

Marktmisbruik bij grensoverschrijdende overnames

mr. N.A. Campuzano en dr. ir. E. Rogge*

Trefwoorden: marktmisbruik, overname, grensoverschrijdend

* Nick Campuzano is Ph.D.-fellow aan de Universiteit Leiden. Ebbe Rogge is werkzaam bij de afdeling Strategie, Beleid, en Internationaal van de Autoriteit Financiële Markten en daarnaast als universitair docent verbonden aan de Universiteit Leiden. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven. Met dank aan Steef Akerboom en Jeroen Schrama voor commentaar op eerdere versies.

¹ 'Aandeelhouders Shell akkoord met mega-overname BG Group', *De Volkskrant* (27 januari 2016), <https://www.volkskrant.nl/economie/aandeelhouders-shell-akkoord-met-mega-overname-bg-group~b19f0d2d/>

² 'Overname Delhaize wordt slim vermomd als fusie', *Algemeen Dagblad* (25 juni 2015), <https://www.ad.nl/economie/overname-delhaize-wordt-slim-vermomd-als-fusie~a1969386>

³ De Telegraaf, 'Altice rondt overname Cablevision af' (23 juni 2016) <https://www.telegraaf.nl/financieel/402016/altice-rondt-overname-cablevision-af>

⁴ 'Trio of investment bankers charged with insider trading: US prosecutors allege 'wide-ranging international scheme' to exchange tips for cash', *Financial Times* (23 oktober 2019) <https://www.ft.com/content/e13f1336-f47e-11e9-a79c-bc9acae3b654>

⁵ 'Alleen vermoeden van handel met voorkennis is al dodelijk', *Algemeen Dagblad* (30 september 2019) <https://www.ad.nl/economie/alleen-vermoeden-van-handel-met-voorkennis-is-al-dodelijk~add2d315>

⁶ Zie o.a. <https://www.telegraaf.nl/financieel/1948300069/groot-onderzoek-naar-handel-met-voorkennis>

⁷ Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening Marktmisbruik), *PbEU* 2014, L 173.

⁸ Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (Richtlijn Marktmisbruik), *PbEU* 2014, L 173.

⁹ Beide instrumenten zijn sinds 3 juli 2016 van kracht. In deze bijdrage zullen wij ons echter hoofdzakelijk beperken tot de concrete verplichtingen uit de MAR die betrekking hebben op cross-border M&A-transacties. Zie

1. Inleiding

De laatste jaren is er een aantal grote fusies en overnames geweest waarbij Nederlandse ondernemingen betrokken waren. In januari 2016 gingen de aandeelhouders van Shell akkoord met de overname van het Britse olie- en gasbedrijf BG Group, waarvan het bod reeds in april 2015 was uitgebracht.¹ Het was de grootste aankoop van een Nederlands bedrijf tot dan toe met een waarde van EUR 47 miljard. In dezelfde periode doet het Nederlandse Ahold een overnamebod op de Belgische branchegenoot Delhaize.² Tot slot het voorbeeld van het Nederlandse Altice dat de Amerikaanse operator CableVision overneemt voor USD 17,7 miljard.³ De genoemde voorbeelden hebben naast de betrokkenheid van Nederlandse ondernemingen nog iets gemeen, namelijk: een grensoverschrijdend element. Dit element maakt een overname nog complexer, omdat er verschillende wet- en regelgeving en toezichthouders bij komen kijken.

Een van die regelgevende kaders met betrekking tot overnames heeft betrekking op marktmisbruik, zoals handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. Een recent voorbeeld van marktmisbruik speelde in de Verenigde Staten. Daar zijn aanklachten gebracht tegen een drietal bankiers op verdenking van 'insider trading', ofwel handel met voorwetenschap.⁴ De betreffende bankiers zouden jarenlang informatie van klanten hebben verkocht aan handelaren in aandelen en daarmee tientallen miljoenen hebben verdiend. Deze praktijken vinden niet alleen in het buitenland plaats.

Vaak kan een vermoeden van handel met voorwetenschap, zonder een veroordeling, al zeer schadelijk zijn voor betrokken individuen. Zo heeft recentelijk KPN de kandidatuur van mevr. Leroy, voormalig bestuursvoorzitter van Proximus, als nieuwe voorzitter voor KPN ingetrokken.⁵ De gegeven reden hiervoor is dat zij onderzocht wordt door de Belgische markttoezichthouder (FSMA) voor handel met voorwetenschap.

Zoals blijkt uit de genoemde voorbeelden kan het niet-naleven van regels met betrekking tot marktmisbruik zware gevolgen hebben voor een onderneming en mogelijk een overnameprocedure in de weg staan. Ook voor de toezichthouders is marktmisbruik een serieus onderwerp. Het bestrijden van marktmisbruik is echter niet gemakkelijk, met name in gevallen met een grensoverschrijdend element, zoals een grote internationale overname. In zulke situaties dienen grootschalige internationale onderzoeken te worden opgestart, waarbij verscheidene markttoezichthouders de handen ineen (moeten) slaan.⁶ Om de aanpak van marktmisbruik in grensoverschrijdende situaties zo gemakkelijk mogelijk te maken, heeft de Europese wetgever ervoor gekozen om een Europees regelgevend kader inzake marktmisbruik op te stellen in de vorm van de Verordening Marktmisbruik (*Market Abuse Regulation*, hierna: MAR)⁷ en de Richtlijn Marktmisbruik (*Market Abuse Directive II*, hierna: MAD II).^{8,9}

Dit artikel kijkt naar de regels inzake marktmisbruik bij de fusies- en overnamepraktijk in Nederland waarbij een grensoverschrijdend element bestaat. In paragraaf 2 wordt kort de regelgeving rondom overnames in Nederland en de EU beschreven alsmede de rol van de markttoezichthouder, de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM). In paragraaf 3 wordt ingegaan op het overnameproces, gevolgd door aspecten van marktmisbruik welke daarmee gepaard kunnen gaan in paragraaf 4. In paragraaf 5 wordt dieper ingegaan op het kopen van aandelen in het kader van marktmisbruik. Internationale samenwerking tussen toezichthouders staat centraal in paragraaf 6, waarna wordt afgerond met een conclusie.

