden daaronder tevens begrepen "certificaten van aandelen".

#### *Onderdeel e*

Voor een toezegging door een (groot)aandeelhouder of een potentiële (groot-) aandeelhouder die in het kader van een voorgenomen emissie of herplaatsing door een (vertegenwoordiger van een) uitgevende instelling gepolst wordt of hij in zal gaan op die emissie of herplaatsing, geldt hetzelfde als in de toelichting op onderdeel d is gesteld. Omdat niet alleen bestaande (groot)aandeelhouders gepolst worden in het kader van een voorgenomen emissie of herplaatsing, maar soms ook toekomstige (groot)aandeelhouders, is de uitzondering ook van toepassing op een potentiële (groot)aandeelhouder. Ook voor onderdeel e geldt dat het polsen noodzakelijk moet zijn en dat de toezegging gespecificeerd vastgelegd moet worden in een schriftelijke verklaring aan de uitgevende instelling. Zolang geen vastlegging van de toezegging heeft plaatsgevonden is niet voldaan aan de uitzonderingsvereisten en is het verbod van gebruik maken van voorwetenschap van toepassing op een (groot)aandeelhouder of een potentiële (groot)aandeelhouder.

Het transactieverbod van artikel 46 van de wet blijft onverkort gelden voor andere transacties door de (groot)aandeelhouders en potentiële (groot)aandeelhouders dan de in dit onderdeel en onderdeel d genoemde. Ook het verbod van artikel 46a van de wet blijft onverkort van toepassing op de



(potentiële) (groot)aandeelhouder die door de bieder en de uitgevende instelling over het bod onderscheidenlijk emissie of herplaatsing is benaderd. In de praktijk worden overigens geheimhoudingsovereenkomsten gesloten om de gehoudenheid aan het mededelingsverbod onderling te benadrukken.

De bieder en de uitgevende instelling mogen alleen onder de in de onderdelen d en e genoemde omstandigheden (potentiële) (groot)aandeelhouders polsen. De bieder, de uitgevende instelling en de (potentiële) (groot)aandeelhouders mogen, beschikkende over voorwetenschap, geen transacties verrichten tenzij de voorwetenschap openbaar is gemaakt. De (potentiële) (groot)aandeelhouders mogen op grond van het mededelingsverbod de verstrekte informatie niet openbaar maken. Omdat de bieder en de (potentiële) (groot)aandeelhouders daartoe ook geheimhoudingsovereenkomsten en "stand-still overeenkomsten" sluiten is de bescherming van de beleggers op de effectenmarkten voldoende gewaarborgd.

#### *Onderdeel f*

Ook het bij wijze van dividenduitkering uitgeven van aandelen is uitgezonderd van het verbod op het gebruik maken van voorwetenschap. Hoewel de gerechtigden tot het dividend dan wel de uitgevende instellingen over voorwetenschap kunnen beschikken op het moment waarop het dividend wordt uitgekeerd, is het niet opportuun om deze uitkering onder het verbod te laten vallen. De omvang van het dividend en de wijze waarop het wordt uitgekeerd is reeds door een besluit van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders goedgekeurd en onttrekt zich, behoudens eventuele keuzemogelijkheid, vrijwel volledig aan de invloed van de individuele gerechtigde tot dividend. Ten opzichte van artikel 1, onderdeel f, van Besluit 717 is thans niet alleen het bij wijze van dividenduitkering uitgeven van aandelen of certificaten van aandelen uitgezonderd, maar ook het verkrijgen daarvan. Hiermee wordt een omissie in Besluit 717 hersteld. Deze uitzondering is niet bedoeld voor het verkrijgen van aandelen of certificaten van aandelen als gevolg van de keuze voor aandelen of certificaten van aandelen bij keuzedividend door de dividendgerechtigde.

#### *Onderdeel g*

Onderdeel g bevat een uitzondering ten behoeve van tussenpersonen in het kader van de beroepsmatige handel. Hieronder vallen liquidity providers (de persoon die op basis van een contract met de desbetreffende beurs, de verplichting heeft om doorlopend een tweezijdige, uit bied- en laatprijzen bestaande, markt te stellen, een minimale omzet te garanderen (uitgedrukt in een bepaald aantal aandelen of contanten) en bovendien de markt te stellen binnen een maximale bandbreedte of 'spread' (gewoonlijk uitgedrukt in een percentage)) en marketmakers van wie verwacht wordt dat zij orders van opdrachtgevers (beurs of uitgevende instelling) tegen de beste voorwaarden uitvoeren. Dit brengt mee dat zij bij hun taakuitoefening ter bevordering van de liquiditeit van de markt posities voor eigen rekening innemen, anders gezegd dat zij zelf een tijdelijk teveel aan aanbod afnemen of aan een tijdelijk gestegen vraag mede uit eigen voorraad voldoen. Hiervoor is nodig dat zij op andere tijdstippen, waarop dat de markt niet verstoort, de opgekochte effecten weer van de hand kunnen doen of hun voorraad weer kunnen aanvullen met het oog op een volgende verandering in de vraag.

Vaak gebeurt dat al op dezelfde dag. Deze wijze van taakuitoefening, die gericht is op het vlottend houden van de handel en daardoor op het dempen van koersschommelingen, is een uitvloeisel van de rol die de tussenpersonen is toebedeeld om opdrachtgevers naar behoren te bedienen. Voor zover transacties binnen dit raam vallen, behoren zij niet strafbaar te zijn. De uitzondering ziet ook op tussenpersonen die effecten verhandelen die niet ter beurse zijn genoteerd. Al deze tussenpersonen zijn ook niet strafbaar wanneer zij in het kader van hun beroepsmatige handel slechts orders uitvoeren ten behoeve van opdrachtgevers.

#### *Onderdeel h*

Er bestaan situaties waarin weliswaar bij sommige personen binnen een handelende uitgevende instelling (en derhalve tevens bij die instelling zelf) voorwetenschap aanwezig is omtrent deze uitgevende instelling waarop de verhandelde effecten betrekking hebben, maar niet bij de personen die feitelijk zijn betrokken bij het verrichten of bewerkstelligen van de transactie. Dit kan zich in verschillende variaties voordoen. Zo zal de kredietafdeling van een kredietinstelling (en daardoor ook die kredietinstelling zelf) doorgaans over koersgevoelige informatie beschikken omtrent cliënten. Indien de effectenafdeling van die kredietinstelling in effecten zou handelen die betrekking hebben op een van die cliënten, zou de kredietinstelling daarmee op grond van artikel 46 van de wet een strafbaar feit plegen, ook al zou die effectenafdeling niet over de bedoelde informatie beschikken. Ook komt de situatie voor dat bijvoorbeeld directeurs of leden van de raad van bestuur van een beursgenoteerde kredietinstelling over niet-openbare, koersgevoelige informatie beschikken omtrent de eigen onderneming, terwijl de effectenafdeling van die kredietinstelling daar niet over beschikt. Ook in deze situatie zouden de betrokken personen op die effectenafdeling op grond van artikel 46 van de wet niet mogen handelen in effecten die op de eigen onderneming betrekking hebben, hoewel dit tot de normale bezigheden van die afdeling behoort. Deze situaties vallen niet onder de uitzondering voorzien in onderdeel g. In deze situaties betreft de voorwetenschap waarover de tussenpersoon (de kredietinstelling) beschikt immers niet uitsluitend de handel, maar wel degelijk ook de rechtspersoon waarop de effecten betrekking hebben. Aangezien het niet de bedoeling is om de bovengenoemde transacties onmogelijk te maken (het gaat hier immers om een normale bedrijfsuitoefening), wordt in dit onderdeel in een uitzondering voorzien.

Voor de goede orde wordt opgemerkt dat voor een beroep op deze uitzondering niet zal kunnen worden volstaan met een simpele verwijzing naar het bestaan van zogeheten "chinese walls". In een concreet geval moet aannemelijk gemaakt worden dat de desbetreffende "chinese walls" ook daadwerkelijk aan het "doorleken" van de informatie in de weg stonden.

#### **Artikel 3**

In artikel 46a, derde lid, van de wet is de grondslag opgenomen om bij algemene maatregel van bestuur regels te stellen met betrekking tot de gevallen waarin en de omstandigheden waaronder sprake is van mededelen van informatie in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Als een mededeling wordt gedaan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie is het mededelingsverbod van artikel 46a, eerste lid, onder a, van de wet niet van toepassing.

