

# Inkoop van eigen aandelen door beursvennootschappen

Bb 2018/18

Een aangescherpt kader onder de Europese Verordening marktmisbruik.

## 1. Inleiding

Wie recente nieuwsberichten uit de *Financial Times* of Het Financieele Dagblad er op na slaat, zal zien dat in 2017 beursgenoteerde ondernemingen vaker de stap hebben gezet om een inkoopprogramma van eigen aandelen op te starten. Nu de financiële crisis aan zijn eind lijkt te zijn gekomen, en veel beursgenoteerde ondernemingen een goed gevulde kas hebben, lijkt de inkoop van eigen aandelen weer in zwang te raken.

De motieven voor de inzet van dit middel verschillen per uitgevende instelling. Een inkoop van eigen aandelen kan echter een – bedoeld of onbedoeld – effect hebben op de aandelenkoers van de uitgevende instelling. In bepaalde gevallen zou een inkoop van eigen aandelen daarom onder het in de Europese Verordening Marktmisbruik (ofwel: *Market Abuse Regulation* (hierna: MAR)<sup>2</sup>) geformuleerde marktmanipulatieverbod<sup>3</sup> kunnen vallen. Bij een inkoop van eigen aandelen over een langere periode kan de uitgevende instelling zich daarnaast geconfronteerd zien met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.<sup>4</sup>

De MAR is met ingang van 3 juli 2016 rechtstreeks van toepassing in elke lidstaat van de Europese Economische Ruimte. De vervanging van de (oude) Richtlijn Marktmisbruik door de MAR was ingegeven door de ontwikkeling van de financiële markten sinds 2003. Bovendien liet de financiële crisis zien hoe belangrijk marktintegriteit is. De MAR is gericht op het waarborgen van deze marktintegriteit en actualiseert en harmoniseert het bestaande marktmisbruik-kader met het uiteindelijke doel de goede werking van de financiële markten te bevorderen en de belegger beter te beschermen.<sup>5</sup>

De belangrijkste geboden en verboden die vóór de inwerkingtreding van de MAR golden, zijn onder het MAR-regime onveranderd gebleven; zo geldt een verbod op het gebruik van voorwetenschap, een tipverbod en een verbod tot marktmanipulatie. Evenals het geval was onder de (oude) Richtlijn Marktmisbruik, erkent de Europese wetgever ook in de MAR de economische relevantie van inkoopprogramma's. Om die reden is in de MAR en in de op de MAR gebaseerde lagere regelgeving voorzien in een regime waarbij

onder strikte voorwaarden de inkoop van eigen aandelen is uitgezonderd van het marktmanipulatieverbod en het verbod op het gebruikmaken van voorwetenschap.

In dit artikel bespreek ik vanuit een praktisch perspectief de uitzondering op het marktmisbruikverbod die op grond van art. 5 MAR geldt voor de inkoop van eigen aandelen door uitgevende instellingen. Vooropgesteld moet echter worden dat ook zonder gebruikmaking van deze zogeheten *safe harbour* voor terugkoopprogramma's een uitgevende instelling kan overgaan tot de inkoop van eigen aandelen. In dat geval moet zij echter wel voortdurend rekening houden met de verbodsbepalingen die in de MAR zijn opgenomen.<sup>6</sup> De uitgevende instelling zal in dat geval dus voor iedere inkooptransactie opnieuw moeten vaststellen dat zij niet over blokkerende voorwetenschap beschikt en dat de inkooptransacties geen manipulatief karakter hebben. In veel gevallen zal dit praktisch lastig of zelfs onmogelijk zijn. Uitgevende instellingen die tot een inkoop van eigen aandelen overgaan zullen daarom veelal gebruik wensen te maken van de *safe harbour*. Dit geldt temeer gelet op de draconische sancties die in geval van een overtreding van de verbodsbepalingen van de MAR gelden (zie paragraaf 1.2 van dit artikel).

Van belang is overigens dat de *safe harbour*-regeling uitgevende instellingen die ervoor in aanmerking komen gezinsvrijstelt van de naleving van de vennootschapsrechtelijke inkoopbepalingen met betrekking tot de verkrijging van eigen aandelen.