2. Overnameregels en de toezichthouder

Binnen de EU is de Overnamerichtlijn¹⁰ van kracht, hetgeen ervoor zorgt dat het vertrekpunt voor overnames binnen en tussen lidstaten gelijk is. Een dergelijke gemeenschappelijke basis neemt hindernissen weg voor overnames van ondernemingen gevestigd binnen verschillende lidstaten van de EU. Daarmee bevordert deze richtlijn in beginsel het functioneren van de Kapitaalmarktunie. Niet alle lidstaten hebben echter hetzelfde geïmplementeerd. Art. 12 Overnamerichtlijn geeft bijvoorbeeld lidstaten de ruimte om te bepalen of art. 9 en art. 11 Overnamerichtlijn, betreffende de bescherming in geval van een vijandige overname, van toepassing zijn. Desalniettemin is de regelgeving met betrekking tot grensoverschrijdende overnames binnen de EU daarmee vereenvoudigd.

De relevante Nederlandse wet- en regelgeving omtrent fusies en overnames is niet op één plek terug te vinden. Binnen het Nederlandsrechtelijke kader is een gedeelte van de Overnamerichtlijn neergelegd in de Wet op het Financieel Toezicht ('Wft'), Deel 5 Gedragstoezicht financiële markten. Zo bevat Hoofdstuk 5.3 regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen en Hoofdstuk 5.5 regels met betrekking tot het openbaar bod. Deze regels worden aangevuld met nadere regelgeving, bijvoorbeeld het Besluit openbare biedingen Wft ('Bob') en het Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft. Behalve wetgeving gerelateerd aan de Wft, moet er ook worden gekeken naar andere gedeeltes van de wet, zoals bijvoorbeeld BW boek 2 Titel 8 Afdeling 3 'Het openbaar bod' (Art. 359a, b, c, d). De wetgeving rondom marktmisbruik in relatie tot overnameregels wordt hieronder in paragraaf 4 verder omschreven.

De wet- en regelgeving voor overnames geldt met name voor uitgevende instellingen. Dit zijn kort gezegd instellingen die effecten hebben aangeboden aan het publiek. Voor het overgrote deel zijn dit geen instellingen die een vergunning nodig hebben van de AFM, zoals dat bijvoorbeeld voor banken en beleggingsondernemingen en -instellingen wel het geval is. In deze zin staan uitgevende instellingen niet onder doorlopend toezicht van de AFM. Maar de AFM is wel de gedragstoezichthouder binnen

Nederland voor financiële markten. Zo is het bijvoorbeeld niet toegestaan effecten aan te bieden binnen Nederland zonder dat het prospectus algemeen verkrijgbaar is gesteld en de AFM het prospectus heeft goedgekeurd.¹¹ In het geval van een overname heeft de AFM bepaalde bevoegdheden, zoals bijvoorbeeld het goedkeuren van een biedingsbericht, waarover meer in paragraaf 3.¹²

In 2010 publiceerde de AFM het rapport 'vijf jaar toezicht op marktmisbruik'.¹³ Hierin komt ook marktmisbruik rondom fusies en overnames aan bod. Sinds het verschijnen van dit rapport is er veel veranderd, zowel op het gebied van wet- en regelgeving als achter de schermen bij de AFM. Zo is de AFM een eind op weg om een data-gedreven toezichthouder te worden, waarmee het gebruik van data een (nog grotere) integrale rol in het toezicht speelt.¹⁴ Veel van de onderzoeksmethoden die in het voornoemde paper staan zijn in de kern echter nog gelijk. Een onderzoek naar marktmisbruik en voorwetenschap zal mede gebaseerd zijn op transactiedata, die onder huidige regelgeving steeds meer en beter beschikbaar wordt.¹⁵ Hier is een grote slag gemaakt, mede door geautomatiseerde onderzoeksmethoden welke gebruik maken van slimme algoritmen die marktmisbruik kunnen detecteren. Daarnaast kan

voor een overzichtsartikel van de MAR en de MAD II: J. Italianer & A.W. van der Vegt, 'MAD II: Mutually Assured Destruction?', *Ondernemingsrecht*, 2016/15.

¹⁰ Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod.

¹¹ Art. 3 lid 1 en art. 20 lid 1 Verordening (EU) nr. 2017/1129 Van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten (Prospectus Verordening), *PbEU* 2017, L168.

¹² Art. 5:74 Wft.

¹³ AFM, 'Vijf jaar toezicht op marktmisbruik' (2010) <https://www.afm.nl/~profmedia/files/rapporten/2010/vijf-jaar-toezicht-op-marktmisbruik.pdf>.

¹⁴ R. de Boer & R.H.J. Mosch, 'Digitalisering en de data-gedreven toezichthouder', *TvCo* 2018, nr. 6.