De uitzondering in artikel 3 ziet op degene die voornemens is een openbaar bod op aandelen uit te brengen en die om die reden bestaande (groot)aandeelhouders polst of zij bereid zijn bij een eventueel uit te brengen bod hun aandelen aan te bieden. Voor een (potentiële bidder) is het immers van belang om te weten of een voorgenomen openbaar bod kans van slagen heeft. Dit dient dan wel beperkt te blijven tot de (groot)aandeelhouders waarvan het voor de bidder noodzakelijk is te weten of deze aandeelhouders op het bod in zullen gaan. In artikel 9i van het Bte 1995 wordt er ook van uitgegaan dat het tot de mogelijkheden behoort dat een potentiële bidder zich tot (groot)aandeelhouders wendt om te polsen of zij bereid zijn in te gaan op een eventueel uit te brengen bod. Om die reden is een dergelijk handelen niet in strijd met het verbod om voorwetenschap aan derden mee te delen, zoals verwoord in artikel 46a, eerste lid, onder a, van de wet. Het kan juist in het belang zijn van het goed functioneren van de effectenmarkten dat een potentiële bidder (groot)aandeelhouders polst, omdat daardoor een bod dat geen kans van slagen heeft, niet uitgebracht zal worden en niet tot onnodige koersschommelingen zal leiden. Op de persoon aan wie de informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet (hierna: informatie) wordt medegedeeld is het verbod op gebruik van voorwetenschap (artikel 46, eerste en derde lid, van de wet) onverkort van toepassing. Voor het polsen van (groot)aandeelhouders van wie het niet redelijkerwijs noodzakelijk is voor het welslagen van het bod dat zij aangeven op het bod in te gaan, blijft het mededelingsverbod van artikel 46a, eerste lid, onder a, van de wet onverkort gelden. Op de bidder rust de verantwoordelijkheid om zorgvuldig om te gaan met de contacten met (groot)aandeelhouders en hij dient te allen tijde inzichtelijk te kunnen maken dat het noodzakelijk is dat hij bepaalde (groot)aandeelhouders heeft gepolst. Indien het polsen niet noodzakelijk is, is er geen sprake van mededelen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie en is het verbod van artikel 46a, eerste lid, onder a, van de wet derhalve onverkort van toepassing. Het oordeel van de bidder dat het polsen van een bepaalde persoon noodzakelijk is, wordt marginaal getoetst. Daarnaast is het ook denkbaar dat bijvoorbeeld een advocaat, accountant, secretaresse of persvoorlichter in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie informatie aan een derde meedeelt. Dit zal iedere keer per geval moeten worden beoordeeld.

#### **Artikel 4**

Op grond van het derde lid van artikel 46b van de wet kunnen bij algemene maatregel van bestuur categorieën transacties of handelsorders worden aangewezen waarop de verboden om een transactie te verrichten waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is en om een transactie te verrichten teneinde de koers van effecten op een kunstmatig niveau te houden (artikel 46b, eerste lid, aanhef en onder a en b, van de wet) niet van toepassing zijn. De wijze waarop tot deze aanwijzing wordt gekomen kan verder worden uitgewerkt. Dit artikel voorziet hierin.

Op grond van de artikelen 2 en 3 van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling zal de AFM regelmatig dienen te beoordelen of bepaalde marktpraktijken, hoewel overeenkomstig de verbodsbepaling aan te merken als marktmanipulatie, desalniettemin aanvaardbaar kunnen worden geacht. Aangezien marktpraktijken in snel tempo veranderen om op de behoeften van beleggers in te kunnen spelen, houdt het begrip "regelmatig" in de aanhef en het derde

lid in dat de AFM steeds alert dient te zijn op nieuwe en zich ontwikkelende marktpraktijken. Daarnaast zal zij in de gaten dienen te houden of de bestaande uitzonderingen nog steeds gehandhaafd kunnen blijven of dat voortschrijdend inzicht andere afwegingen met zich brengt waardoor bijvoorbeeld een bestaande uitzondering geschrapt zou moeten worden. Ingevolge de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling moet de AFM zich hierbij houden aan een aantal factoren (artikel 2) en procedures (artikel 3). Dit blijkt overigens ook uit het derde lid van artikel 2 van deze Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling, waarin is aangegeven dat lidstaten ervoor zorg dienen te dragen dat de toezichthouders de door hen aanvaarde marktpraktijken regelmatig aan een nieuw onderzoek onderwerpen, waarbij met name rekening wordt gehouden met veranderingen van betekenis in de relevante marktomgeving, zoals wijzigingen in de handelsregels of de marktinfrastructuur.

Indien de AFM van mening is dat een bepaalde categorie transacties of handelsorders zou moeten worden uitgezonderd van het verbod op marktmanipulatie, adviseert zij de Minister van Financiën om daartoe over te gaan. Daarbij vermeldt zij de factoren die in aanmerking zijn genomen bij het bepalen of de praktijk in kwestie aanvaardbaar is, in het bijzonder indien op verschillende nationale markten voor dezelfde praktijk tot uiteenlopende conclusies is gekomen wat de aanvaardbaarheid betreft. Op dit moment zijn in dit artikel nog geen categorieën transacties of handelsorders opgenomen omdat de AFM nog geen categorie als zodanig heeft kunnen identificeren. Vooralsnog wordt volstaan met het vastleggen van de factoren die de AFM in acht dient te nemen bij het vaststellen van een advies aan de Minister van Financiën omtrent uit te zonderen categorieën transacties of handelsorders, alsmede de daarbij te volgen procedures.

#### *Eerste lid*

In het eerste lid zijn de factoren vermeld die de AFM in acht moet nemen bij haar onderzoek naar categorieën transacties of handelsorders waarop het verbod op marktmanipulatie mogelijk niet van toepassing zou moeten zijn. Factoren die de AFM in acht dient te nemen zijn bijvoorbeeld dat liquiditeitsbevorderende marktpraktijken een betere kans maken om als gebruikelijke marktpraktijk te worden gezien dan praktijken die de marktliquiditeit verminderen. Marktpraktijken die de wisselwerking tussen vraag en aanbod belemmeren doordat de mogelijkheden voor andere marktdeelnemers om op transacties te reageren worden beperkt of marktpraktijken die inbreuk maken op de regels en voorschriften ter voorkoming van marktmisbruik of op gedragscodes, maken minder kans om als gebruikelijk te worden gezien (zie de eerste overweging van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling).

Onder b is vastgelegd dat de AFM bij het overwegen of een categorie transacties of handelsorders zou moeten worden aangewezen, rekening moet houden met de noodzaak de werking van de marktkrachten en de goede wisselwerking tussen vraag en aanbod op de betrokken effectenmarkten te waarborgen. Volgens artikel 2, eerste lid, laatste alinea, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling houdt dit in dat met name het effect van de marktpraktijk in kwestie geanalyseerd moet worden in het licht van de voornaamste marktparameters, zoals de

specifieke marktvoorwaarden vóór de toepassing van de marktpraktijk in kwestie, de gewogen gemiddelde koers van één enkele handelssessie of de dagelijkse slotkoers.

Onder f, wordt als factor waarmee de AFM rekening moet houden, het resultaat genoemd van enigerlei onderzoek naar de desbetreffende categorie transacties of handelsorders door een overheidsinstantie in een andere lidstaat dan wel een instantie die in een andere lidstaat van overheidswege is aangewezen als bevoegde autoriteit in de zin van de richtlijn Marktmissbruik. Hier gaat het volgens artikel 2, eerste lid, onder f, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling, met name om de vraag of het verrichten van de desbetreffende categorie transacties of handelsorders inbreuk maakt op de regels en voorschriften ter voorkoming van marktmissbruik of op gedragscodes, hetzij op de betrokken markt, hetzij op direct of indirect daarmee gelieerde markten in de Europese Unie (artikel 2, eerste lid, onder f, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling).

Indien de AFM, ingevolge onderdeel g de betrokken markt onderzoekt, neemt zij de structurele kenmerken in acht, zoals de vraag of de betrokken markt al dan niet gereguleerd is, de categorieën effecten die op de betreffende markt worden verhandeld en de soorten marktdeelnemers, waarbij zij eveneens rekening houdt met de mate waarin niet-professionele beleggers op de betrokken markt actief zijn (artikel 2, eerste lid, onder g, van de Uitvoeringsrichtlijn marktpraktijken en meldingsregeling).

#### *Tweede lid*

Ingevolge onderdeel a dient de AFM vertegenwoordigende organisaties van belanghebbenden en buitenlandse van overheidswege aangewezen instanties te consulteren alvorens zij advies uitbrengt aan de Minister van Financiën. Onder dergelijke organisaties worden ingevolge artikel 3, tweede lid, eerste alinea, van de Uitvoeringsrichtlijn marktpraktijken en meldingsregeling onder meer verstaan: vertegenwoordigers van uitgevende instellingen, aanbieders van financiële diensten, consumenten, andere instanties en marktexploitanten. De AFM consulteert thans reeds marktpartijen. Het consultatieproces bestaat grofweg uit twee delen. In eerste instantie zal de AFM haar voorlopige advies bekend maken door middel van een consultatiedocument, onder meer via haar website. In het consultatiedocument zal een aantal vragen worden gesteld aan marktpartijen. Marktpartijen kunnen, zowel schriftelijk als mondeling, reageren op het consultatiedocument. De mondelinge reactie kan plaatsvinden tijdens een eventueel te houden open hearing. Daarna zal de AFM in een feed-back document motiveren op welke wijze zij is omgegaan met de opmerkingen van marktpartijen en zal zij haar advies finaliseren.

Bij het beoordelen van de aanvaardbaarheid van een specifieke marktpraktijk dient de AFM ook toezichthouders in andere lidstaten te raadplegen, in het bijzonder in gevallen waarin markten bestaan die vergelijkbaar zijn bijvoorbeeld qua structuur, omvang of type transacties met die welke wordt onderzocht. Er kunnen zich omstandigheden voordoen waarin een marktpraktijk aanvaardbaar wordt geacht op een bepaalde markt, maar niet op een andere vergelijkbare markt binnen de Europese Unie. Ingeval sprake is van marktpraktijken die in de ene lidstaat aanvaardbaar worden geacht en in

de andere niet, kan daarover worden beraadslaagd binnen het Comité van Europese Effectenregelgevers (hierna: CESR).