Ik bespreek eerst de economische beginselen van de inkoop van eigen aandelen en de gevolgen die een inkoop van eigen aandelen kan hebben op de koersvorming. Daarna sta ik kort stil bij de sancties die gelden in geval van een overtreding van de verbodsbepalingen van de MAR. Vervolgens bespreek ik de relevante verbodsbepalingen uit de MAR en de kern van de uitzondering waarin art. 5 MAR voorziet. Daarna sluit ik af met de voorwaarden waaraan een inkoop van eigen aandelen vanuit een financieel toezichtrechtelijk perspectief moet voldoen en welke praktische stappen een uitgevende instelling dient te zetten, voordat zij met gebruikmaking van de *safe harbour* tot de inkoop van eigen aandelen kan overgaan.

### 1.1 Waarom gaat een uitgevende instelling over tot de inkoop van eigen aandelen?

Bij een inkoop van eigen aandelen koopt de uitgevende instelling op de markt aandelen in de eigen onderneming. In veel gevallen worden de aandelen vervolgens ingetrokken. In feite is sprake van het spiegelbeeld van een uitgifte van aandelen: bij een uitgifte wordt extra kapitaal aangetrok-

1 Mr. R.P. Vrolijk is advocaat bij Stibbe.

2 Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (Verordening marktmisbruik) en houdende intrekking van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijnen 2003/124, 2003/125/EG en 2004/72/EG van de Commissie.

3 Art. 15 MAR.

4 Art. 14 MAR.

5 *Nieuwe Europese Verordening marktmisbruik van toepassing*, <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2016/jul/nw-europese-verordening-mar>.

6 Vgl. overweging 12 MAR: "Handel in eigen aandelen in het kader van terugkoopprogramma's en de stabilisatie van financiële instrumenten die niet voor de krachtens art. 3 [MAR] toegestane uitzondering op de verbodsbepalingen van deze verordening in aanmerking komen, dienen op zich niet als marktmisbruik te worden beschouwd."

ken vanuit de markt, terwijl bij een inkoop kapitaal wordt “teruggegeven” aan de aandeelhouders.

Een uitgevende instelling beslist om verschillende redenen voor de inkoop van eigen aandelen.

Aan een inkoop zijn verschillende voordelen verbonden: zo stijgt – bij gelijkblijvende winst – de winst per aandeel. Dit vooruitzicht kan een positieve invloed hebben op de koers van het aandeel. Omdat sommige aandeelhouders een inkoop zien als een gebrek aan groeivisie (de kasmiddelen worden niet aangewend voor herinvesteringen in bijvoorbeeld onderzoek en ontwikkeling), kan een inkoop anderzijds ook een nadelig effect hebben op de uitgevende instelling.

Het risico bestaat dat een inkoopprogramma wordt aangemerkt als marktmisbruik, dat wil zeggen: als marktmanipulatie (art. 15 MAR). De kans bestaat immers dat door een inkoopprogramma aan te kondigen of uit te voeren, de uitgevende instelling een effect op de koersbeweging van haar eigen aandelen bewerkstelligt; de met een inkoopprogramma gepaard gaande transacties kunnen onjuiste of misleidende signalen afgeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van de aandelen van de uitgevende instelling, of de aandelenkoers van de uitgevende instelling op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen en aldus op grond van art. 12 MAR als marktmanipulatie kwalificeren. Daarnaast kan een uitgevende instelling het verbod om gebruik te maken van voorwetenschap (art. 14 MAR) overtreden, indien zij ten tijde van het aangaan van de inkooptransactie over voorwetenschap beschikt.

Een uitgevende instelling zal daarom steeds rekening moeten houden met de verbodsbepalingen uit de MAR, wanneer zij overgaat tot het inkopen van eigen aandelen.

### 1.2 Sancties in geval van overtreding van de MAR

De Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) voorziet in een aantal handhavingsbevoegdheden voor de AFM. Overeenkomstig het Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten (het Besluit) kunnen deze handhavingsbevoegdheden ook door de AFM worden uitgeoefend in geval van een overtreding van voorschriften uit de MAR.<sup>7</sup> Op grond van het Besluit kan de AFM (i) een bestuurlijke boete, (ii) een last onder dwangsom, en/of (iii) een aanwijzing opleggen aan een marktpartij die het marktmanipulatieverbod overtreedt.

