



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 20.10.2011
SEC(2011) 1218 definitief

WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE

SAMENVATTING VAN DE EFFECTBEOORDELING

Begeleidend document bij

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

en

een voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende strafrechtelijke sancties voor handel met voorwetenschap en marktmanipulatie

{COM(2011) 651 definitief}
{SEC(2011) 1217 definitief}

1. PROBLEEMOMSCHRIJVING

De richtlijn marktmisbruik (Market Abuse Directive, MAD) is erop gericht om het vertrouwen van de beleggers en de marktintegriteit te verhogen door personen die over voorwetenschap beschikken te verbieden om handel te drijven in financiële instrumenten waarop die voorwetenschap betrekking heeft ('handel met voorwetenschap') en door marktmanipulatie via praktijken zoals het verspreiden van geruchten en valse of misleidende berichten en het afsluiten van handelstransacties om de koers op een abnormaal niveau te houden ('marktmanipulatie'), te verbieden.

De MAD creëert een aantal hulpmiddelen om marktmisbruik te voorkomen en op te sporen zoals lijsten van personen met voorwetenschap, verslagen over verdachte transacties en de melding van transacties van leidinggevende personen. Daarnaast verplicht ze uitgevende instellingen van financiële instrumenten die op een gereguleerde markt worden verhandeld ook om zo snel mogelijk alle voorwetenschap waarover ze beschikken openbaar te maken, met beperkte mogelijkheden van uitstel.

Om de handhaving te bevorderen, geeft de richtlijn de nationaal bevoegde instanties de bevoegdheid om onderzoek te doen, administratieve maatregelen te treffen en 'doeltreffende, evenredige en afschrikkende' sancties op te leggen.

De MAD heeft een kader ingevoerd om de hoofdbegrippen en -regels inzake marktmisbruik te harmoniseren en de samenwerking tussen de regulatoren te versterken. Niettemin hebben de diensten van de Commissie een aantal problemen geïdentificeerd die hieronder verder bestudeerd worden.

1.1. **Hiaten in de reglementering van nieuwe markten, platformen en OTC-instrumenten**

Wanneer een financieel instrument wordt toegelaten voor verhandeling op een gereguleerde markt, dan is elke verhandeling van dat instrument gedekt door de MAD, ongeacht of de verhandeling van dat instrument plaatsvindt op een multilaterale handelsfaciliteit (multilateral trading facility, MTF), elektronisch makelaarssysteem ('crossing network') of over the counter (OTC). In geval van handel met voorwetenschap (maar niet in geval van marktmanipulatie) geldt het verbod ook voor financiële instrumenten die niet zijn toegelaten voor verhandeling op een gereguleerde markt, maar waarvan de waarde afhangt van een dergelijk financieel instrument.

Die nadruk op instrumenten die op gereguleerde markten worden verhandeld, is door de marktomstandigheden evenwel achterhaald. Door de toegenomen concurrentie en het gebruik van technologieën is ook het gebruik van MTF's en andere georganiseerde handelsfaciliteiten (zoals crossing networks) voor de verhandeling van instrumenten gestegen. Daarnaast was er ook sprake van een groei in de OTC-markten. Wanneer een instrument niet is toegelaten voor verhandeling op een gereguleerde markt, maar alleen verhandeld wordt op een MTF, een ander type faciliteit of OTC, dan is het niet gedekt door de MAD.

Er was ook bezorgdheid over het feit dat de alsmaar toenemende versnippering van de handel over verschillende markten een doeltreffende handhaving zou kunnen verhinderen en dat de verschillende toezichtnormen afhankelijk van de aard van de plaats van verhandeling aanleiding zouden kunnen geven tot ongelijke mededingingsvoorwaarden. Tot slot heeft de groeiende trend in de richting van geautomatiseerde en high frequency trading (HFT) vragen doen rijzen over de manier waarop de regulatoren toezicht houden op dergelijke soort handel en of de MAD de specifieke strategieën die mogelijk misbruikpraktijken kunnen vormen wel voldoende dekt.

1.2. Hiaten in de reglementering van de markten voor grondstoffen en grondstoffenderivaten

Marktmisbruik kan zich voordoen op alle markten en over alle grenzen heen, wat bijzondere zorgen baart met betrekking tot de markten voor grondstoffen en grondstoffenderivaten omdat de marktintegriteits- en transparantieregels gelden voor de derivatenmarkten, maar niet voor de onderliggende markten.

