

Advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité over het voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)

(COM(2011) 651 final — 2011/0295 (COD))

en over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende strafrechtelijke sancties op handel met voorkennis en marktmanipulatie

(COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD))

(2012/C 181/12)

Rapporteur: de heer **METZLER**

De Raad en het Europees Parlement hebben op resp. 25 november en 15 november 2011, op grond van art. 114 en 304 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU), besloten om het Europees Economisch en Sociaal Comité te raadplegen over het

Voorstel voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)

COM(2011) 651 final — 2011/0295 COD.

De Raad heeft op 2 december 2011, op grond van art. 304 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU), besloten het Europees Economisch en Sociaal Comité te raadplegen over het

Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende strafrechtelijke sancties op handel met voorkennis en marktmanipulatie

COM(2011) 654 final — 2011/0297 (COD).

De afdeling Economische en Monetaire Unie, economische en sociale samenhang die met de voorbereidende werkzaamheden was belast, heeft haar advies op 7 maart 2012 goedgekeurd.

Het Europees Economisch en Sociaal Comité heeft tijdens zijn op 28 en 29 maart 2012 gehouden 479^e zitting (vergadering van 28 maart) het volgende advies uitgebracht, dat met 138 stemmen vóór en 2 stemmen tegen, bij 8 onthoudingen, is goedgekeurd.

1. Inhoud en conclusies

1.1 De Commissie wil de vigerende richtlijn marktmisbruik actualiseren met het oog op het vertrouwen in de integriteit van de kapitaalmarkt. Dit is een goede zaak.

1.2 Het Comité kan zich in beginsel vinden in het Commissievoorstel. Het heeft niettemin, ten dele fundamentele, bedenkingen bij de manier waarop een en ander concreet gestalte krijgt in een verordening en een richtlijn.

1.3 Met name de vage omschrijving van tal van strafbare feiten in de ontwerpverordening marktmisbruik en het feit dat de verantwoordelijkheid voor de verdere uitvoering op niveau 2 wordt overgelaten aan de Europese Autoriteit voor effecten en markten (EAEM) en de Commissie kunnen ernstige rechtsonzekerheid scheppen. Het Comité bekritiseert dit, want rechtszekerheid is één van de basisbeginselen van de rechtsstaat. Het rechtszekerheidsprincipe is zowel in de constituties van de lidstaten als in het Europees Verdrag van de Rechten van de Mens (EVRM) verankerd. Een Europese regeling die zulke principiële constitutionele en strafrechtelijke bedenkingen oproept, is noch

in het belang van de Commissie noch in het belang van de lidstaten of de rechtsbeoefenaars. Het Comité dringt daarom erop aan dat de Commissie al op niveau 1 de strafbare feiten nauwkeurig omschrijft.

1.4 Ook artikel 11 van de voorgestelde verordening geeft reden tot kritiek. Dit artikel verplicht iedereen die beroepsmatig transacties met betrekking tot financiële instrumenten tot stand brengt of uitvoert, systemen in te voeren voor de opsporing van marktmanipulatie. Meer administratieve verplichtingen staat echter niet per se gelijk aan betere regelgeving. Het Comité pleit voor efficiënte en afgewogen regelgeving. Te vrezen valt dat er met de nieuwe voorschriften heel wat irrelevante meldingen zullen binnenkomen. Dit kan niet de bedoeling zijn van de toezichhoudende autoriteiten. Daarnaast worden kleine kredietinstellingen door deze verplichting onevenredig belast, wat lokale economische systemen en dus de belangen van de bevolking en het mkb in met name plattelandsgebieden kan schaden. De Commissie dient met deze bedenkingen rekening te houden en te opteren voor een „regelgeving op maat”, zoals zij dit nu al doet in een aantal wetgevingsvoorstellen die momenteel op tafel liggen, om kleine en middelgrote instellingen die financiële instrumenten uitgeven te ontlasten.

2. Samenvatting van het Commissiedocument

2.1 Met Richtlijn 2003/6/EG betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie is een eerste poging ondernomen om de regels voor marktmisbruik op Europees niveau te harmoniseren. Op 20 oktober 2011 heeft de Commissie een voorstel gepubliceerd om deze richtlijn te herzien en op te splitsen in een richtlijn (Market Abuse Directive, MAD) en een verordening (Market Abuse Regulation, MAR) voor marktmisbruik.