Een andere voorwaarde is dat tussen het College van Procureurs Generaal van het Openbaar Ministerie en de AFM overeenstemming bestaat over het niet van toepassing verklaren van het verbod, bedoeld in artikel 46b, eerste lid, aanhef en onder a en b, van de wet, op een bepaalde categorie transacties of handelsorders, opdat dezelfde uitzonderingen voor zowel het bestuursrechtelijke als het strafrechtelijke traject kunnen gelden, hetgeen de rechtszekerheid ten goede komt. Dit overeenkomstig de zinsnede “zonder dat zulks afbreuk doet aan hun samenwerking met andere autoriteiten” in artikel 2, eerste lid, aanhef, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling.

In onderdeel c is ter implementatie van artikel 3, derde lid, laatste volzin, van de Uitvoeringsrichtlijn marktpraktijken en meldingsregeling vastgelegd dat de AFM aan CESR kennis geeft van haar uitgebrachte advies. Dit heeft tot doel CESR in de gelegenheid te stellen dit advies (onmiddellijk) op zijn website te plaatsen.

#### *Derde lid*

Nadat bepaalde categorieën transacties of handelsorders als uitzondering zijn aangewezen moet de AFM regelmatig nagaan of zij zich nog kan vinden in haar uitgebrachte advies. Daarbij neemt zij de factoren bedoeld in het eerste lid en de procedures bedoeld in het tweede lid in acht, waarbij zij met name rekening houdt met veranderingen van betekenis in de relevante marktomgeving, zoals wijzigingen in de handelsregels of de marktinfrastructuur als bedoeld onderdeel g van het eerste lid. Indien zij van mening is dat de aanwijzing gewijzigd of aangepast zou moeten worden, brengt zij daarover advies uit aan de Minister van Financiën.

#### **Artikel 5**

In dit artikel zijn op grond van artikel 47a, eerste lid, onder d, van de wet, categorieën van personen aangewezen die nauw gelieerd zijn met de in artikel 47a, eerste lid, onder a, b of c van die wet bedoelde personen, te weten personen die het dagelijks beleid van de uitgevende instelling (mede)bepalen, commissarissen of leidinggevenden bij die instelling. De in dit artikel bedoelde personen zijn, evenals de in artikel 47a, eerste lid, onder a, b of c, van de wet bedoelde personen, verplicht tot melding van voor eigen rekening verrichte of bewerkstelligde transacties in de desbetreffende uitgevende instelling.

De reikwijdte van de meldingsplicht is veranderd. Voor inwerkingtreding van dit besluit was de notering bij Euronext bepalend voor de toepassing van de meldingsplicht. Nu is bepalend of een persoon verbonden is aan:

1) een rechtspersoon, vennootschap of instelling met statutaire zetel in Nederland die effecten als bedoeld in artikel 46, eerste lid, onder a of b, van de wet heeft uitgegeven of zal uitgeven; of

2) een rechtspersoon, vennootschap of instelling met statutaire zetel in een staat die geen lid-staat is die effecten als bedoeld in artikel 46, eerste lid, onder a, heeft uitgegeven of zal uitgeven.

Dit houdt in dat voortaan ook transacties aan de AFM gemeld dienen te worden die niet in of vanuit Nederland zijn verricht en voorts dat ook de uitgezonderde transacties aan de AFM gemeld dienen te worden.

Onderdeel a geeft uitvoering aan artikel 1, tweede lid, onderdeel a, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling, waarin onder andere wordt gesproken van de levenspartner die op grond van het nationale recht als gelijkwaardig wordt beschouwd met een echtgenoot of echtgenote. In dit onderdeel is dit geïmplementeerd door de omschrijving “geregistreerde partners of levensgezellen (...) of andere personen die samenleven met de in artikel 47a, eerste lid, onder a tot en met c, bedoelde personen, als waren zij gehuwd of als hadden zij hun partnerschap laten registreren”. Het begrip “geregistreerd partner” is ontleend aan artikel 80a van Boek 1 van het Burgerlijk Wetboek (hierna: BW).

Met de in onderdeel b genoemde kinderen wordt bedoeld op de kinderen die op grond van artikel 245 van Boek 1 van het BW onder het ouderlijk gezag vallen en de kinderen die onder curatele staan waarvoor de in artikel 47a, eerste lid, onder a tot en met c, van de wet bedoelde personen als curator zijn benoemd (artikel 378 van Boek 1 van het BW). Hiermee wordt artikel 1, tweede lid, onderdeel b, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling geïmplementeerd. Een meerderjarige thuiswonende zoon valt dus onder onderdeel c.

Onder zeggenschap als bedoeld in onderdeel d wordt zowel rechtstreekse als middellijke zeggenschap verstaan. Het begrip “zeggenschap” dient ruim te worden gelezen zodat er geen gebruik van constructies kan worden gemaakt om de wettelijke verplichting tot melding te ontduiken.

Met een trust als bedoeld in artikel 1, onder c, van de Wet toezicht trustkantoren is niets anders bedoeld dan met de trust als bedoeld in artikel 1, tweede lid, sub d, van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.

## **Artikel 6**

Op grond van artikel 47a, derde lid, van de wet wordt in het onderhavige artikel, ter implementatie van artikel 6, derde lid, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling, aangegeven welke gegevens de melding, bedoeld in artikel 47a, eerste lid, van de wet, moet bevatten. Met “de aard van de transactie” genoemd onder e, wordt bijvoorbeeld verwerving of vervreemding bedoeld.

In de praktijk is gebleken dat het nodig is dat ook het adres van de meldingsplichtige bij de AFM bekend is. Niet voor alle personen, zoals een aanverwant van de in artikel 47a, eerste lid, onder a tot en met c, van de wet bedoelde personen, is dit namelijk via de uitgevende instelling te verkrijgen. Daarom is bepaald dat ook het adres van de meldingsplichtige gemeld dient te worden. In artikel 47b, eerste lid, van de wet is uitdrukkelijk geregeld dat de adresgegevens niet in het register, bedoeld in het negende lid van dat artikel, worden opgenomen. Het adres van de meldingsplichtige zal derhalve niet openbaar worden gemaakt en ook derden kunnen daar geen inzage in krijgen. In afwijking van

eerdergenoemde regeling, waarin sprake was van het begrip “adres en woonplaats” is thans in het tweede lid volstaan met “adres”, aangezien dit begrip tevens de woonplaats omvat.

#### **Artikel 7**

Overeenkomstig het oude artikel 46b, zesde lid, van de wet, is de samenloop van de meldingsplicht voor bestuurders en commissarissen op grond van artikel 47a, eerste lid, van de wet, met de artikelen 7, derde lid of 15, zesde lid, van de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen (hierna: Wmz)<sup>11</sup> in dit artikel geregeld ter uitvoering van artikel 47a, vijfde lid, van de wet. Aan de verplichting tot melding op grond van artikel 47a, eerste lid, van de wet is voldaan indien reeds gemeld is aan de AFM op basis van de genoemde artikelen uit de Wmz. Aan deze verplichting tot melding is niet voldaan als een moederonderneming melding maakt van transacties die door dochterondernemingen zijn verricht of bewerkstelligd. In dat geval is namelijk geen sprake van een dubbele meldingsplicht voor de (rechts)persoon die de transactie verricht of bewerkstelligt.

Overigens regelen de artikelen 9b, derde lid, en 9p, derde lid, van het Bte 1995 op hun beurt dat indien een transactie reeds gemeld is overeenkomstig artikel 47a, eerste lid, van de wet, een melding krachtens artikel 9b, derde lid, respectievelijk 9p, eerste lid, van het Bte 1995 achterwege kan blijven.

#### **Artikel 8**

Op grond van artikel 47a, zesde lid, van de wet is in dit artikel bepaald dat indien een transactie op grond van een zogenoemde vrije hand beheerovereenkomst plaatsvindt, deze transactie niet gemeld hoeft te worden aan de AFM op grond van artikel 47a, eerste lid, van de wet.

In de praktijk maken met name bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen voor transacties in effecten die betrekking hebben op de eigen onderneming regelmatig gebruik van vrije hand beheerovereenkomsten. Bij zo'n beheerovereenkomst ontstaat een contractuele relatie tussen de rechthebbende op effecten (de volmachtgever) en een vermogensbeheerder (de gevolmachtigde) op grond waarvan het vrije beheer van de effectenportefeuille is overgedragen aan een gevolmachtigde. Uiteraard is het partijen toegestaan bij het aangaan van de overeenkomst specifieke bepalingen overeen te komen, zoals bijvoorbeeld een uiteenzetting van het soort effecten of producten waarin transacties mogen worden verricht, de doelstelling en de te volgen strategie. De gevolmachtigde dient echter alle beheerhandelingen die voortvloeien uit de overeenkomst zonder last of ruggespraak met cliënt te verrichten en naar eigen inzicht, doch met inachtneming van de in de overeenkomst gestelde beperkingen, het vermogen te (her)beleggen.