Momenteel verplicht de MAD financiële toezichthouders niet om rekening te houden met de ontwikkelingen op de fysieke grondstoffenmarkten wanneer ze op de financiële markten toezicht houden met het oog op mogelijk marktmisbruik of om samen te werken en informatie uit te wisselen met regulatoren van fysieke markten in de EU of derde-landen. Dat gebrek aan samenwerking tussen de regulatoren van de fysieke en financiële markten zou de integriteit van beide markten kunnen ondermijnen.

Grondstoffenmarkten zijn niet aan dezelfde marktintegriteits- en transparantieregels voor verhandeling onderworpen als financiële markten. Derivatenhandel waarbij de koers van de financiële instrumenten verstoord wordt, is verboden. Derivatenhandel waarbij de koersen van de onderliggende fysieke markten verstoord worden en handel op fysieke markten die de koersen van de financiële instrumenten verstoort, zijn evenwel niet gedekt door de huidige definitie van marktmanipulatie. De regulatoren maken zich zorgen over het gebruik van de derivatenmarkten voor het manipuleren van de onderliggende grondstoffenmarkten.

Daarenboven zijn er geen algemene regels die bepalen welke informatie meegedeeld moet worden op de grondstoffenmarkten en is het gebrek aan transparantie van fundamentele informatie over de grondstoffenmarkt zorgwekkend. Dat is een probleem voor beleggers op de grondstoffenderivatenmarkten omdat de waarde van een derivaat grotendeels bepaald wordt door het onderliggende instrument of de onderliggende grondstof. Het is ook een probleem voor de toezichthouders, die de transacties op die markten niet kunnen onderzoeken naar mogelijk misbruik.

1.3. Regulatoren kunnen niet doeltreffend handhaven

Allereerst missen de regulatoren enkele van de noodzakelijke bevoegdheden om marktmisbruik op te sporen, zoals het ontvangen van verslagen over verdachte transacties in OTC-derivaten, hoewel die gebruikt kunnen worden voor marktmisbruik. In sommige lidstaten kunnen de regulatoren van de telecomoperatoren geen overzichten van bestaande telefoongegevens krijgen die noodzakelijk zijn als bewijs bij het onderzoeken en bestraffen van marktmisbruik,

vooral bij handel met voorwetenschap. Daardoor kunnen specifieke marktmisbruiken die onderworpen zijn aan administratieve sancties ongeïdentificeerd en onbestraft blijven. Toegang tot die gegevens wordt beschouwd als essentieel voor het uitvoeren van de onderzoeks- en handhavingstaken van de financiële regulatoren. Sommige regulatoren kunnen geen toegang krijgen tot privélokalen en kunnen geen documenten in beslag nemen. Daarnaast kan de regulatoren ook de toegang ontzegd zijn tot belangrijke primaire informatie over verdachte transacties die klokkenluiders hebben verschaft, omdat die informatiebronnen geen stimulansen krijgen of onvoldoende beschermd zijn. Bovendien hebben de regulatoren niet de nodige middelen om 'pogingen tot marktmanipulatie' aan te pakken, wanneer iemand probeert de markt te manipuleren maar daar niet in slaagt.

Ten tweede hebben niet alle bevoegde instanties alle sanctionerende bevoegdheden om ervoor te zorgen dat ze op alle misbruiken met de juiste sanctie kunnen reageren. Zo beschikken de bevoegde instanties in acht lidstaten niet over de mogelijkheid om de vergunning in te trekken in geval van schendingen. Voorts kan in sommige lidstaten het niveau van de administratieve boetes als laag en onvoldoende afschrikkend worden beschouwd. Wanneer de winsten van een marktmisbruik hoger zijn dan de verwachte sancties, wordt het afschrikkende effect van de sancties ondermijnd. Bovendien publiceren niet alle bevoegde instanties de sancties die opgelegd kunnen worden, wat een belangrijke factor is voor een doeltreffende handhaving. Tot slot zijn in sommige lidstaten strafrechtelijke sancties, die een aanzienlijk afschrikkend effect hebben, niet beschikbaar voor bepaalde schendingen met betrekking tot handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. Dat verschil ondermijnt de interne markt, laat speelruimte voor regelgevingsarbitrage en bemoeilijkt de grensoverschrijdende samenwerking van rechtshandhavende instanties.

1.4. Tekort aan duidelijkheid en juridische zekerheid

De MAD omvat een aantal opties en vrije keuzes, alsook bepalingen die ruimte laten voor interpretatie bij de praktische toepassing. Die afwijkingen en ambiguïteiten hebben geresulteerd in verschillen in de regels die in de lidstaten van toepassing zijn. Het De Larosière-rapport heeft opties en vrije keuzes aangewezen als een reden voor concurrentievervalsing en regelgevingsarbitrage, en dus als een belemmering van de doeltreffende werking van de interne markt. Dit punt heeft vooral betrekking op het begrip van gebruikelijke marktpraktijken (accepted market practices, AMP's), de openbaarmaking van voorwetenschap door uitgevende instellingen en de plicht van de leidinggevenden van uitgevende instellingen om hun transacties in financiële instrumenten te melden.