2.2 De Commissie wil met haar voorstel de vigerende richtlijn marktmisbruik actualiseren en de Europese regels voor handel met voorwetenschap en marktmanipulatie verder harmoniseren, waarbij wordt ingespeeld op de veranderende marktsituatie.

2.3 Terwijl de richtlijn marktmisbruik alleen betrekking heeft op financiële instrumenten die op gereglementeerde markten worden verhandeld, wordt het toepassingsgebied in het voorstel uitgebreid tot financiële instrumenten die op nieuwe handelsplatforms en „over the counter” (OTC) verhandeld worden. Daarnaast worden de onderzoeksbevoegdheden en de bevoegdheden tot het opleggen van sancties van de regelgevende autoriteiten uitgebreid en is het de bedoeling dat de administratieve lasten voor kleine en middelgrote emittenten worden verlaagd.

3. Algemene opmerkingen

3.1 Het is een goede zaak dat de Commissie met haar voorstel op de veranderende marktsituatie wil inspelen en de vigerende richtlijn betreffende marktmisbruik wil aanpassen aan de actuele ontwikkelingen. Handel met voorwetenschap en marktmanipulatie zijn nadelig voor het vertrouwen in de marktintegriteit, terwijl dit een essentiële voorwaarde is voor een goed functionerende kapitaalmarkt.

3.2 Uitbreiding van het toepassingsgebied van de huidige regelgeving tot financiële instrumenten die niet op gereglementeerde markten worden verhandeld is zinvol, net zoals het zinvol is om geavanceerde technologie te gebruiken voor de uitvoering van handelsstrategieën, zoals *high frequency trading*. Toch kan dit alleen bijdragen tot waarborging van de marktintegriteit, wanneer duidelijk wordt aangegeven welke effecten precies beoogd worden met de uitbreiding van het toepassingsgebied voor de „over the counter” verhandelde financiële instrumenten en de *high frequency trading* die onder de richtlijn komen te vallen.

3.3 Een grotere harmonisatie van de regels voor handel met voorwetenschap en marktmanipulatie moet worden toegejuicht. Het Comité bekritiseert echter de keuze van de Commissie om haar voorstel te gieten in de vorm van zowel een verordening als een richtlijn inzake marktmisbruik. Dit creëert, met name in het licht van de betrokken algemene strafrechtelijke en constitutionele beginselen, vrijwel zeker de nodige juridische problemen.

4. Bijzondere opmerkingen

4.1 Het Comité kan zich vinden in de uitbreiding van het werkingsgebied van de regeling tot buiten gereglementeerde beurzen om verhandelde financiële instrumenten. In het voorstel wordt evenwel niet aangegeven hoe dat moet gebeuren.

Vaak bestaat er voor die instrumenten geen markt omdat ze alleen maar bilateraal worden verhandeld. Daarom zou het nuttig voor de rechtsbeoefenaars kunnen zijn wanneer de Commissie of de EAEM, bijv. door het uitwerken van voorbeelden, concrete aanwijzingen daarover zouden geven.

4.2 Ook is het er in beginsel mee eens dat geavanceerde technologie voor de uitvoering van handelsstrategieën onder de regelingen betreffende marktmisbruik zouden gaan vallen. Wel dient worden beseft dat de op algoritmen gebaseerde handel niet per se een negatief verschijnsel is. Kredietinstellingen maken namelijk ook voor de afwikkeling van orders van particulieren gebruik van die handelswijze. Daarom moet ook hier de rechtsbeoefenaars concreter duidelijk worden gemaakt wat rechtens is toegestaan. Dus ook in dit verband zou het nuttig zijn wanneer de Commissie of de EAEM met concrete voorbeelden zouden komen.

4.3 De EU moet bij strafrechtelijke regelgeving het subsidiariteitsbeginsel naleven. De huidige regeling is in de vorm van een richtlijn gegoten en daarop valt niets aan te merken. Daarom valt het moeilijk te begrijpen waarom de Commissie nu daarvan is afgestapt: voor de sancties stelt zij een richtlijn voor (MAD) maar voor de strafbare feiten een verordening (MAR), en die heeft rechtstreekse werking in de lidstaten.

4.4 De keuze voor een verordening is voor twijfel vatbaar omdat de voorgestelde regelingen tot veel juridische toepassingsproblemen zouden kunnen leiden en die kunnen, anders dan bij een richtlijn het geval is, niet bij omzetting door de lidstaten worden voorkomen. Maar de bedoeling van het Commissievoorstel is juist om die toepassingsproblemen te vermijden.