¹⁵ AFM, 'MiFID II – Transaction reports' <https://www.afm.nl/en/professionals/onderwerpen/mifid-2/transactierapportages>.

aanvullende 'ouderwetse' informatie zeer bruikbaar zijn, zoals chronologische overzichten voorafgaand aan publicatie, insiderlijsten, notulen van vergaderingen van directie en commissarissen, en e-mail (en andere communicatie) tussen betrokkenen.¹⁶ Behalve de AFM kunnen ook andere toezichthouders bij een overname betrokken zijn. Zodra het een grensoverschrijdende overname betreft, kunnen toezichthouders van andere landen betrokken zijn. Hierover meer in paragraaf 6. Binnen Nederland kan ook de Autoriteit Consument en Markt (ACM) een belangrijke rol spelen. Deze is vooral betrokken wanneer competitie-aspecten een rol spelen. Een voorbeeld hiervan is wanneer de gecombineerde onderneming een dominante positie binnen een bepaalde markt zou gaan innemen. Tot slot is er een belangrijke rol weggelegd voor de Ondernemingskamer van het gerechtshof Amsterdam. Deze is uiteraard geen toezichthouder, maar kan ook maatregelen opleggen, bijvoorbeeld wanneer een geschil is ontstaan tussen betrokken partijen.

3. Het overnameproces

Er gelden, zoals reeds uit de vorige paragraaf blijkt, veel regels omtrent een overname. Er gelden regels voor zowel de bieder als voor de doelvennootschap. Deze zullen hier niet allemaal en zeker niet uitputtend beschreven worden. In deze paragraaf wordt een kort overzicht gegeven van regels die in het kader van marktmisbruik het meest relevant zijn. Het overnameproces kan reeds beginnen met *stakebuilding*.¹⁷ Dit is het verwerven van aandelen in de doelvennootschap waarbij niet uit hoofde van wet- of regelgeving de verplichting ontstaat voor de potentiële bieder om een overnamebod aan te kondigen.¹⁸ Wanneer een potentiële bieder een doelvennootschap op het oog heeft, en eventueel reeds met *stakebuilding* is begonnen, is de volgende vraag: wanneer moet je een bod openbaar maken?

Een openbaar bod moet niet later openbaar worden gemaakt dan het moment waarop de bieder en doelvennootschap een (voorwaardelijke) overeenkomst hebben bereikt. Dit is de 'eerste openbare overnameaankondiging'. Er kunnen echter nog voorwaarden aan een bod zitten (bijv. goedkeuring mededingingautoriteit of vakbonden) en als er nieuwe bijkomen moeten deze direct bekend gemaakt worden.

De aftrap van dit overnameproces binnen het regelgevend kader is derhalve de eerste openbare overnameaankondiging.¹⁹ Het tijdstip daarvan is niet altijd in handen van de betrokken partij(en). Onder bepaalde omstandigheden moet de aankondiging gemaakt worden. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn wanneer een uitgevende instelling aangeeft bij de AFM dat informatie omtrent deze instelling openbaar is gemaakt door een andere instelling waaruit blijkt dat deze een mogelijk bod overweegt.²⁰ De instelling moet dan wel een nadeel ondervinden van het uitblijven van duidelijkheid.²¹ Daarnaast kan door het ontstaan van voorwetenschap het noodzakelijk zijn een aankondiging te doen, waarover meer in paragraaf 4 en 5.²² Behalve in geval van overeenkomst, of in verplichte situaties, kan een bieder het bod ook openbaar maken voordat een overeenkomst is bereikt, of een poging daartoe is ondernomen, of zelfs voordat de doelvennootschap op de hoogte is gesteld. Dit gebeurt bijvoorbeeld omdat de potentiële bieder niet gelooft dat overeenstemming kan worden bereikt en een vijandig bod uitbrengt. Daarnaast is een potentiële bieder verplicht een bod in te stellen op het moment dat deze – al dan niet tezamen met anderen ('*acting in concert*') – ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders kan uitoefenen. Tot slot bestaat de mogelijkheid dat het biedingsproces wordt gestart door de '*put up or shut up*'-regel.²³

Het biedingsproces verloopt verder volgens de vastgelegde regels. Kort gezegd, moet binnen vier weken na de aankondiging door de bieder een persbericht worden gepubliceerd waarin hij aangeeft binnen twaalf weken een verzoek tot goedkeuring bij de AFM te doen voor goedkeuring van het biedingsbericht, dan wel dat hij van het bod afziet.²⁴ Ook moet de bieder op een bepaald moment in een persbericht aangeven over voldoende middelen te beschikken.²⁵ Als de AFM het biedingsbericht goedkeurt²⁶ dan zal de bieder het algemeen verkrijgbaar moeten stellen.²⁷ Voor de doelvennootschap bestaat de verplichting een aandeelhoudersvergadering te beleggen om een standpunt ten aanzien van het bod te bepalen. Na dit alles volgt de aanmeldingstermijn.²⁸

¹⁶ AFM, 'Vijf jaar toezicht op marktmisbruik' (2010) p. 17.

¹⁷ E.C. van der Touw, 'Stakebuilding in het kader van een openbaar bod', *Maandblad voor Ondernemingsrecht* 2018, nr. 3-4, p. 106-113.

¹⁸ Art. 3 lid 1 sub 31 MAR.

¹⁹ Art. 5 Bob Wft.

²⁰ Art. 2a Bob Wft.

²¹ Art. 2a lid 3 Bob Wft.

²² Art. 4 Bob Wft en MAR Art 7 en 17.

²³ De *put up or shut up*-regeling, zoals bedoeld in art. 2a Bob Wft, wordt hier verder buiten beschouwing gelaten.

²⁴ Art. 7 Bob Wft.

²⁵ Art. 7 lid 4 Bob Wft.

²⁶ Art. 5:77 Wft.

²⁷ Art. 5:78 Wft.