Het is de volmachtgever toegestaan wijzigingen in de uitgangspunten en doelstellingen van de vermogensbeheerovereenkomst aan te brengen. Hierbij valt met name te denken aan het beleggingsbeleid, het risicoprofiel en het herbeleggen van vrijgekomen gelden.

Dit mag echter uitsluitend op een zodanige mate van abstractieniveau dat geen invloed wordt uitgeoefend op de concrete individuele transacties die door de gevolmachtigde worden verricht of

---

<sup>11</sup> Kamerstukken II 2004/05, 28 985 (NB Deze verwijzing vervalt als het wetsvoorstel Wmz in werking is getreden)



bewerkstelligd en anders alleen in periodes waarin geen sprake is van voorwetenschap (die overeenkomstig artikel 11, onder c, worden aangegeven in het reglement van een uitgevende instelling).

Aangezien dergelijke transacties niet plaatsvinden door de meldingsplichtige insider zijn deze uitgezonderd van de meldingsplicht op grond van artikel 47a, eerste lid, van de wet. Dit is overigens niet nieuw, ook voor de inwerkingtreding van de Wet marktmisbruik en de bijbehorende lagere regelgeving was dit al staande praktijk die gebaseerd was op de toelichting bij artikel 1 van de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999. Ter bevordering van de rechtszekerheid wordt deze uitzondering opgenomen in dit besluit. Uiteraard hoeft ook de gevolmachtigde de transactie niet te melden, omdat hij niet behoort tot de categorieën personen als bedoeld in artikel 47a, eerste lid, van de wet.

Volledigheidshalve wordt opgemerkt dat een eenmalige onherroepelijke koop- of verkooporder waarbij de gevolmachtigde gedurende een bepaalde vooraf vastgestelde periode effecten van de eigen vennootschap dient te kopen respectievelijk te verkopen tegen een vooraf vastgestelde limiet, niet met een vrije hand beheerovereenkomst gelijk gesteld kan worden. In het kader van een vrije hand beheerovereenkomst is de gevolmachtigde immers vrij in de wijze van beleggen en herbeleggen en is hij tevens bevoegd de bestaande waarden (fondsen, effecten, enz.) door anderen te vervangen.

#### **Artikel 9**

In dit artikel zijn krachtens artikel 47c, derde lid, van de wet, ter implementatie van de artikelen 9 en 10 van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling regels gesteld waaraan de melding als bedoeld in artikel 47c, eerste lid, van de wet dient te voldoen en op welke wijze deze melding dient plaats te vinden.

In het eerste lid, onder a, wordt met “een beschrijving van de transactie of de transactie waartoe opdracht is gegeven” bedoeld dat de naam van de uitgevende instelling van de betrokken effecten, het soort effecten, de ISIN/ticker code, of sprake is van koop of verkoop, de prijs, datum en tijdstip van de transactie dienen te worden gemeld. Het beschrijven van het “type order” ziet er bijvoorbeeld op dat gemeld dient te worden of sprake is van een limietorder, marktorder of andere kenmerken van een order en of er bijvoorbeeld sprake is van een blocktrade. Met de beschrijving van het “type handelsplatform” wordt bedoeld dat gemeld dient te worden via welk handelsplatform de order is of zou worden uitgevoerd, bijvoorbeeld op een gereguleerde markt of dat het een OTC-markt (over the counter) betreft.

In het eerste lid, onder c, wordt met “gegevens waaruit de identiteit blijkt van de personen” bedoeld dat de naam en de geboortedatum van de personen namens wie de transactie is of zou worden uitgevoerd, alsmede van de andere personen die bij deze transactie betrokken zijn of zouden zijn, worden vermeld en wie in het geval van een OTC-markt bij een transactie de wederpartij is. Uit deze gegevens kan worden afgeleid of sprake is van een natuurlijke persoon of een rechtspersoon.

In artikel 9, eerste lid, onder d, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling wordt gesproken van de “hoedanigheid waarin de meldingsplichtige optreedt (bijvoorbeeld voor eigen rekening of namens derden)”. Deze toevoeging tussen haakjes ligt echter niet

voor de hand. Bedoeld is dat voor de AFM aan de hand van de melding duidelijk is of degene die opdracht heeft gegeven tot de transactie dit namens een derde heeft gedaan of voor eigen rekening. In die zin is de richtlijnbevestiging dan ook in het eerste lid, onder c, geïmplementeerd.

In hetzelfde onderdeel d, wordt met de "hoedanigheid" bedoeld welke rol de meldingsplichtige heeft ten opzichte van de persoon namens wie de transactie is of zou worden uitgevoerd. Voorbeelden zijn de rol van broker, onderwriter of agent.

Indien de AFM bijvoorbeeld tijdens een onderzoek naar aanleiding van de gemelde transactie additionele informatie nodig heeft, kan zij dit bij de uitgevende instelling opvragen op grond van artikel 48 van de wet.

In artikel 47c, derde lid, van de wet is tevens een grondslag opgenomen om te bepalen wanneer sprake is van een redelijk vermoeden, als bedoeld in artikel 47e, eerste lid. Hieraan wordt thans geen uitvoering gegeven. Toch is een grondslag voor verdere uitwerking opgenomen omdat niet uit te sluiten valt dat in Europees verband aan dit begrip een nadere invulling zal worden gegeven.

In het derde lid wordt weergegeven op welke wijze de melding aan de AFM gedaan mag worden. Er zal bijvoorbeeld elektronisch gemeld kunnen worden door middel van een eenvoudig standaard meldingsformulier dat door de AFM is opgesteld.

#### **Artikel 10**

In dit artikel zijn op grond van artikel 47, achtste lid, van de wet regels gesteld met betrekking tot de inhoud, het bijwerken en bewaren van de in het zevende lid van dat artikel bedoelde lijst die een uitgevende instelling met zetel in Nederland of een derde land, alsmede een ieder die namens of voor rekening van een dergelijke uitgevende instelling optreedt, dient bij te houden van de daarbij werkzame personen die op regelmatige of incidentele basis kennis hebben van informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid. Hierbij kan gedacht onder meer worden aan directe medewerkers van de uitgevende instelling, maar ook aan advocaten, accountants of andere opdrachtnemers. Hiermee is uitwerking gegeven aan artikel 5, tweede tot en met vierde lid, van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling.

Het staat een uitgevende instelling, alsmede een ieder die namens of voor rekening van hem optreedt, vrij om ofwel een lijst te hanteren waarop alle medewerkers staan die vanuit hun functie betrokken zijn of kunnen worden bij bijvoorbeeld een project of transactie waarin zij kennis kunnen nemen van informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet dan wel om twee lijsten (één met medewerkers en één met projecten) te hanteren in plaats van één geïntegreerde. Het is natuurlijk ook toegestaan om meer dan twee lijsten aan te houden, zoals bijvoorbeeld lijsten per project.

Met betrekking tot de in het tweede lid, onderdeel a, genoemde "reden waarom een persoon op de lijst is vermeld" kan volstaan worden met aan te geven bij welke transactie of project de desbetreffende persoon betrokken is. Kennis waarover personen beschikken fluctueert en het is ondoenlijk om bijvoorbeeld binnen een bepaald project bij te houden wie over welke informatie als bedoeld in artikel 46, vierde en vijfde lid, beschikt en wanneer dit het geval is. Door deze invulling van de richtlijnbevestiging worden de administratieve lasten voor het bedrijfsleven binnen de doelstellingen van de richtlijnen zoveel mogelijk beperkt. Overigens kunnen de lijsten die conform het vierde lid

gedurende vijf jaar worden bewaard na de opstelling of bewerking ervan ook in elektronisch toegankelijke en beveiligde bestanden worden bewaard.

### **Artikel 11**

In dit artikel zijn de regels vastgelegd waaraan het op grond van artikel 47f van de wet door uitgevende instellingen met zetel in Nederland of een derde land, vast te stellen reglement dient te voldoen. Daarbij is aangesloten bij artikel 6 van (de inmiddels ingetrokken) Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999. In afwijking daarvan is besloten dat de regels ten aanzien van het bezit van en transacties in op de uitgevende instelling betrekking hebbende effecten door werknemers en de personen bedoeld in artikel 47a, eerste lid, onder a tot en met c, opgenomen in het reglement alleen betrekking hebben op transacties in aandelen van de uitgevende instelling als bedoeld in artikel 47f van de wet of in effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen. Op die manier wordt aangesloten bij de meldingsplicht, bedoeld in artikel 47a van de wet, die thans ook ziet op melding van transacties in aandelen conform de richtlijn Marktmissbruik. Indien een instelling een in onderdeel a genoemde persoon (hierna: compliance officer) heeft aangesteld (zie ook artikel 47a, vierde lid, van de wet, dat regelt dat een melding kan worden gedaan door tussenkomst van een door de uitgevende instelling aan te wijzen persoon) moeten regels worden opgesteld over diens taken en bevoegdheden. Hierbij dient te worden aangetekend dat degenen die meldingsplichtig zijn op grond van artikel 47a, eerste lid, van de wet, zelf verantwoordelijk blijven voor de juistheid en de tijdigheid van de melding aan de AFM. Het aanstellen van een compliance officer doet aan deze verantwoordelijkheid niets af. Verder dienen in het reglement regels te zijn opgenomen over de verplichtingen van werknemers en de in artikel 47a, eerste lid, onder a en b, van de wet bedoelde personen, ten aanzien van de melding van bezit van en transacties in de op de instelling betrekking hebbende aandelen of in effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen.