Indien de AFM een bestuurlijke boete oplegt wegens overtreding van de MAR dient zij daarbij de in de bijlage bij het Besluit genoemde boetecategorieën toe te passen. Overtreding van art. 14 MAR (het verbod om gebruik te maken van voorwetenschap) en art. 15 MAR (het marktmanipulatieverbod) zijn beide overtredingen van de derde boetecategorie. Voor elke boetecategorie bepaalt art. 1:81 lid 2 Wft een bandbreedte waarbinnen de boete dient te worden bepaald. Deze bandbreedte loopt steeds vanaf nihil tot een maximumbedrag. Voor de derde boetecategorie is het maximum boetebedrag op € 5.000.000 gesteld. De vaststelling van de hoogte van een boete van de derde categorie geschiedt in

een concreet geval aan de hand van een basisbedrag dat in het midden van de bandbreedte is vastgesteld (€ 2.500.000 voor een boete van de derde categorie).

In een bijzonder geval kan het boetebedrag echter oplopen tot ten hoogste 10 procent van de netto-omzet van de uitgevende instelling.<sup>8</sup> Dat is het geval indien de netto-omzet van de uitgevende instelling meer bedraagt dan € 100 miljoen.

In een uiterst geval kan de AFM zelf een bestuurlijke boete opleggen van ten hoogste driemaal het bedrag van het voordeel dat de overtreder door de overtreding heeft verkregen.<sup>9</sup> Hoff wijst erop dat toepassing van deze bepaling in aanmerking zou kunnen komen indien een temporeel verband bestaat tussen de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap en het verrichten van een transactie in financiële instrumenten door de uitgevende instelling (bijvoorbeeld bij de uitvoering van een inkoopprogramma).<sup>10</sup>

In geval een uitgevende instelling het marktmanipulatieverbod of het verbod op gebruikmaking van voorwetenschap overtreedt, kan de AFM overigens niet alleen een bestuurlijke boete opleggen aan de desbetreffende uitgevende instelling, maar ook aan de opdrachtgevers van en feitelijk leidinggevers aan deze overtreding. Dit is een extra reden voor bestuurders van een uitgevende instellingen om zorgvuldig te werk te gaan bij het voornemen tot, of uitvoeren van een inkoopprogramma.

De AFM zal een eventueel boetebesluit tot slot openbaar maken.<sup>11</sup> Een dergelijke openbaarmaking kan grote reputationele gevolgen hebben voor de betrokkenen.

### 1.3 Uitzondering voor inkoop in het kort

De inkoop van aandelen bestaat uit twee opvolgende fases: (i) de aankondiging van de voorgenomen inkoop en (ii) de daadwerkelijke inkoop.

De aankondiging door de uitgevende instelling dat een inkoopprogramma wordt opgestart, heeft een impact op de koers van de aandelen van deze uitgevende instelling en zal in de meeste gevallen leiden tot een koersstijging.

Een Nederlandse uitgevende instelling die zijn onderneming drijft vanuit een naamloze vennootschap zal op grond van art. 2:98 BW de toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders (ava) nodig hebben en moeten voldoen aan de eisen die dit artikel aan een inkoop stelt, voordat daadwerkelijk tot inkoop kan worden overgegaan.

Na verkrijging van de toestemming van de ava en het verkrijgen van een volmacht van de ava om over te gaan tot het inkopen van aandelen, kan de naamloze vennootschap overgaan tot het inkopen van aandelen. Een dergelijke volmacht heeft een beperkte levensduur. Op grond van art. 2:98 lid 4 BW kan een beursvennootschap gedurende maximaal 18 maanden eigen aandelen inkopen op basis van de volmacht. Dit biedt de vennootschap enige ruimte om op een voor

<sup>7</sup> Art. 2 Besluit uitvoering EU-verordeningen financiële markten.

<sup>8</sup> Art. 1:82 lid 1 Wft.

<sup>9</sup> Art. 1:83 Wft, in afwijking van art. 1:81 Wft.

<sup>10</sup> Zie: G.T. Hoff, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmissbruik’, *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016, nr. 12, p. 522-523.

<sup>11</sup> Art. 1:97 t/m 1:99 Wft.

haar gunstig moment over te gaan tot de daadwerkelijke inkoop van aandelen. De inkoop van aandelen in de tweede fase leidt kan een manipulatief karakter hebben, omdat de transacties onjuiste of misleidende signalen kunnen afgeven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van de aandelen van de uitgevende instelling, of de aandelenkoers van de uitgevende instelling op een abnormaal of kunstmatig niveau brengen.<sup>12</sup> In het laatste geval kan specifiek sprake zijn van 'ongedekte koersdruk' (de situatie waarbij een marktpartij onvoldoende informatie heeft om de koersdruk te verantwoorden).<sup>13</sup>