²⁸ Art. 14 Bob Wft.

4. Verplichtingen uit de MAR

De verplichtingen inzake marktmisbruik zijn opgenomen in de MAR. Onder de term 'marktmisbruik' vallen de volgende handelingen: handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie. De belangrijkste maatregelen met betrekking tot marktmisbruik in het kader van fusies en overnames zijn: (i) het verbod op handel met voorwetenschap (art. 14 jo. art. 8 MAR), (ii) het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap (art. 17 MAR) en (iii) het verbod op marktmanipulatie (art. 15 jo. art. 12 MAR).²⁹ Hierna volgt eerst een bespreking van de belangrijkste maatregelen uit de MAR en daarna welke rol hierin voor de AFM is weggelegd.

4.1 Voorwetenschap

Het is belangrijk om even kort stil te staan bij het begrip voorwetenschap. Dit begrip staat centraal in twee van de drie te bespreken maatregelen en is nader omschreven in art. 7 lid 1 sub a MAR.³⁰ Volgens dit artikel gaat het om informatie die:

- (i) niet openbaar is gemaakt;
- (ii) concreet is;
- (iii) rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een uitgevende instelling of financieel instrument; en
- (iv) waarschijnlijk³¹ een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van een financieel instrument.

Wat precies valt onder het begrip voorwetenschap hangt af van de omstandigheden van het geval, zoals de onderneming, de sector, het marktsentiment en andere recente ontwikkelingen.³² Een typisch voorbeeld van voorwetenschap is informatie over een aankomende overname.³³

4.2 Het verbod op handel met voorwetenschap

Wat valt onder handel met voorwetenschap is uitgelegd in art. 8 MAR. Kortgezegd komt dit neer op het verhandelen van financiële instrumenten met gebruik van voorwetenschap. Het begrip 'handelen' omvat drie vormen.³⁴ Ten eerste het verwerven of vervreemden van financiële instrumenten.³⁵ Hierbij maakt het niet uit of dit voor eigen rekening, of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk geschiedt. Ten tweede het annuleren of aanpassen van een gegeven order in een financieel instrument.³⁶ Ten derde het gebruik van een aanbeveling of aansporing om: (i) financiële instrumenten te verwerven of vervreemden van financiële instrumenten of (ii) een gegeven order in een financieel instrument te annuleren of aan te passen.³⁷

Handel met voorwetenschap ondermijnt de marktintegriteit en schaadt het beleggersvertrouwen in de financiële markten, omdat degene die handelt, handelt op basis van een oneerlijke informatievoorsprong en daarmee een ongerechtvaardigd voordeel zou kunnen behalen ten opzichte van derde partijen

²⁹ De EU-wetgever ziet het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap slechts als flankerende maatregel en niet als kernbepaling, omdat er geen communautaire verplichting geldt voor lidstaten om het schenden daarvan strafbaar te stellen. Dit in tegenstelling tot het verbod op handelen met voorwetenschap, het verbod om voorwetenschap wederrechtelijke mededeelingen te delen en het verbod op marktmanipulatie die wel door lidstaten strafbaar moeten worden gesteld. Zie hierover: D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83, p. 415-416.

³⁰ Dat betekent ook dat op het moment dat er sprake is van voorwetenschap, zowel het verbod op handel met voorwetenschap en verbod op het wederrechtelijk mededelen van voorwetenschap als het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap intreedt. Let wel, voor het intreden van het gebod tot openbaarmaking dient de voorwetenschap 'rechtstreeks' betrekking te hebben op de uitgevende instelling.

³¹ In andere taalversies van de MAR is opgenomen dat het 'waarschijnlijk' een significantie invloed zou kunnen hebben. In de Nederlandse versie ontbreekt het woord 'waarschijnlijk'. Zie: D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83, p. 411.

³² AFM brochure gebod tot openbaarmaking voorwetenschap.

³³ Zie: AFM, 'Brochure Handel met voorwetenschap' 2016, p.4.

³⁴ Indien daarbij gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap is dat verboden. Art. 8 lid 1 MAR.

³⁵ Hieronder moet worden verstaan het moment van het sluiten van de obligatoire overeenkomst die strekt tot eigendomsoverdracht van financiële instrumenten. Zie hierover: F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht*, Nijmegen 2004, p. 514-517. Voor de volledigheid dient te worden opgemerkt dat Kristen dit zei in de context van de MAD uit 2003, de voorganger van de MAR en de MAD II. Er zijn echter geen veranderingen in de MAR die aanleiding geven om van een andere opvatting uit te gaan.

³⁶ Art. 8 lid 1 MAR.

³⁷ Art. 8 lid 2 MAR.

die niet van die informatie op de hoogte zijn.³⁸ Om die reden is het verboden om met voorwetenschap te handelen.³⁹ Het verbod op handel met voorwetenschap, zoals omschreven in art. 14 MAR, bestaat uit twee onderdelen: het transactieverbod, welke de eerste twee vormen van handelen verbiedt, en het aanbevelingsverbod, welke de derde vorm van handelen verbiedt.⁴⁰ Ook het trachten te handelen of een poging tot handel is verboden.⁴¹

Het verbod op handel met voorwetenschap kent een aantal uitzonderingen, waaronder de legitieme gedragingen uit art. 9 MAR. Dit zijn gedragingen die strikt gezien onder het transactieverbod vallen, maar waarvan de aard van die gedragingen geen bedreiging vormt voor de marktintegriteit. Zo zijn transacties in het kader van een openbaar bod en op basis van 'eigen voorwetenschap' te kwalificeren als legitieme gedraging en vallen derhalve niet onder het verbod.⁴²