Ingevolge onderdeel c dient in het reglement de zogenaamde 'gesloten periode' te worden opgenomen. Met 'gesloten periode' wordt bedoeld op de periode waarin veelvuldig koersgevoelige informatie beschikbaar zal komen, zoals bijvoorbeeld de periode van het opstellen van jaarcijfers of besprekingen over een overname. Gedurende deze periode is het de in deze regeling bedoelde categorieën van personen niet toegestaan om transacties in effecten van de instelling te verrichten of te bewerkstelligen. Het is ook mogelijk dat een uitgevende instelling aangeeft wanneer het de in deze regeling bedoelde categorieën van personen is toegestaan om transacties in effecten van de instelling te verrichten of te bewerkstelligen (zogenoemde open periodes). Dan wordt immers ook het doel bereikt waar deze regeling op ziet, namelijk dat niet gehandeld wordt in periodes waarin deze personen (kunnen) beschikken over voorwetenschap. Zowel bij het hanteren van open als bij het hanteren van gesloten periodes zullen jaarlijks de precieze data moeten worden vastgesteld, waardoor aan die periode concrete invulling wordt gegeven.

De in artikel 7 van de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 opgenomen verplichting voor de uitgevende instelling om het reglement, alsmede wijzigingen daarin, voor inwerkingtreding ter kennisneming aan de AFM te zenden, is niet overgenomen. Deze verplichting is

in het verleden opgelegd om de aanwezigheid van een reglement bij de introductie van deze nieuwe verplichting voor uitgevende instellingen zeker te stellen en om ervoor te zorgen dat de AFM deze zou kunnen beoordelen op hun juistheid. Thans kan worden vastgesteld dat uitgevende instellingen voldoende prikkels hebben om ter bescherming van de eigen werknemers, bestuurders, toezichthouders en leidinggevenden en ter voorkoming van de schijn van handel met voorwetenschap door deze personen over een kwalitatief hoogstaand reglement te beschikken dat in ieder geval aan de vereisten van dit artikel voldoet.

Het afschaffen van het ter kennisneming zenden aan de AFM houdt vanzelfsprekend niet in dat het opstellen van een reglement een “vrijblijvende” verplichting is geworden. De AFM houdt toezicht op de naleving van het verbod op het gebruik maken van voorwetenschap. Indien de AFM bijvoorbeeld tijdens een onderzoek naar het gebruik maken van voorwetenschap inzage in het reglement wil, kan zij dit bij de uitgevende instelling opvragen op grond van artikel 48 van de wet.

De Tabaksblat code schrijft voor dat een instelling haar reglement op de eigen website plaatst.

### **Artikel 12**

Op basis van de Transparantierichtlijn worden uitvoeringsmaatregelen vastgesteld. Deze zullen na vaststelling in dit besluit verwerkt worden. 12

Het eerste lid van artikel 2 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking bevat de verplichting om het publiek onverwijld te informeren. In dit besluit wordt door het gebruik van ‘onverwijld openbaar maken’ aangesloten bij de terminologie die in de wet wordt gebruikt.

### **Artikel 13**

Het eerste lid ziet op de situatie waarin effecten alleen in Nederland zijn toegelaten of wanneer de uitgevende instelling alleen in Nederland verzocht heeft om of ingestemd heeft met de toelating tot de handel van die effecten. De uitgevende instelling dient minimaal een van beide talen (Nederlands of Engels) te kiezen waarin zij informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet, openbaar wil maken.

Het tweede lid ziet op de situatie waarin effecten zowel in Nederland als in een of meer andere lidstaten zijn toegelaten of waarin de uitgevende instelling in een of meer andere lidstaten verzocht heeft om of ingestemd heeft met de toelating tot de handel van die effecten.

### **Artikel 14**

In het eerste lid wordt op grond van artikel 47, vierde lid, van de wet, onder meer uitgewerkt wat onder een rechtmatig belang als bedoeld in artikel 47, derde lid, van de wet wordt verstaan. Als sprake is van een rechtmatig belang dan mag uitstel van openbaarmaking van informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet plaatsvinden. Dit uitstel kan slechts voortduren zolang aan elk van de drie voorwaarden in artikel 47, derde lid, van de wet is voldaan.

Ingevolge het eerste lid, onder a, geldt dat onderhandelingen die plaatsvinden waarbij een rechtspersoon, vennootschap of instelling als bedoeld in artikel 47, eerste lid, van de wet, partij is,

---

12 [www.cesr-eu.org/data/document/04512c.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/04512c.pdf)

waarvan het onderwerp van deze onderhandelingen informatie betreft als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet en waarvan openbaarmaking van dit onderwerp de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen kan beïnvloeden, als een rechtmatig belang kan worden aangemerkt. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het feit dat de financiële levensvatbaarheid van een dergelijke rechtspersoon, vennootschap of instelling in ernstig en imminent gevaar is. Voorwaarde is in dit voorbeeld dan wel dat openbaarmaking van het feit dat onderhandelingen plaatsvinden en de vraag welke partijen hierbij zijn betrokken, de belangen van bestaande en potentiële aandeelhouders ernstig zou schaden doordat de afronding van deze onderhandelingen voor de zekerstelling van het financiële herstel van de uitgevende instelling op lange termijn in het gedrang zou kunnen komen.

In het eerste lid, onder b, is opgenomen dat door het bestuur van de rechtspersoon, vennootschap of instelling genomen besluiten die op grond van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek of de statuten van de rechtspersoon, vennootschap of instelling door de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan van de vennootschap of instelling moeten worden goedgekeurd een rechtmatig belang zijn, indien de openbaarmaking van dergelijke besluiten of de inhoud van dergelijke overeenkomsten voordat deze goedkeuring heeft plaatsgevonden, samen met de gelijktijdige aankondiging dat deze goedkeuring nog geen feit is, aan een correcte beoordeling door het publiek in de weg kan staan. De zinsnede “de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan van een vennootschap of instelling” is opgenomen om een “raad van commissarissen” van een buitenlandse vennootschap of instelling, niet uit te sluiten. De algemene vergadering van aandeelhouders wordt hier echter niet mee bedoeld. Als sprake is van een rechtmatig belang dient overeenkomstig artikel 47, eerste lid, van de wet, de rechtspersoon, vennootschap of instelling zich naar redelijkheid dusdanig in te spannen dat de goedkeuring van de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan van een vennootschap of instelling onverwijld wordt verkregen, zodat aan de hoofdnorm van het onverwijld openbaar maken (artikel 47, eerste lid) van de in artikel 46, vierde of vijfde lid, van de wet bedoelde informatie wordt voldaan<sup>13</sup>. Het begrip “genomen besluiten of gesloten overeenkomsten” uit artikel 3, eerste lid, onder b, van de Uitvoeringsrichtlijn openbaarmaking en definities geïmplementeerd door het begrip “besluiten” op te nemen in dit artikel. Aan het sluiten van een overeenkomst door het bestuur zal doorgaans immers een besluit van het bestuur ten grondslag liggen. Het begrip “orgaan” zoals opgenomen in artikel 3, eerste lid, onder b, van de Uitvoeringsrichtlijn openbaarmaking en definities is geïmplementeerd met het begrip “raad van commissarissen of daarmee vergelijkbaar orgaan van de vennootschap of instelling”. Doorgaans zal met name van dit orgaan van de rechtspersoon, vennootschap of instelling goedkeuring zijn vereist voor besluiten van het bestuur die als informatie als bedoeld in artikel 46, vierde of vijfde lid zijn te kwalificeren.

---

13 Vergelijk de uitspraak van de Adviescommissie Fondsenreglement van 20 januari 2003 (Petroplus), JOR 2003/119 die deze mening eveneens is toegedaan met betrekking tot de toepassing van artikel 28h van het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam N.V.

Artikel 3, tweede lid, onder b, van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking is reeds geïmplementeerd in artikel 47, zevende lid, van de wet.

### **Artikel 15**

In artikel 47e, eerste lid, van de wet wordt ten aanzien van het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen vereist dat met betrekking tot een aantal daar genoemde onderwerpen informatie wordt verschaft. Deze regels beogen de belegger te beschermen door te waarborgen dat een betrouwbare grondslag voor het nemen van beleggingsbeslissingen ontstaat doordat uit de informatie die bij het openbaar maken van de aanbeveling wordt verschaft, kan worden opgemaakt wat bijvoorbeeld de status of geloofwaardigheid van deze aanbeveling is of welke belangen de uitbrenger van de aanbeveling heeft. Een belegger kan zo bepalen hoeveel waarde hij aan de beleggingsaanbeveling wil hechten. In artikel 47e van de wet en de artikelen 15 tot en met 19 van dit besluit wordt de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen geïmplementeerd.

Er is sprake van een beleggingsaanbeveling wanneer in voor het publiek bestemde informatie een beleggingsstrategie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van:

- 1) effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen is of werkzaam is in Nederland of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd (als bedoeld in artikel 46, eerste lid, onder a);
- 2) effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen is of werkzaam is in een andere lid-staat; of
- 3) een rechtspersoon, vennootschap of instelling die effecten als genoemd onder 1) of 2) heeft uitgegeven.