Gelet op de impact die de inkoop in de verschillende fases kan hebben op de koers van de uitgevende instelling én de wenselijkheid te voorzien in een mogelijkheid tot terugkoopprogramma's, is in art. 5 MAR voorzien in een uitzondering op het verbod op marktmanipulatie. In een Gedelegeerde Verordening zijn de cumulatieve eisen waaraan een dergelijke inkoop moet voldoen, verder uitgewerkt.<sup>14</sup>

Kort gezegd gaat het om adequate berichtgeving over (het verloop van) het inkoopprogramma en eisen die worden gesteld aan de uitvoering van het programma. De uitzondering ziet op de *tweede* fase van het inkoopprogramma: er geldt dus geen *safe harbour* in de fase waarin het inkoopprogramma door de uitgevende instelling wordt aangekondigd. Gelet op de draconische gevolgen die een overtreding van de MAR voor de uitgevende instelling en haar feitelijk leidinggevers kan hebben, zullen de bij een inkoopprogramma betrokken partijen in veel gevallen gebruik willen maken van de *safe harbour*.

#### 1.4 De juridische grenzen van de uitzondering

Uit het voorgaande volgde dat een terugkoopprogramma enerzijds legitieme doelen kan dienen. Anderzijds is vanuit een marktintegriteitsperspectief een inkoopprogramma ook niet zonder risico's: met de aankondiging over te gaan tot een inkoop van aandelen of met een daadwerkelijke inkooptransactie kan het bestuur de koers van haar eigen uitgevende instelling beïnvloeden. Dergelijke transacties kunnen aldus een manipulatief karakter hebben.<sup>15</sup> Van belang is te bekijken in welke gevallen op grond van de MAR de *safe harbour* uitzondering geldt en aan welke eisen moeten worden voldaan, wil een uitgevende instelling hier gebruik van maken.

Art. 5 MAR bepaalt dat het verbod op het gebruik van voorwetenschap en het marktmanipulatieverbod niet van toepassing zijn op de handel in eigen aandelen in het kader van terugkoopprogramma's indien:

- (a) de volledige details van het programma voorafgaand aan het begin van de handel openbaar worden gemaakt;

<sup>12</sup> Art. 12 MAR jo. art. 15 MAR.

<sup>13</sup> Art. 12 MAR. Zie voor een beschrijving onder het oude Marktmissbruikregime eveneens: M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, p. 106-113 en p. 289.

<sup>14</sup> GEDELEGEERDE VERORDENING (EU) 2016/1052 VAN DE COMMISSIE van 8 maart 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met technische reguleringsnormen voor de voorwaarden voor terugkoopprogramma's en stabilisatiemaatregelen.

<sup>15</sup> Vgl. art. 12 MAR.

- (b) bij de bevoegde toezichthouder wordt gemeld dat de handel onderdeel uitmaakt van het terugkoopprogramma en vervolgens openbaar wordt gemaakt;
- (c) passende limieten met betrekking tot de koers en het volume worden nageleefd, en
- (d) de terugkoop wordt uitgevoerd om één van de volgende doelstellingen te realiseren:
  - (i) het verminderen van kapitaal van de uitgevende instelling;
  - (ii) het nakomen van verplichtingen die voortkomen uit schuldinstrumenten die vervangen kunnen worden door eigenvermogensinstrumenten; of
  - (iii) het nakomen van verplichtingen die voortkomen uit aandelenoptieprogramma's of andere toewijzingen van aandelen aan werknemers of leidinggevenden of leden van toezichthoudende organen van de uitgevende instelling of een gelieerde onderneming,

en

voldaan wordt aan de voorwaarden als opgenomen in de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/1052.

Ervan uitgaande dat de AFM de bevoegde toezichthouder van de desbetreffende naamloze vennootschap is, moet de uitgevende instelling de AFM in kennis stellen van alle transacties in het kader van terugkoopprogramma's (waarbij specifieke informatie moet worden overgelegd), om van de uitzondering gebruik te kunnen maken.<sup>16</sup>

Om de consistente harmonisatie van deze uitzondering te garanderen, heeft de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) technische reguleringsnormen opgesteld waarin de eisen staan waaraan een uitgezonderd terugkoopprogramma zal moeten voldoen. Daarbij moet worden gedacht aan handelsvoorwaarden, beperkingen betreffende tijd en volume van het terugkoopprogramma, openbaarmakings- en rapporteringsverplichtingen en koersvoorwaarden. Deze eisen zijn nader uitgewerkt in de art. 2-4 van de Gedelegeerde Verordening: (EU) 2016/1052.<sup>17</sup> In het navolgende bespreek ik de verschillende voorwaarden uit MAR en Gedelegeerde Verordening waaraan het terugkoopprogramma vanuit een praktisch perspectief moet voldoen.