4.3 Het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap

Een van de belangrijkste maatregelen om handel met voorwetenschap te voorkomen, is het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap, zoals bedoeld in art. 17 MAR. Deze verplichting geldt voor uitgevende instellingen en houdt in dat als een uitgevende instelling beschikt over voorwetenschap zij deze informatie zo snel mogelijk dient te openbaren. Voorwaarde is dat de voorwetenschap rechtstreeks betrekking heeft op een uitgevende instelling. Hier ligt dus ook het verschil met het verbod op handel met voorwetenschap: voorwetenschap die niet rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling zelf behoeft dus niet openbaar te worden gemaakt.⁴³

Volgens art. 17 lid 4 MAR mag een uitgevende instelling zelfstandig en op basis van eigen verantwoordelijkheid besluiten tot uitstel van het openbaar maken van voorwetenschap indien aan drie cumulatieve voorwaarden wordt voldaan. Deze voorwaarden zijn:

- a) onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt;
- b) het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid; en
- c) de uitgevende instelling is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.

4.4 Het verbod op marktmanipulatie

Tot slot bevat de MAR ook maatregelen tegen marktmisbruik waarbij voorwetenschap geen rol speelt in de vorm van het verbod op marktmanipulatie. Wat valt onder het begrip marktmanipulatie is omschreven in art. 12 MAR. Marktmanipulatie omvat drie vormen. De eerste vorm is transactiemaniplatie en bestaat uit het aangaan van transacties die onjuiste of misleidende signalen afgeven of de koers van een financieel instrument op een kunstmatig niveau brengen.⁴⁴ Bepaalde vormen van transactiemaniplatie – de zogeheten geaccepteerde marktpraktijken – zijn volgens art. 13 MAR gerechtvaardigd en vallen derhalve niet onder het verbod. De tweede vorm is informatiemaniplatie en komt neer op het verspreiden van onjuiste of misleidende informatie.⁴⁵ De derde vorm is benchmarkmanipulatie en bestaat uit het verspreiden van onjuiste of misleidende inputs of informatie.⁴⁶ Bij informatiemaniplatie en benchmarkmanipulatie geldt dat de persoon die de inputs of informatie verspreidt de wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was.

³⁸ Het essentiële kenmerk van voorwetenschap is dat er een oneerlijk voordeel wordt behaald uit voorwetenschap ten nadele van derde partijen die niet van deze informatie op de hoogte zijn. Zie overweging (23) MAR.

³⁹ Overweging (23) MAR.

⁴⁰ Het transactieverbod is opgenomen in art. 14 sub a jo. art. 8 MAR. Het aanbevelingsverbod is opgenomen in art. 14 sub b jo. art. 8 lid 2 MAR.

⁴¹ Het trachten te handelen en poging tot handel.

⁴² Zie voor transacties in het kader van een openbaar bod art. 9 lid 4 MAR. Zie voor transacties op basis van eigen voorwetenschap art. 9 lid 5 MAR.

⁴³ Zie hierover ook G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', FR 2016 nr. 12, p. 510-513.

⁴⁴ Art. 12 lid 1 sub a MAR. Indien tevens gebruik wordt gemaakt van een kunstgreep is art. 12 lid 1 sub b MAR van toepassing.

⁴⁵ Art. 12 lid 1 sub c MAR.

⁴⁶ Art. 12 lid 1 sub d MAR.

4.5 De rol van de AFM

In Nederland is het de AFM die toezicht houdt op de verplichtingen uit de MAR.⁴⁷ Ter vervulling van haar taken heeft zij meerdere toezichts- en onderzoeksbevoegdheden.⁴⁸ Zo zoekt de AFM actief naar signalen van mogelijk marktmisbruik en kan zij handel in een financieel instrument opschorten. Daarnaast is de AFM bevoegd om de verplichtingen uit de MAR publiekrechtelijk te handhaven door middel van een boete of last onder dwangsom.⁴⁹ In het geval van grensoverschrijdende situaties wordt de AFM uit hoofde van de MAR verplicht om in het kader van onderzoek samen te werken en informatie uit te wisselen met andere bevoegde instanties.⁵⁰

5. Aandelen kopen

In Nederland wordt een overname doorgaans bewerkstelligd door het kopen van aandelen van de doelvennootschap. Hierdoor wordt zowel de economische als de juridische eigendom, in de vorm van zeggenschapsrechten en kapitaalbelang, verkregen. De overname door middel van het kopen van aandelen van een beursgenoteerde onderneming is onderworpen aan de regels met betrekking tot het openbaar bod. De standaardprocedure met betrekking tot het biedingsproces begint met de aankondiging van een voorgenomen openbaar bod.⁵¹ In dat geval doet de bidder een bod tegen een bepaalde prijs of koers voor alle effecten van een bepaalde categorie of klasse in de doelvennootschap. Afgezien van de mogelijkheid aandelen te verwerven middels een openbaar bod, is het mogelijk dat een (potentiële) bidder voorafgaand aan of na het uitbrengen van een openbaar bod aandelen wil verwerven.⁵² In de volgende subparagrafen zal zowel voor de periode voorafgaand aan het uitbrengen van het openbaar bod als de periode na het uitbrengen van het openbaar bod worden besproken of de potentiële bidder aandelen kan verwerven in de doelvennootschap.