1.5. Onevenredige administratieve druk op uitgevende instellingen, vooral kmo's

Er is bezorgdheid over het feit dat weinig kmo's proberen hun kapitaal te verhogen via de effectenmarkten, deels omdat de initiële en permanente kosten van een notering groter zijn dan de voordelen en omdat de EU-wetgeving voor de kmo's een te hoge drempel vormt voor toegang tot de financiële markten. Als de MAD zonder enige aanpassing zou worden uitgebreid tot MTF's, zouden kmo's die op dergelijke markten noteren hogere kosten moeten dragen dan momenteel het geval is, omdat de kmo-markten in een aantal lidstaten een aangepaste regeling voor kmo's hanteren om hun kosten laag te houden. In dit verband hebben belanghebbenden vooral de

verplichtingen tot het openbaar maken van koersgevoelige informatie, het opstellen van lijsten van personen met voorwetenschap en het melden van transacties van leidinggevende personen als bijzonder problematisch geïdentificeerd. Die verplichtingen zouden aanzienlijke kosten en administratieve lasten met zich meebrengen voor de kleinere beursgenoteerde bedrijven.

2. BASISSCENARIO EN SUBSIDIARITEIT

Indien er geen actie ondernomen wordt op EU-niveau zal een gecoördineerde reactie op de voormelde problemen waarschijnlijk achterwege blijven en zullen deze problemen zich in de toekomst herhalen. Het gevolg zou zijn dat sommige markten en transacties niet onderworpen zouden zijn aan de regels inzake marktmisbruik, dat sommige misbruiken onbestraft zouden blijven of onvoldoende bestraft zouden worden en dat de administratieve lasten die voortvloeien uit de verschillen in de nationale wetgeving blijven bestaan. Hoewel alle voormelde problemen grote gevolgen hebben voor elke afzonderlijke lidstaat, kan de algehele impact ervan pas echt in een grensoverschrijdende context worden begrepen. Reden hiervoor is dat marktmisbruik zich kan voordoen om het even waar het instrument genoteerd is, of over the counter, waardoor het risico dat nationale reacties op marktmisbruik omzeild worden of ondoeltreffend zijn wegens het gebrek aan actie op EU-niveau, reëel is. Bovendien is een consistente aanpak essentieel om regelgevingsarbitrage te voorkomen. Gelet daarop lijkt een EU-optreden passend in de zin van het subsidiariteitsbeginsel.

Volgens het evenredigheidsbeginsel moet elke tussenkomst doelgericht zijn en niet verder gaan dan hetgeen noodzakelijk is om de doelstellingen te verwezenlijken. Dat beginsel was leidend gedurende het proces, zowel bij de vaststelling van alternatieve opties als bij de analyse en vergelijking van opties.

3. DOELSTELLINGEN

In het licht van de analyse van het voormelde probleem heeft de herziening van de richtlijn marktmisbruik de algemene doelstellingen om de marktintegriteit en de bescherming van de belegger te verbeteren en daarbij te streven naar één regelgeving en gelijke mededingingsvoorwaarden en verhoging van de aantrekkelijkheid van de effectenmarkten voor kapitaalverhogingen voor kmo's.

Om die algemene doelstellingen te verwezenlijken, moeten de volgende meer specifieke beleidsdoelstellingen worden gerealiseerd:

- (1) ervoor zorgen dat de reglementering gelijke tred houdt met de marktontwikkelingen;
- (2) een doeltreffende handhaving van de regels inzake marktmisbruik garanderen;
- (3) de doeltreffendheid van de reglementering inzake marktmisbruik verbeteren door meer duidelijkheid en rechtszekerheid te verschaffen;
- (4) de administratieve lasten waar mogelijk verminderen, vooral voor kmo's.

4. BELEIDSOPTIES

De beleidsopties zijn gegroepeerd volgens de operationele doelstellingen die voortvloeien uit de bovenvermelde specifieke doelstellingen.