4.5 Verder kunnen die problemen ook worden veroorzaakt door onvoldoende nauwkeurigheid van formuleringen en het gebruik van vage rechtsbegrippen. De door sanctienormen veroorzaakte rechtsonzekerheid schaadt algemene grondwettelijke beginselen zoals het beginsel van zekerheid van strafrechtelijke normen (*nulla poena sine lege certa* – zie bijv. artikel 103, lid 2 van de Duitse grondwet, of artikel 25, lid 2, van de *Costituzione Italiana*). Krachtens die voorschriften moet in een norm duidelijk zijn aangegeven wanneer een sanctie aan een gedraging is verbonden. Dit algemeen rechtstatelijk beginsel is ook in artikel 7 van het EVRM neergelegd. Het Comité heeft ten aanzien van de meeste regelingen in het voorstel voor een verordening twijfels of genoemd beginsel wel voldoende wordt nageleefd. Zo wordt in ieder geval in de Duitse rechtsleer reeds de kritiek geuit dat de bestaande regeling aangaande handel met voorwetenschap met teveel onzekerheden is omgeven.

4.6 Rechtsonzekerheid wordt verder in de hand gewerkt door de voorschriften krachtens dewelke de Commissie resp. de EAEM worden gemachtigd om de sanctienormen verder op niveau 2 uit te werken zoals bijv. het geval is in artikel 8, lid 5, van het voorstel voor de MAR. Weliswaar creëert dit artikel geen directe rechtsgevolgen omdat het slechts het begrip

marktmanipulatie definieert, maar toch zou het rechtverdraaiing zijn om een directe sanctiewerking aan dit artikel te ontzeggen. Het voorschrift bevat immers een substantiële definitie voor het delict marktmisbruik en is daarmee per saldo een dwingend bestanddeel van de sanctienorm. Bovendien bevat bijlage I bij de MAR reeds een lijst met indicatoren met betrekking tot de delictomschrijvingen van artikel 8 zodat het nog maar de vraag is of deze op niveau 2 nog verder moeten worden uitgewerkt. Het Comité heeft begrip voor het hieraan ten grondslag liggende streven van de Commissie om voortdurend aanpassingen aan marktontwikkelingen mogelijk te maken en dus de uitwerking van afzonderlijke elementen of aspecten aan haarzelf of aan de EAEM over te laten. Nieuwe marktontwikkelingen kunnen namelijk ook de eisen voor het toezicht veranderen. Maar vanuit rechtstatelijk oogpunt roept de gekozen aanpak van de strafrechtelijke regelingen in kwestie toch bedenkingen op. Bovendien valt uit het samenspel van artikel 8, bijlage I en eventuele verdere uitwerkingen nauwelijks nog op te maken welke gedraging al dan niet strafbaar is.

4.7 Ook bestaat het risico dat de EAEM overbelast wordt. Deze autoriteit moet namelijk niet alleen op basis van het voorstel voor de regeling betreffende marktmisbruik concretisering aanbrengen maar ook op basis van en parallel met het voorstel voor de herziening van Richtlijn 2004/39/EG (MiFID). Daardoor valt te vrezen voor vertragingen en het voortbestaan van onzekerheden.

4.8 Twijfelachtig is voorts de regeling van artikel 11, lid 2, van de voorgestelde MAR betreffende de kring van adressaten. Eenieder die beroepsmatig in financiële instrumenten handelt of bemiddelt is verplicht om mechanismen ter voorkoming of opsporing van marktmisbruik in te voeren.

4.9 Handelaren in financiële instrumenten zijn reeds verplicht tot melding van verdenkingen (artikel 6, lid 9 van de Richtlijn marktmisbruik). De Duitse toezichthouder BaFin heeft medegedeeld dat die meldingen bruikbare aanwijzingen opleveren (zie het BaFin Journal, juli 2011, blz. 6 e.v.) en in aantal geleidelijk toenemen.

4.10 Invoering van systematische opsporingsmechanismen is geschikt om het aantal meldingen te doen toenemen. Een stortvloed van irrelevante meldingen kan evenwel niet de bedoeling van de toezichthouders zijn. In de praktijk schijnt het probleem met schendingen van het verbod op marktmisbruik niet zozeer te zijn dat de toezichthouders geen zicht op de delicten hebben, maar dat het openbaar ministerie meestal niet tot vervolging overgaat of tegen betaling van een geldbedrag seponereert. Wellicht ontbreekt het de nationale vervolgingsautoriteiten aan gespecialiseerde afdelingen.