5.1 Aandelen kopen in de periode voor het uitbrengen van een openbaar bod

De periode vóór en tijdens de aankondiging van een voorgenomen bod is voornamelijk gereguleerd door de MAR. Een potentiële bidder kan in de periode vóórdat vrijwillig een openbaar bod wordt gedaan en totdat de verplichting ontstaat om een openbaar bod uit te brengen (bijv. door het bereiken van de 30%-grens) overgaan tot *stakebuilding*. Op dit moment beschikt de potentiële bidder over overnameplannen die mogelijk kwalificeren als voorwetenschap.⁵³ Of daadwerkelijk sprake is van voorwetenschap zal afhangen van de vraag of de overnameplannen voldoen aan het concreetheidsvereiste van art. 7 MAR.⁵⁴ Het antwoord op deze vraag zal afhangen van de omstandigheden.⁵⁵ Het ligt echter in de rede dat naarmate de *stakebuilding*-fase vordert de concreetheid zal toenemen en de overnameplannen uiteindelijk concreet genoeg worden om te spreken van voorwetenschap. Is er (nog) geen sprake van voorwetenschap, dan dient de potentiële bidder ervoor te waken dat de transacties niet onder het verbod op marktmanipulatie vallen.⁵⁶ Is er wel sprake van voorwetenschap, dan dient de potentiële bidder te waken voor zowel het verbod op handel met voorwetenschap als het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap.⁵⁷

Het transactieverbod staat er in beginsel aan in de weg dat de potentiële bidder aandelen van de doelvennootschap kan kopen. Het verwerven van

⁴⁷ Art. 22 MAR jo. art. 2 lid 1 sub l Besluit uitvoering EU-verordening financiële markten.

⁴⁸ Art. 23 lid 2 MAR.

⁴⁹ Zie: Bijlage 1 Besluit uitvoering EU-verordening financiële markten.

⁵⁰ Zie: Art. 25 MAR en overweging (67) MAR

⁵¹ Zoals besproken, kan het biedingsproces ook anders beginnen, zoals met een vijandig bod, een verplicht bod of via de 'put up or shut up-regeling'. Zie par. 3.

⁵² Zie voor de voordelen (en nadelen) van aandelen kopen voorafgaand aan een openbaar bod: E.C. van der Touw, 'Stakebuilding in het kader van het openbaar bod', MvO, 2018 nr. 3&4, p. 107-108.

⁵³ Volgens art. 7 lid 3 MAR kan voorwetenschap ook een in de tijd gespreid proces zijn, zoals een verschillende te nemen stappen tijdens een overname.

⁵⁴ Overnameplannen voldoen wel aan de andere eisen van art. 7 lid 1 MAR, omdat deze op dit punt: niet openbaar zijn, rechtstreeks betrekking hebben op de financiële instrumenten (met name op die van de doelvennootschap) en waarschijnlijk een significante invloed hebben op koers van de financiële instrumenten van de doelvennootschap.

⁵⁵ Dit is vermoedelijk al vroeg in het stakebuilding proces. Zie: H.J. Teerink, 'Stakebuilding in het kader van openbare biedingen', V&O, 2008 nr. 5 p. 100. (Teerink zegt dit in het kader van de MAD. Wij vermoeden echter dat hetzelfde geldt voor de MAR).

⁵⁶ Art. 12 lid 1 sub a MAR.

⁵⁷ Ook geldt het verbod op wederrechtelijk meedelen van voorwetenschap, maar deze is minder relevant daar het hier gaat om het kopen van aandelen.

aandelen in de doelvennootschap kwalificeert namelijk als 'handel'.⁵⁸ Toch is het mogelijk voor de potentiële bidder om over te gaan tot *stakebuilding*, omdat het eigen voornemen om eerst een positie in de doelvennootschap op te bouwen en uiteindelijk een overname te bewerkstelligen middels een openbaar bod kwalificeert als 'eigen voorwetenschap' en is uitgezonderd van het transactieverbod.⁵⁹ Indien de voorwetenschap niet uitsluitend kennis van de potentiële bidder omvat, maar ook informatie die anderszins is verkregen, bijvoorbeeld uit contact met de doelvennootschap, gaat de uitzondering niet op.⁶⁰ In dat geval moet de potentiële bidder stoppen met *stakebuilding* en mag hij geen aandelen meer kopen. Een beroep op de uitzondering in het kader van een openbaar bod is ook niet mogelijk, omdat deze niet geldt voor *stakebuilding*.⁶¹ De potentiële bidder kan pas weer overgaan tot het kopen van aandelen als de voorwetenschap openbaar is gemaakt. Of dit ook het beste moment is om de betreffende voorwetenschap openbaar te maken zal onder meer afhangen van het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap.

Het gebod tot openbaarmaking van voorwetenschap geldt vanaf hetzelfde moment als het verbod op handel met voorwetenschap.⁶² Om effectief gebruik te kunnen maken van de hierboven beschreven 'eigen voorwetenschap' uitzondering, zal de potentiële bidder dus moeten besluiten tot uitstel van de openbaarmakingsplicht. Uitstel is toegestaan indien wordt voldaan aan de drie eerder besproken cumulatieve voorwaarden.⁶³ ESMA heeft ten aanzien van het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap richtsnoeren opgesteld.⁶⁴ Hierin is een niet-uitputtende lijst opgesteld voor situaties die voldoen aan voorwaarde (a) 'onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling'. ESMA noemt onder meer onderhandelingen over bijvoorbeeld een overname of fusie en het kopen van een aanzienlijk belang in een andere entiteit.⁶⁵ Gedurende de *stakebuilding*-fase is van de laatstgenoemde situatie sprake en kan de potentiële bidder overgaan tot uitstel, mist het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel zou worden misleid (voorwaarde b) en de uitgevende instelling in staat is om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen (voorwaarde c).⁶⁶ Indien wordt overgegaan tot onderhandelingen, kan de potentiële bidder zich eventueel op het andere hiervoor genoemde rechtmatige belang voor uitstel beroepen: de uitgevende instelling voert onderhandelingen (over bijv. een overname), waarbij de uitkomst van die onderhandelingen waarschijnlijk in gevaar zou worden gebracht door onmiddellijke openbaarmaking.⁶⁷ De bewijslast van de uitstelmogelijkheid ligt in dit geval echter bij de potentiële bidder en is nog geen gegeven.⁶⁸

Gelet op het bovenstaande kan een potentiële bidder in de periode voorafgaand aan het uitbrengen van een openbaar bod aandelen kopen in de doelvennootschap totdat deze niet meer onder de 'eigen voorwetenschap'

⁵⁸ Het gaat om 'het verwerven of vervreemden van financiële instrumenten'. Zie par. 4.2.