4.1. Marktmisbruik op gereguleerde markten, platformen en OTC-transacties voorkomen

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – de regels inzake marktmisbruik uitbreiden tot Credit Default Swaps (CDS).
- (3) Optie 3 – de regels inzake marktmanipulatie uitbreiden tot OTC-instrumenten.
- (4) Optie 4 – de regels inzake marktmisbruik uitbreiden tot instrumenten die enkel toegelaten zijn voor verhandeling op MTF's.
- (5) Optie 5 – de regels inzake marktmisbruik uitbreiden tot instrumenten die enkel toegelaten zijn voor verhandeling op andere handelsfaciliteiten (andere dan MTF's).
- (6) Optie 6 – de regels inzake marktmisbruik uitbreiden tot (bilateraal) OTC verhandelde instrumenten.
- (7) Optie 7 – het toezicht op HFT's verbeteren.
- (8) Optie 8 – het toezicht op beleggingsmaatschappijen die actief zijn op handelsfaciliteiten zoals MTF's, verbeteren.

4.2. Marktmisbruik op markten voor grondstoffen en grondstoffenderivaten

- (1) Optie 1 – geen EU-actie
- (2) Optie 2 – de definities van voorwetenschap en marktmanipulatie uitbreiden om spotcontracten voor grondstoffen daarin op te nemen
- (3) Optie 3 – voorwetenschap met betrekking tot grondstoffenderivaten
- (4) Optie 4 – verplichting voor handelaars op spotmarkten om informatieverzoeken van bevoegde instanties te beantwoorden
- (5) Optie 5 – internationale samenwerking tussen regulatoren van financiële en fysieke markten bevorderen
- (6) Optie 6 – uitgevende instellingen van grondstoffenderivaten verplichten om koersgevoelige informatie te publiceren
- (7) Optie 7 – marktmanipulatie voor grondstoffenderivaten verduidelijken

4.3. Ervoor zorgen dat de regulatoren over de vereiste informatie en bevoegdheden beschikken met het oog op een doeltreffende handhaving

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – rapportering van verdachte orders en OTC-transacties invoeren.
- (3) Optie 3 – pogingen tot marktmanipulatie voorkomen.
- (4) Optie 4 – de toegang tot informatie en overzichten van data- en telefoonverkeer van telecomoperatoren garanderen om marktmisbruik te onderzoeken en te bestraffen, behoudens een gerechtelijk bevelschrift.
- (5) Optie 5 – de toegang tot privélokalen garanderen voor het in beslag nemen van documenten om marktmisbruik te onderzoeken en te bestraffen, behoudens een gerechtelijk bevelschrift.
- (6) Optie 6 – klokkenluiders bescherming en stimulansen bieden.

4.4. Consistente, doeltreffende en afschrikkende sancties garanderen

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – gemeenschappelijke minimumregels voor administratieve maatregelen en sancties.
- (3) Optie 3 – uniforme administratieve maatregelen en sancties.
- (4) Optie 4 – vereisen van strafrechtelijke sancties.
- (5) Optie 5 – gemeenschappelijke minimumregels voor strafrechtelijke sancties.
- (6) Optie 6 – verbeterde handhaving van sancties.

4.5. Opties en vrije keuzes verminderen of elimineren

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – gebruikelijke marktpraktijken harmoniseren.
- (3) Optie 3 – gebruikelijke marktpraktijken afschaffen en bestaande praktijken geleidelijk elimineren.

4.6. Bepaalde hoofdbegrippen toelichten

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – voorwaarden van uitgestelde openbaarmaking van voorwetenschap verduidelijken.
- (3) Optie 3 – rapportering van uitgestelde openbaarmaking van voorwetenschap.

- (4) Optie 4 – voorwaarden voor uitgestelde openbaarmaking in geval van systemisch belang bepalen.
- (5) Optie 5 – openbaarmaking van transacties van leidinggevende personen verduidelijken.

4.7. Administratieve lasten verminderen, vooral voor kmo's

- (1) Optie 1 – geen EU-actie.
- (2) Optie 2 – kmo-regeling voor de openbaarmaking van voorwetenschap.
- (3) Optie 3 – vrijstelling voor kmo's met betrekking tot de openbaarmaking van voorwetenschap.
- (4) Optie 4 – lijsten van personen met voorwetenschap harmoniseren.
- (5) Optie 5 – vrijstelling voor kmo's met betrekking tot lijsten van personen met voorwetenschap.
- (6) Optie 6 – melding van transacties van leidinggevende personen afschaffen.
- (7) Optie 7 – vereisten inzake de melding van transacties van leidinggevende personen harmoniseren met een verhoogde drempel voor alle uitgevende instellingen, inclusief kmo's.
- (8) Optie 8 – kmo-regeling voor de melding van transacties van leidinggevende personen.