Als er geen sprake is van een beleggingsaanbeveling in deze zin, is paragraaf 5 van dit besluit niet van toepassing.

Als er wel sprake is van een beleggingsaanbeveling, is het vervolgens relevant om te bepalen welk onderdeel van artikel 47e, tweede lid, van de wet van toepassing is. De normadressaat wordt in dit tweede lid, in zeven categorieën onderscheiden. Deze categorieën zijn opgenomen in de onderdelen a tot en met g van artikel 47e, tweede lid, van de wet.

Voor de verschillende personen of instellingen die beleggingsaanbevelingen kunnen uitbrengen, gelden verschillende eisen. Voor de toepasselijkheid van de regels die in acht moeten worden genomen als een beleggingsaanbeveling wordt uitgebracht, is het relevant of er in de voor het publiek bestemde informatie rechtstreeks of middellijk (expliciet of impliciet) een beleggingsaanbeveling wordt gedaan, of de beleggingsaanbeveling ziet op effecten of op een uitgevende instelling, of de openbaarmaking wel of niet geschiedt in het kader van de beroeps- of bedrijfsuitoefening en of het openbaar maken wel of niet tot de hoofdactiviteit van de betrokken persoon behoort.

De zeven verschillende categorieën zijn terug te vinden in de linkerkolom van het aan het einde van deze nota van toelichting opgenomen schema (Bijlage I). In dit schema is door middel van een X weergegeven of een bepaling op de in de linkerkolom genoemde adressaat van toepassing is.

Om te voorkomen dat er niet opgetreden kan worden als er wel in strijd met de geest, maar niet in strijd met de letter van deze bepalingen wordt gehandeld, is er voor gekozen om de exacte interpretatie al werkende weg en met veel aandacht voor de praktijk uit te laten kristalliseren.

Artikel 15 is van toepassing op een ieder die voor het publiek bestemde informatie, als bedoeld in artikel 47e, tweede lid, openbaar maakt. Artikel 15 geldt dus voor alle categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met g, van de wet.

Een van de onderwerpen die in artikel 47e, eerste lid, worden genoemd, wordt uitgewerkt in dit artikel en ziet op het openbaar maken van de identiteit van degene die de voor het publiek bestemde informatie naar buiten brengt (artikel 47e, eerste lid, aanhef en onder a). Het is van belang dat de naam en functie van de natuurlijke persoon die de informatie heeft opgesteld en de naam van de persoon die verantwoordelijk is voor het openbaar maken van de beleggingsaanbeveling openbaar worden gemaakt, omdat dit waardevolle informatie kan zijn voor beleggers bij het afwegen van hun beleggingsbeslissingen.

Een gelieerde rechtspersoon als bedoeld in artikel 47e, tweede lid, onder b, is bijvoorbeeld een rechtspersoon die in een groep is verbonden, een rechtspersoon die direct of indirect stemrecht kan uitoefenen of anderszins bepaalde rechten kan uitoefenen waardoor invloed van betekenis kan worden uitgeoefend op het zakelijk of financieel beleid van een ander persoon uit de groep of een rechtspersoon waarin bestuurders direct of indirect stemrecht kunnen uitoefenen of anderszins bepaalde rechten kunnen uitoefenen waardoor sprake is van invloed van betekenis op het zakelijk of financieel beleid van dierechtspersoon.

#### **Artikel 16**

Artikel 16, eerste lid, is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met d, van de wet.

Op grond van artikel 47e, eerste lid, aanhef en onder b, van de wet wordt in het eerste lid uitgewerkt welke informatie een effecteninstituting of een persoon als bedoeld in artikel 47e, tweede lid, van de wet in een beleggingsaanbeveling dient op te nemen opdat wordt gewaarborgd dat op die punten een juiste voorstelling van zaken wordt gegeven.

In het eerste lid, onder a, wordt gesproken over de betrouwbaarheid van een bron. Een bron kan betrouwbaar zijn omdat de deskundigheid van de betrokken persoon buiten twijfel is verheven (informatie uit eerste hand) of omdat de bron in het verleden bewezen heeft betrouwbaar te zijn. Een betrouwbare bron is altijd met naam en toenaam bekend. Een anonieme bron is per definitie onbetrouwbaar en verificatie van de informatie bij een tweede bron is dan noodzakelijk voordat aangenomen kan worden dat de informatie van deze bron betrouwbaar is.

In een aanbeveling dienen feiten duidelijk onderscheiden te worden van informatie die niet op feiten is gebaseerd (eerste lid, onder b). Bij informatie die niet op feiten is gebaseerd, moet bijvoorbeeld gedacht worden aan interpretaties, ramingen en adviezen.

Onder “wezenlijke inhoudelijke bronnen” als bedoeld in het tweede lid, onder a, kan onder meer worden verstaan informatie die de betrokken uitgevende instelling heeft verschaft. Ook zal vermeld

moeten worden of de informatie aan de betrokken uitgevende instelling bekend is gemaakt, of naar aanleiding van deze bekendmaking aan de uitgevende instelling de informatie is gewijzigd voordat deze werd verspreid en indien dat het geval is, moet worden vermeld wat er is gewijzigd.

Artikel 16, tweede lid, is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met c en e en f, van de wet.

In het tweede lid is opgenomen welke informatie een effecteninstelling of een persoon als bedoeld in artikel 47e, tweede lid, van de wet, dient op te nemen.

In het tweede lid, onder b, wordt geregeld dat in de informatie de betekenis van een beleggingsaanbeveling op afdoende wijze uitgelegd dient te worden en dat wordt vermeld op welke belangrijke vooronderstellingen de aanbeveling is gebaseerd. Onder de betekenis van een aanbeveling moet worden verstaan dat er wordt ingegaan op het advies van bijvoorbeeld, kopen, verkopen of aanhouden. Daarbij dient ook melding te worden gemaakt van de tijdshorizon van de belegging waarop de beleggingsaanbeveling betrekking heeft.

Met de eis dat wordt vermeld op welke belangrijke vooronderstellingen de aanbeveling is gebaseerd wordt afgeweken van artikel 4, eerste lid, onder c, van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen, waarin staat dat een passende risicowaarschuwing moet worden gegeven, die onder meer een gevoeligheidsanalyse van de relevante hypothesen omvat. Tot deze afwijking is besloten omdat de richtlijn in feite een weging van de kwaliteit van de vooronderstellingen beoogt en voorzover meer wordt bedoeld, de toegevoegde waarde hiervan nauwelijks relevant is. De administratieve lasten worden op deze manier zo laag mogelijk gehouden.

Het tweede lid, onder d, verplicht tot melding van de geplande frequentie van eventuele bijstellingen van de beleggingsaanbeveling en van alle belangrijke wijzigingen in het eerder bekendgemaakte publicatiebeleid. Het is niet vereist dat eerder openbaar gemaakte ('oude') beleggingsaanbevelingen inhoudelijk worden gewijzigd indien feiten en omstandigheden in de loop van de tijd veranderd zijn en aanleiding geven tot een andere beleggingsaanbeveling. Verder verplicht dit onderdeel niet tot het maken van een planning, maar tot melding van de geplande frequentie van eventuele bijstellingen van de beleggingsaanbeveling en van alle belangrijke wijzigingen in het eerder bekendgemaakte publicatiebeleid als deze planning voor handen is.

Op grond van artikel 3, derde lid, van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen dienen de lidstaten te bepalen dat de redelijkheid van elke aanbeveling op verzoek van de AFM aangetoond kan worden. Aangezien een aanbeveling 'redelijk' is als is voldaan aan de vereisten uit het eerste lid, heeft opname van dit vereiste geen toegevoegde waarde. De AFM kan bovendien op grond van artikel 48 van de wet reeds alle informatie opvragen die relevant is voor haar toezicht.

In artikel 4, eerste lid, onder d, van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen wordt in de Nederlandse tekst het begrip "dekkingsbeleid" gehanteerd. In de Engelse tekst van deze richtlijn wordt gesproken van "coverage policy". In de context van deze richtlijn kan met dit begrip niet anders dan bedoeld worden op het publicatiebeleid rondom het openbaar maken van een beleggingsaanbeveling en is het begrip "publicatiebeleid" gebruikt in artikel 16, tweede lid, onder d, van het onderhavige besluit.

Hiermee wordt bedoeld welke effecten binnen het aandachtsgebied van een instelling of persoon



vallen, waar bijvoorbeeld rapportages over worden geschreven en hoe frequent er over de betreffende effecten wordt gerapporteerd.

### **Artikel 17**

Artikel 17, eerste lid, onder a, is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met d, van de wet.

Het eerste lid, onder b, is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met f, van de wet, indien de effecteninstelling of persoon als bedoeld in het eerste lid een rechtspersoon is.

Krachtens artikel 47e, eerste lid, aanhef en onder c, van de wet worden regels gesteld met betrekking tot het openbaar maken van informatie waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze informatie afbreuk kan doen aan de objectiviteit van de voor het publiek bestemde informatie.