⁵⁹ De meningen zijn hier echter verdeeld. Onzes inziens kwalificeert een voornemen tot overname onder art. 9 lid 5 MAR als een legitieme gedraging. Zie par. 4.2. Zie ook De Brauw en Valk, in: GS Toezicht financiële markten, art. 4 Bob Wft, 6.3.1.

⁶⁰ Zie: H.J. Teerink, 'Stakebuilding in het kader van openbare biedingen', *V&O*, 2008 nr. 5 p. 100; en E.C. van der Touw, 'Stakebuilding in het kader van het openbaar bod', *MvO*, 2018 nr. 3&4, p. 110-111.

⁶¹ Art. 9 lid 4 MAR, laatste zin: 'Dit lid is niet van toepassing op stakebuilding'.

⁶² Het zal gaan om dezelfde voorwetenschap. Er is wel een subtiel verschil in de voorwetenschap. Bij handel met voorwetenschap zal het voornamelijk draaien om de relevantie van de eventuele overnameplannen voor de financiële instrumenten van de doelvennootschap, en het feit dat de koers van die instrumenten lager ligt dan wanneer de voorwetenschap wordt geopenbaard. Bij de openbaarmakingsplicht zal het hoofdzakelijk gaan om de relevantie van de overnameplannen voor de financiële instrumenten van potentiële bidder zelf. De reden voor deze subtiel uiteenlopende is dat het verbod en het gebod allebei een iets ander doel dienen. Voor de MAD werd er in Nederland onderscheid gemaakt tussen deze twee vormen van voorwetenschap. Zie hierover bijvoorbeeld G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', *FR* 2016 nr. 12, p. 508-509; N.J. Gans, 'Koersgevoelige informatie: de uitstelmogelijkheid na VEB/Super de Boer', *V&O* 2015 afl. 6 par. 2.

⁶³ Par. 4.4.

⁶⁴ Zie: ESMA, 'Richtsnoeren MAR. Uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap' 2016, p. 4-6.

⁶⁵ Zie punt 8 onder a. en onder e. ESMA, 'Richtsnoeren MAR. Uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap' 2016.

⁶⁶ Zie par. 4.4.

⁶⁷ Punt 8 onder a. ESMA, 'Richtsnoeren MAR. Uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap' 2016.

⁶⁸ Zie hierover: N.J. Gans, 'Koersgevoelige informatie: de uitstelmogelijkheid na VEB/Super de Boer', *V&O* 2015 afl. 6.

uitzondering uit art. 9 lid 5 MAR valt. Op dat moment heeft de potentiële bidder keuze uit twee opties. Optie 1: de voorgenomen plannen om een bod uit te brengen openbaar maken volgens het voorgeschreven openbaarmakingsregime⁶⁹ – met inachtneming van het verbod op informatiemanipulatie – en daarna doorgaan met *stakebuilding* totdat de wet- en regelgeving verplicht tot uitbrengen van een bod.⁷⁰ Optie 2: *stakebuilding* staken en, indien wordt overgegaan tot onderhandelingen in het kader van een openbaar bod, het openbaar bod voortzetten.⁷¹ Beide opties duren tot het moment dat een openbaar bod wordt uitgebracht.

5.2 Aandelen kopen na het uitbrengen van een openbaar bod

Nadat de bidder een openbaar bod heeft uitgebracht, en de voorwetenschap dus openbaar is gemaakt, mag deze doorgaan met het kopen van aandelen. Op dit moment zijn de verplichtingen uit de MAR nog wel van toepassing, maar niet meer relevant. Er is namelijk geen sprake meer van voorwetenschap. Tot aan de openbare mededeling van de gestanddoening geldt wel een aantal voorwaarden waaraan de transacties met betrekking tot de effecten van de doelvennootschap moet worden voldaan.⁷² Zo dient de bidder een openbare mededeling te doen over al zijn transacties met betrekking tot de effecten van de doelvennootschap.⁷³ Ook na gestanddoening is het in beginsel mogelijk voor de bidder om aandelen te kopen in de doelvennootschap. Er geldt echter wel een verbod voor de bidder om binnen een jaar na publicatie van het biedingsbericht effecten te kopen tegen gunstigere voorwaarden dan neergelegd in het openbaar bod.⁷⁴ Transacties die op de effectenbeurs zijn verricht zijn vrijgesteld van dit verbod.⁷⁵ Indien geen gestanddoening voordoet geldt er een verbod van zes maanden voor de bidder om een nieuw bod uit te brengen op dezelfde doelvennootschap, tenzij een andere bidder een bod uitbrengt.⁷⁶ In deze periode mogen geen aandelen worden verworven als dat leidt tot een overwegende zeggenschap.⁷⁷