5. BEOORDELING VAN DE EFFECTEN VAN DE VORKEURSOPTIES

De verschillende beleidsopties werden getoetst aan de hand van criteria zoals doeltreffendheid en efficiëntie bij het verwezenlijken van de desbetreffende doelstellingen. De vergelijking van de beleidsopties leidde tot de volgende conclusies:

- *gereguleerde markten, platformen en OTC--transacties*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 3, 4, 5, 7 en 8. De combinatie van de opties 4, 5 en 8 zou voor gelijke mededingingsvoorwaarden en een hoog niveau van beleggersbescherming en marktintegriteit voor financiële instrumenten zorgen, ongeacht de plaats van verhandeling waartoe ze toegelaten zijn. De combinatie van de opties 2 en 3 zou ervoor zorgen dat marktmanipulatie van onderliggende instrumenten door middel van OTC-derivaten zoals CDS's eveneens duidelijk verboden zou zijn. Optie 7 zou het voor regulatoren eenvoudiger maken om manipulatieve praktijken via high frequency trading op te sporen en te bestraffen.
- *grondstoffenderivaten*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 3, 4, 5, en 7. De combinatie van die opties zal de bestaande definities en verbodsbepalingen verduidelijken en ervoor zorgen dat alle instrumentoverschrijdende manipulatieve strategieën volledig gedekt zijn en zo aan beleggers gelijke mededingingsvoorwaarden aanbieden. Wat betreft kosten

kan hedging duurder worden voor producenten en zullen de toezichthouders moeten investeren in extra middelen voor het verwerken en opvolgen van gegevens. Wat de voordelen betreft, zal het voor de beleggers duidelijk zijn welke informatie ze mogen verwachten en hoe ze zich moeten gedragen op de derivatenmarkten.

- *Bevoegdheden van de regulatoren*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 3, 4, 5 en 6. De combinatie van die opties zal ervoor zorgen dat de regulatoren de juiste bevoegdheden hebben om marktmisbruik op te sporen, meer bepaald door de opsporing van verdachte OTC-transacties en orders te vergemakkelijken en pogingen tot marktmanipulatie te bestraffen. Het pakket zal ervoor zorgen dat wanneer er een redelijk vermoeden van marktmisbruik bestaat, de bevoegde instanties de bevoegdheid hebben om overzichten van gegevens inzake telefoonverkeer van telecomoperatoren in te zien en om privélokalen te betreden, met inachtneming van de nodige waarborgen, overeenkomstig de e-Privacyrichtlijn en het Handvest van de grondrechten. Tot slot zal het pakket de opsporing verbeteren door klokkenluiders te beschermen tegen vergelding en ze stimulansen aan te bieden.
- *Sancties*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 4 en 6. Die opties, die elkaar versterken, zullen doeltreffende, evenredige en afschrikkende sancties in het kader van marktmisbruik garanderen. Overeenkomstig artikel 83, lid 2, van het Verdrag (VWEU) wordt de verplichte invoering van strafrechtelijke sancties voor feiten inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, zoals gedefinieerd op niveau van de Unie, als essentieel en evenredig beschouwd voor de werking van de interne markt.
- *Opties en vrije keuzes*: de voorkeursoptie is optie 3. De tenuitvoerlegging van die optie zou de juridische onzekerheid verminderen, het toepasselijke wettelijke kader verduidelijken en zou een stap voorwaarts zijn naar de invoering van een enkele regelgeving in de EU.
- *Hoofdbegrippen*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 3, 4 en 5. Een combinatie van die opties zou meer juridische zekerheid garanderen met betrekking tot de uitgestelde openbaarmaking en transacties van leidinggevende personen en tegelijkertijd een optie in de Richtlijn elimineren.
- *Kmo's / administratieve lasten*: de voorkeursoptie is een combinatie van de opties 2, 4, 5 en 7. Die vier opties zouden de administratieve lasten in verband met aan de aan de uitgevende instelling gerelateerde vereisten van het marktmisbruikkader aanzienlijk verminderen en zouden voor kmo's een specifieke regeling inzake marktmisbruik invoeren met een verminderde administratieve last voor die kmo's.

6. TOEZICHT EN EVALUATIE

De Commissie zal toezicht houden op de manier waarop de lidstaten de veranderingen voorgesteld in het wetgevingsinitiatief inzake marktmisbruik toepassen. De gevolgen van de toepassing van de wetgevende maatregel zouden drie jaar na de inwerkingtreding van de wetgevende maatregelen kunnen worden geëvalueerd in de context van een verslag aan de Raad en het Parlement. Dat verslag zou kunnen worden gebaseerd op gegevens van de

nationale bevoegde instanties over sancties voor marktmisbruik en een verslag van de EAEM over de ervaring die de regulatoren hebben opgedaan.