4.11 Tevens is het ook de vraag of iedere handelaar of bemiddelaar in financiële instrumenten de geschikte persoon is om systemen voor preventie of opsporing van marktmisbruik in te voeren.

4.12 De toezichthouders van de beurzen zouden echter wel een breed overzicht over de nationale handel moeten hebben. Marktmisbruik kan een grensoverschrijdende vorm aanemen en daarom zou het goed zijn wanneer deze toezichthouders hun internationale samenwerking zouden mogen uitbouwen.

4.13 Verder is het met name ook de vraag of kleine en middelgrote kredietinstellingen tot invoering van systematische mechanismen voor preventie en opsporing van marktmisbruik moeten worden verplicht. Die instellingen zouden door die invoering namelijk wel eens overbelast kunnen worden. Zij werken meestal in plattelandsregio's en zijn daar belangrijk voor de dienstverlening aan de burgers en mkb's. Daarmee dragen zij bij tot de stabilisering van het lokale economische gebeuren en bevordering van de lokale werkgelegenheid. Als voorbeeld kunnen hier kredietcoöperaties als de Cajas Rurales in Spanje of de Volks- en Raiffeisenbanken in Duitsland worden genoemd. Kredietinstellingen kunnen de taken van de toezichthouders niet overnemen. De toezichthouders zijn belast met opsporing en vooral beoordeling van gevallen van marktmisbruik.

4.14 Bovendien zou een bijkomende last voor die kleinere instellingen strijden met het doel van de Commissie om met de voorstellen de administratieve rompslomp voor kleine en middelgrote emittenten te verminderen. Dat doel heeft de Commissie, naast andere doelstellingen, niet alleen bij haar voorstellen aangaande marktmisbruik voor ogen gehad maar ook bij het voorstel voor herziening van de Transparantierichtlijn 2004/109/EG. Spectaculaire gevallen van marktmanipulatie die in verband met een bank bekend zijn geworden, werden veroorzaakt door individuele handelaren in investmentbanking, zoals in 2008 door de Fransman Jérôme Kerviel. Uit bekende gevallen van handel met voorwetenschap blijkt dat kredietinstellingen in verband met dit delict eigenlijk geen rol spelen. Daarom zijn de kleinere kredietinstellingen niet de juiste organisaties voor invoering van genoemde mechanismen en het ongedifferentieerde uitgangspunt van artikel 11 van de voorgestelde MAR houdt hier te weinig rekening mee.

4.15 Daarom zou moeten worden overwogen om de handel met betrekking tot marktmisbruik, naar het voorbeeld van een op staatstoezicht gebaseerd model voor vrije beroepen, zelfregulering op te leggen. In een dergelijke structuur zouden de nodige branche- en sectorale kennis ten behoeve van een kwalitatief hoogwaardige en vertrouwenwekkend toezicht geïntegreerd kunnen worden. Dit zou vooral de consumenten ten goede komen, en niet de financiële actoren, die constant naar elkaar liggen te loeren. Zelfregulering tast verworven privileges aan en brengt transparantie.

4.16 Ten slotte: de in het MAD-voortsel voor het VK, Ierland en Denemarken voorziene „opt-out-mogelijkheid” (inleidende overwegingen 20-22) strijden met de doelstelling van juridische harmonisatie. Daarom moet het voorstel worden bijgewerkt. Het VK heeft reeds verklaard, van zijn stemrecht gebruik te maken en in ieder geval voorlopig niet aan de goedkeuring van het voorstel deel te nemen. Hoofdargument daarvoor is dat

de MAD uiteindelijk afhankelijk zal zijn van de uitkomst van de huidige discussie over de MAR en de MiFiD en dat eventuele consequenties momenteel nog niet duidelijk zijn. Enerzijds bevestigt het standpunt van het VK de in het advies geformuleerde bedenkingen ten aanzien van de rechtsonzekerheid die door het

gebruik van vage rechtstermen en de machtiging voor latere uitwerkingen in het leven wordt geroepen. Anderzijds is het standpunt van het VK problematisch met het oog op de nastreefde harmonisatie, omdat het grootste financieel centrum van de Unie (Londen) in het VK ligt.

Brussel, 28 maart 2012

De voorzitter
van het Europees Economisch en Sociaal Comité
Staffan NILSSON