6. Internationale samenwerking van toezichthouders

Zoals reeds is opgemerkt, kunnen overnames een grensoverschrijdend karakter hebben, bijvoorbeeld als bidder en doelvennootschap zich in andere landen bevinden. Binnen de EU bepaalt de lidstaat waar de doelvennootschap haar statutaire zetel heeft en toegelaten is voor handel op een gereguleerde markt doorgaans welke toezichthoudende autoriteit bevoegd is.⁷⁸ Mocht de zetel in een ander land liggen dan waar de effecten voor handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, dan wordt gekeken naar de toezichthouder in de lidstaat waar deze handel plaatsvindt.⁷⁹ Omdat de overname richtlijn binnen de EU geïmplementeerd is, is de regelgeving in verschillende lidstaten op grote lijnen hetzelfde. Daarnaast is andere relevante regelgeving, zoals de voorheen besproken verordening marktmisbruik, ook hetzelfde voor de lidstaten. Dit komt de samenwerking tussen Europese markttoezichthouders ten goede, omdat zij vanuit eenzelfde juridisch kader handelen.

Daarnaast werken de Europese toezichthouders samen in verscheidene overlegorganen, in het bijzonder bij ESMA. Daar wordt o.a. in het Market Integrity Standing Committee (MISC) gewerkt aan het uitwisselen van informatie en samenwerking op het gebied van markt monitoren en marktmisbruik, aan toezichtconvergentie, en aan het vervolmaken van een 'single rulebook' voor o.a. marktmisbruik.⁸⁰ De samenwerking tussen de Europese markttoezichthouders is ook formeel geregeld. ESMA en de EEA-toezichthouders hebben een Multilateral Memorandum of Understanding (MMoU) getekend

⁶⁹ Zie voor het openbaarmakingsregime art. 17 lid 1 MAR. Zie hierover ook: G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', *FR* 2016, nr. 12, par. 4.

⁷⁰ Na de aankondiging van een voornemen om een openbaar bod te plaatsen is bijvoorbeeld een tactisch moment voor *stakebuilding*. Zie: H.J. Teerink, 'Stakebuilding in het kader van openbare biedingen', *V&O* 2008, nr. 5 p. 100.

⁷¹ Wel op voorwaarde dat op het moment van aanvaarding van het bod door de aandeelhouders van de doelvennootschap alle voorwetenschap openbaar is gemaakt. Art. 9 lid 4 MAR.

⁷² E.C. van der Touw, 'Stakebuilding in het kader van het openbaar bod', *MvO* 2018, nr. 3&4, p. 111.

⁷³ Zie voor de mededeling: art. 5 lid 4 jo. art. 13 Bob Wft. Zie voor overige verplichtingen: art. 19 Bob Wft en Bijlage A lid 6 Bob Wft.

⁷⁴ Art. 5:79 Wft.

⁷⁵ Art. 56b Vrijstelling Wft.

⁷⁶ Zie: art. 2a lid 2 Bob Wft en art. 2a lid 4 Bob Wft.

⁷⁷ Art. 2a lid 2 Bob Wft.

⁷⁸ Richtlijn 2004/25/EG Art. 2 a.

⁷⁹ Richtlijn 2004/25/EG Art. 2 b en c.

⁸⁰ Zie bijv. ESMA, 'Standing Committees' <https://www.esma.europa.eu/about-esma/working-methods/standing-committees>, en ESMA, 'Terms of Reference – Market Integrity Standing Committee (MISC)' https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-144-58_misc_tor.pdf.

waarin ze afspraken over samenwerking en het uitwisselen van informatie hebben vastgelegd.⁸¹

In wereldwijd verband werken markttoezichthouders samen in IOSCO. Deze heeft een aantal principes opgesteld, waarvan in dit verband vooral nr. 36 van belang is: regelgeving moet worden opgesteld zodat het manipulatie en andere oneerlijke handelspraktijken kan opsporen en ontmoedigen.⁸² IOSCO kijkt ook naar de implementatie van deze principes in verschillende jurisdicties van haar leden.⁸³ Voor principe nr. 36 concludeert IOSCO dat deze implementatie bij alle leden aanwezig is.⁸⁴ Veder is voor grensoverschrijdend toezicht er een IOSCO Memorandum of Understanding (MoU) tussen de leden. Dit faciliteert de informatie-uitwisseling en samenwerking tussen markttoezichthouders wereldwijd.

7. Conclusie

De regels inzake marktmisbruik blijven een belangrijk punt van aandacht voor de fusies en overnames praktijk. Met name als een potentiële bidder besluit om aandelen te verwerven in de doelvennootschap in de periode voorafgaand aan het openbaar bod dient hij de regels inzake marktmisbruik goed in acht te nemen. Nu deze regels in een Europese verordening zijn opgenomen en daarmee zijn geharmoniseerd binnen de EU is de voorkoming van marktmisbruik en de samenwerking voor Europese toezichthouders vereenvoudigd. Tevens vereenvoudigt dit het overnameproces zelf binnen de EU. Dit tezamen komt de grensoverschrijdende overnames ten goede. Het is echter jammer dat deze voordelen beperkt blijven tot Europese grensoverschrijdende transacties. ■

⁸¹ ESMA, 'MMoU on cooperation agreements and exchange of information' (2014) <https://www.esma.europa.eu/document/mmou-cooperation-arrangements-and-exchange-information>.

⁸² IOSCO, 'Objectives and Principles of Securities Regulation' (mei 2017) <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.

⁸³ IOSCO, 'IOSCO Standards Implementation Monitoring (ISIM) on Secondary and Other Market Principles' <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD623.pdf>.

⁸⁴ IOSCO, 'IOSCO Standards Implementation Monitoring (ISIM) on Secondary and Other Market Principles' pagina 21 en verder.