In het eerste lid is aangegeven dat in een beleggingsaanbeveling de belangen of belangenconflicten waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze afbreuk kunnen doen aan de objectiviteit en betrouwbaarheid van de aanbeveling dienen te worden vermeld. Hierbij kan met name gedacht worden aan situaties waarin betrokken personen een wezenlijk financieel belang hebben in één of meer effecten waarop de aanbeveling betrekking heeft of waarin dergelijke personen een wezenlijk belangenconflict hebben ten aanzien van de uitgevende instelling waarop de aanbeveling betrekking heeft.

De ervaring heeft geleerd dat eigen belangen van een persoon of belangenconflicten van invloed kunnen zijn op het in een beleggingsaanbeveling door hen gegeven advies. Dit houdt niet alleen een risico in voor beleggers, en vooral voor particuliere beleggers, maar eveneens kan daardoor op de betrokken financiële markt een gevoel van wantrouwen ontstaan. Vanuit dat oogpunt is het van belang de marktintegriteit te waarborgen.

Het tweede lid is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met c, van de wet.

Een aanzienlijke onderlinge deelneming, genoemd in het tweede lid, onder a, omvat de volgende twee gevallen: de effecteninstelling of een persoon als bedoeld in het eerste lid, bezit meer dan vijf procent van het volledig geplaatste aandelenkapitaal van een rechtspersoon, vennootschap of instelling als bedoeld in artikel 47e, eerste lid, van de wet, of zo'n rechtspersoon, vennootschap of instelling bezit meer dan vijf procent van het volledig geplaatste aandelenkapitaal van een effecteninstelling of een persoon als bedoeld in het eerste lid.

Bij een "ander wezenlijk financieel belang", genoemd in het tweede lid, onder b, kan gedacht worden aan bijvoorbeeld een uitstaande lening. De beoordeling of hiervan sprake is, geschiedt vanuit het perspectief van de effecteninstelling of persoon als bedoeld in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met c, van de wet.

Het derde lid is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e, tweede lid, onder a tot en met d, van de wet, indien de effecteninstelling of persoon als bedoeld in het eerste lid een rechtspersoon is. Onder degene die beroeps- of bedrijfsmatig effecten van de rechtspersoon,

vennootschap of instelling, bij uitgifte ervan, overneemt of plaatst vallen bijvoorbeeld de lead manager en de co-lead manager.

Het vierde lid is van toepassing op de categorieën zoals opgenomen in artikel 47e , tweede lid, onder a en b, van de wet.

Tot het begrip zakenbankdiensten moeten onderstaande diensten of activiteiten worden gerekend uit Deel A en B van Bijlage I van richtlijn nr. 2004/39/EG van 30 april 2004 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (PbEU L 145) (de MiFID):

- Het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot één of meer financiële instrumenten (zie deel C van Bijlage I van de MiFID).
- Het uitvoeren van orders voor rekening van in hoofdzaak doch niet uitsluitend voor professionele cliënten (zie bijlage II van de MiFID)
- Het handelen voor eigen rekening.
- Het overnemen van financiële instrumenten en/of plaatsen van financiële instrumenten met plaatsingsgarantie.
- Het plaatsen van financiële instrumenten zonder plaatsingsgarantie.
- Het verstrekken van kredieten of leningen aan een belegger om deze in staat te stellen een transactie in één of meer financiële instrumenten te verrichten, bij welke transactie de onderneming die het krediet of de lening verstrekt, als partij optreedt.
- Advisering aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advisering en dienstverrichting op het gebied van fusies en overnames van ondernemingen.
- Valutawisseldiensten voorzover deze samenhangen met het verrichten van beleggingsdiensten.
- Onderzoek op beleggingsgebied en financiële analyse of andere vormen van algemene aanbevelingen in verband met transacties in financiële instrumenten.
- Diensten in verband met het overnemen van financiële instrumenten.

Zakenbanktransacties zijn transacties die voortvloeien uit de hierboven toegelichte zakenbankdiensten.

Een advies om te kopen, aan te houden of te verkopen wordt uiteraard gegeven als deze begrippen letterlijk worden gebruikt, maar ook als een gelijkwaardige formulering, genoemd in het vijfde lid, wordt gebruikt. Hiermee wordt bedoeld op situaties waarin deze begrippen niet letterlijk worden gebruikt, maar wanneer de gemiddelde belegger begrijpt dat er een advies wordt gegeven om te kopen, aan te houden of te verkopen.

Overigens strekt de verplichting tot het openbaar maken van belangen en belangenconflicten voor degenen die beleggingsaanbevelingen openbaar maken niet zover dat verlangd wordt dat zij de bestaande informatiescheidingen negeren die zijn ingesteld om belangenconflicten te voorkomen en te vermijden (de zogenaamde 'chinese walls').

## **Artikel 18**

De bekendmaking van de in dit artikel vermelde gegevens draagt bij aan de objectiviteit en de betrouwbaarheid van de beleggingsaanbeveling.

Artikel 6, derde lid, eerste en tweede alinea, van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen verplicht natuurlijke personen die in het kader van een arbeidsovereenkomst of anderszins voor een effecteninstelling als bedoeld in artikel 47e, eerste lid, van de wet, werkzaam zijn en die betrokken waren bij het opstellen van een beleggingsaanbeveling om 1) bekend te maken of hun beloning gekoppeld is aan door de effecteninstelling of een met hem gelieerde rechtspersoon verrichte zakenbanktransacties en 2) indien deze natuurlijke personen aandelen van een effecteninstelling ontvangen of verwerven voordat deze aandelen aan het publiek worden aangeboden, ook de koers waartegen deze aandelen zijn verworven en de verwervingsdatum bekend te maken. Om te voorkomen dat deze gegevens op een andere plaats bekend worden gemaakt dan op de plek waar de uitbrenger de beleggingsaanbeveling met de bijbehorende gegevens openbaar maakt, is er voor gekozen om alle gegevens door de uitbrenger van de beleggingsaanbeveling op dezelfde plaats openbaar te laten maken. De opsteller van de beleggingsaanbeveling is op grond van artikel 18, eerste en tweede lid, van dit besluit verplicht om de uitbrenger van de beleggingsaanbeveling in staat te stellen te voldoen aan zijn verplichting (op basis van artikel 18, derde lid, van dit besluit) door de bedoelde gegevens aan de uitbrenger te melden.

## **Artikel 19**

Dit artikel bepaalt dat in de beleggingsaanbeveling verwezen mag worden naar een voor het publiek direct en gemakkelijk toegankelijke vindplaats als de informatie die vermeld moet worden onevenredig lang is in verhouding tot de lengte van de beleggingsaanbeveling. Bij een voor het publiek direct en gemakkelijk toegankelijke vindplaats kan gedacht worden aan een internetsite van de betrokken persoon.

Er wordt niet verwezen naar artikel 15, omdat de informatie die op grond van dat artikel dient te worden verschaft niet onevenredig zal zijn in het geval van een niet schriftelijke aanbeveling. Artikel 2, derde lid, van de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen wordt om die reden niet geïmplementeerd.

Wanneer de informatie die vermeld moet worden onevenredig lang is in verhouding tot de lengte van de aanbeveling, is niet in zijn algemeenheid te zeggen, omdat dit per geval beoordeeld moet worden. Als de informatie direct na de aanbeveling is opgenomen, is deze voor een belegger eenvoudiger te raadplegen dan wanneer de informatie bijvoorbeeld op een internetsite kan worden opgezocht. Het is dan ook niet de bedoeling om erg snel aan te nemen dat het onevenredig zou zijn om de informatie bij de beleggingsaanbeveling op te nemen.

Analisten, journalisten en andere beroepsbeoefenaren kunnen zelfregulering opstellen die materieel gelijkwaardige regels bevat als de in artikel 47e van de wet en de in de artikelen 15 tot en met 19 opgenomen regels, die eenzelfde effect sorteert en waarvan de handhaving en sancties overeen komen met de vereisten die daaraan zijn gesteld in de richtlijn Marktmissbruik en de Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen, zoals het feit dat sancties

doeltreffend, evenredig en afschrikkend dienen te zijn (artikel 14, eerste lid, van de richtlijn Marktmissbruik). De AFM kan in haar risicogeoriënteerde toezicht rekening houden met het bestaan hiervan. Risicogeoriënteerd toezicht betekent dat in het toezicht minder aandacht hoeft te worden besteed aan een onder toezicht staande persoon of instelling die naar het oordeel van de AFM een beperkt risicoprofiel kent. De AFM zal een dergelijk profiel sneller aannemen indien de onder toezicht staande is gebonden aan materieel aan de wet gelijkwaardige normen en deze aantoonbaar naleeft. Voordeel is bovendien dat de verantwoordelijkheid voor het waarborgen van de kwaliteit van beleggingsaanbevelingen primair blijft waar deze verantwoordelijkheid thuis hoort.

Zoals ook reeds in de memorie van toelichting op het wetsvoorstel marktmissbruik<sup>14</sup> is aangegeven is het Dutch Securities Institute (hierna: DSI) bereid mee te werken aan het opzetten van zelfregulering. Zij zal haar code in lijn brengen met de in de wet opgenomen normen. Naar verwachting – en afhankelijk van definitieve besluitvorming - zal zij in haar register ook een splitsing aanbrengen tussen de reeds bij DSI geregistreerde analisten in dienstverband (te noemen 'analisten') en de overige nog niet bij DSI geregistreerde publicisten, zoals de financieel journalisten en de analisten zonder dienstverband (te noemen 'publicisten'). Deze categorie van publicisten zou dan bij DSI desgewenst een vorm van registratie (en een daarmee samenhangende vorm van zelfregulering) kunnen verkrijgen onder nog nader te stellen voorwaarden.

DSI zal toezicht houden op naleving van de bepalingen en kan sancties treffen tegen overtreders. De AFM blijft uiteindelijk verantwoordelijk voor het toezicht en heeft altijd de mogelijkheid haar bevoegdheden uit te oefenen. Publicisten die niet geregistreerd zijn vallen rechtstreeks onder het toezicht van de AFM.

Op basis van artikel 47e, vierde lid, van de wet, kunnen voor journalisten en andere beroepsbeoefenaren afwijkende regels worden gesteld voor het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen. Daar wordt geen gebruik van gemaakt om de volgende reden. Publiek debat is een kernvoorwaarde voor het functioneren van de democratische samenleving. Journalisten vervullen daarbij een cruciale rol en hebben daarin zelfs een bijzondere verantwoordelijkheid. Hun bijdrage hieraan zal niet snel aan beperkingen kunnen worden onderworpen. Dit houdt echter niet in dat het publiek minder goed beschermd zou mogen worden als een journalist een beleggingsaanbeveling doet dan wanneer bijvoorbeeld een analist eenzelfde beleggingsaanbeveling uitbrengt. De Uitvoeringsrichtlijn aanbevelingen ziet op uitbrengers van beleggingsaanbevelingen, waarbij het niet relevant is wie een aanbeveling uitbrengt.

De regels omtrent het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen gaan pas een rol spelen als er sprake is van het doen van een beleggingsaanbeveling, dus als een beleggingsstrategie expliciet

---

<sup>14</sup> Kamerstukken II, 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 42 e.v.

(“kopen”, “verkopen” of “aanhouden” of woorden van die strekking, waarbij de gemiddelde belegger begrijpt dat er een advies wordt gegeven om te kopen, te verkopen of aan te houden) of impliciet (verwijzen naar een richtkoers) in voor het publiek bestemde informatie wordt aanbevolen of voorgesteld ten aanzien van effecten of een uitgevende instelling. Welke regels exact gelden is afhankelijk van de concrete situatie. Bepalend is de inhoud van de aanbeveling in combinatie met de professionaliteit van de uitbrenger. Als een krant een beleggingsaanbeveling openbaar maakt in het kader van zijn beroeps- of bedrijfsuitoefening, maar niet als hoofdactiviteit, hoeft een wezenlijke inhoudelijke bron niet vermeld te worden. Dit is wel het geval als het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen tot de hoofdactiviteit behoort.

Over het algemeen zal het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen niet snel de hoofdactiviteit van een journalist zijn. De regels die dan gelden zien alleen op expliciete aanbevelingen. Voor impliciete aanbevelingen worden geen regels gesteld als het aanbevelen niet de hoofdactiviteit van een journalist is.

Als er geen sprake is van een beleggingsaanbeveling, maar van bijvoorbeeld een beschrijving van feiten, zijn deze regels uiteraard niet van toepassing. Alleen op het moment dat een journalist een beleggingsaanbeveling doet gelden voor hem, net als voor ieder ander, de regels om bepaalde extra informatie te verschaffen over bijvoorbeeld zijn identiteit of belangenconflicten.

De artikelen 15 tot en met 19 beogen in combinatie met artikel 47e van de wet misleiding van het publiek door beleggingsaanbevelingen tegen te gaan. Om ervoor te zorgen dat beleggers zich bij het nemen van hun beslissingen op accurate informatie baseren zodat zij in staat worden gesteld aanbevelingen op een correcte wijze te kunnen interpreteren, is op basis van artikel 47e van de wet een aantal normen uitgewerkt waarin wordt aangegeven welke aanvullende informatie bij een beleggingsaanbeveling moet worden verschaft. Deze regels beogen derhalve te waarborgen dat een betrouwbare grondslag voor het nemen van beleggingsbeslissingen ontstaat.

Een aantal jaren na inwerkingtreding van de Wet marktmisbruik en het onderhavige besluit zullen zonodig de effecten van de wet en het besluit voor journalisten in de praktijk onderzocht worden. Mocht blijken dat de vrije nieuwsgaring in bepaalde specifieke omstandigheden onverhoopt toch wordt belemmerd, kan er alsnog gebruik worden gemaakt van de grondslag in artikel 47e, vierde lid, van de wet, op basis waarvan voor journalisten en andere beroepsbeoefenaren afwijkende regels kunnen worden gesteld voor het openbaar maken van beleggingsaanbevelingen.

## **Artikel 20**

De artikelen van zowel Besluit 717 als de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 zijn deels in de Wet marktmisbruik en deels in het onderhavige besluit opgenomen (zie de transponeringstabel in de toelichting op artikel 2). Daarom wordt Besluit 717 ingetrokken. De Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 zal afzonderlijk worden ingetrokken. Overigens zal de Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten Wet toezicht effectenverkeer 1995 aangepast worden.

**Artikel 21**

In dit artikel zijn de boetetabellen aangepast die als bijlage bij artikel 48d, derde lid, van de wet zijn opgenomen. In tabel 1 zijn de bepalingen opgenomen die zich uitsluitend richten tot vergunninghoudende effecteninstellingen c.q. erkende effectenbeurzen (natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen), in tabel 2 zijn de bepalingen opgenomen die zich tot een ieder richten. Boetetarieven voor overtreding van voorschriften die al bestonden voor de inwerkingtreding van de Wet marktmisbruik zijn gehandhaafd. Bij het bepalen van de nieuwe tarieven is aangesloten bij de bestaande tarieven met betrekking tot overtreding van de bepalingen van het oude hoofdstuk XII.

De Minister van Financiën,

## Bijlage I

Artikel 47e, lid 2, van de wet	Art. 15	Art. 16, lid 1	Art. 16, lid 2	Art. 17, lid 1, onder a	Art. 17, lid 1, onder b	Art. 17, lid 2	Art. 17, lid 3	Art. 17, lid 4	Art. 18, lid 1 en 2	Art. 18, lid 3
a	X	X	X	X	(indien hij rechtspersoon is) X	X	(indien hij rechtspersoon is) X	X		
b	X	X	X	X	(indien hij rechtspersoon is) X	X	(indien hij rechtspersoon is) X	X		
c	X	X	X	X	(indien hij rechtspersoon is) X	X	(indien hij rechtspersoon is) X			
d	X	X		X	(indien hij rechtspersoon is) X		(indien hij rechtspersoon is) X			
e	X		X		(indien de effecteninstelling of persoon een rechtspersoon is) X				X	(indien het een natuurlijk persoon betreft) X
f	X		X						X	(indien het een natuurlijk persoon betreft) X
g	X									

## Bijlage II

<b>Besluit marktmisbruik</b>	<b>Richtlijn 2003/6</b>	<b>Richtlijn 2003/124</b>	<b>Richtlijn 2003/125</b>	<b>Richtlijn 2004/72</b>	<b>Richtlijn 2004/109</b>
1	_____	_____	_____	_____	_____
2	Overwegingen 18 en 29				
3	3, onder a				
4, eerste lid				2	
4, tweede lid, onder a				3, tweede lid	
4, tweede lid, onder b				2, eerste lid, aanhef	
4, tweede lid, onder c en d				3, derde lid	
4, derde lid				2, derde lid en 3, vijfde lid	
4, vierde lid				3, vijfde lid	
4, vijfde lid				3, vierde lid	
5				1, tweede lid	
6				6, derde lid	
7	_____	_____	_____	_____	_____
8	_____	_____	_____	_____	_____
9, eerste lid				9, eerste lid	
9, tweede lid				9, tweede lid	
9, derde lid				10	
10, eerste lid				5, tweede lid	
10, tweede en derde lid				5, derde lid	
10, vierde lid				5, vierde lid	
11	_____	_____	_____	_____	_____
12, eerste lid		2, eerste lid, tweede alinea			21, eerste lid
12, tweede lid		2, eerste lid, derde alinea			



12, derde lid					
13, eerste lid					20, eerste en tweede lid
13, tweede lid					21, eerste lid, eerste volzin
14, eerste lid		3, eerste lid			
14, tweede lid		3, tweede lid, onderdelen a en c			
15, eerste lid			2, eerste lid		
15, tweede lid			2, derde lid		
16, eerste lid			3, eerste en derde lid		
16, tweede lid			4, eerste lid		
17, eerste lid, onder a			5, eerste lid, eerste alinea		
17, eerste lid, onder b			5, eerste lid, tweede alinea		
17, tweede lid			6, eerste lid		
17, derde lid			5, tweede lid		
17, vierde lid			6, vierde lid		
18, eerste lid			6, derde lid, eerste alinea		
18, tweede lid			6, derde lid, tweede alinea		
18, derde lid			9, onder a		
19			3, tweede lid, 4, tweede lid, 5, derde en vierde lid en 6, vijfde en zesde lid		
20, eerste lid			8, tweede alinea		
20	_____	_____	_____	_____	_____
21	_____	_____	_____	_____	_____
22	_____	_____	_____	_____	_____
23	_____	_____	_____	_____	_____