##### 1.4.1 Openbaarmakingsverplichtingen

Om in aanmerking te komen voor de *safe harbour* uitzondering, moet de uitgevende instelling de volgende informatie openbaar maken middels een persbericht:

- (a) het doel van het programma;
- (b) het maximale geldbedrag dat aan het terugkoopprogramma is toegewezen;
- (c) het maximale aantal aandelen dat kan worden verworven;
- (d) de periode waarvoor de goedkeuring voor het programma door de ava is verleend (de 'duur van het programma').

<sup>16</sup> Art. 26 lid 1 tot en met 3 van Verordening (EU) nr. 600/2014 jo. art. 5 lid 3 MAR.

<sup>17</sup> Zie voetnoot 8.

Als gedurende de looptijd van het programma wijzigingen optreden, dient de uitgevende instelling ook deze wijzigingen openbaar te maken middels een persbericht.

#### 1.4.2 Rapportageverplichtingen

De uitgevende instelling moet op nauwgezette wijze de transacties die worden verricht in het kader van het terugkoopprogramma registreren en deze mededelen aan de AFM. Deze rapportage moet uiterlijk op de zevende handelsdag na de transactie worden verricht middels een 'geaggregeerde rapportage', waarin het totale volume en de gewogen gemiddelde koers per dag en per handelsplatform waarop de aandelen zijn ingekocht staan vermeld.

De transacties die zijn verricht onder het terugkoopprogramma moeten daarnaast middels een persbericht openbaar worden gemaakt aan de markten en worden gepubliceerd op de eigen website van de uitgevende instelling. Deze gegevens moeten tot ten minste vijf jaar na de datum van de openbaarmaking beschikbaar blijven voor het publiek.

Meestal gebeurt de rapportage in een standaard Excel-format.<sup>18</sup>

#### 1.4.3 Handelsvoorwaarden

Ook aan de handel in eigen aandelen stelt de Gedelegeerde Verordening strikte eisen. De transacties met betrekking tot het aankoopprogramma moeten aan de volgende voorwaarden voldoen:

- (a) de aandelen moeten door de uitgevende instelling worden aangekocht op een handelsplatform (een gereglementeerde markt, OTF of MTF) waar de aandelen tot de handel zijn toegelaten of worden verhandeld;
- (b) indien de aandelen voortdurend worden verhandeld op het desbetreffende handelsplatform, mogen de inkooporders niet worden geplaatst tijdens een veiling en mogen de orders die vóór het begin van een veiling worden geplaatst niet meer worden gewijzigd;
- (c) voor aandelen die alleen via veilingen op een handelsplatform worden verhandeld, mag de uitgevende instelling haar inkooporders alleen plaatsen of wijzigen tijdens een dergelijke veiling, als de andere beleggers voldoende tijd krijgen om erop te reageren.

Er geldt bovendien een grens aan de koers waartegen de uitgevende instelling zijn eigen aandelen kan inkopen: om gebruik te maken van de *safe harbour* mogen uitgevende instellingen bij het verrichten van transacties in het kader van een terugkoopprogramma geen aandelen kopen voor een hogere koers dan de hoogste koers van de laatste onafhankelijke transactie of het hoogste actuele onafhankelijke aankoopbod op het handelsplatform waar de aankoop plaatsvindt, ook niet als de aandelen op verschillende handelsplatformen worden verhandeld.

Om voor de *safe harbour* uitzondering in aanmerking te komen, mogen uitgevende instellingen bij het verrichten van transacties in het kader van een terugkoopprogramma per

handelsdag tot slot niet meer dan 25% verwerven van het gemiddelde dagvolume<sup>19</sup> van de aandelen die op het handelsplatform waar de aankoop plaatsvindt, worden verhandeld.

#### 1.4.4 Handelsbeperkingen

Tot slot gelden in het kader van het terugkoopprogramma handelsbeperkingen. Om van de *safe harbour* gebruik te kunnen maken, mag de uitgevende instelling tijdens de duur van het terugkoopprogramma de volgende activiteiten niet uitoefenen:

- (a) verkoop van eigen aandelen;
- (b) handel gedurende de 'gesloten periode' (de periode van 30 kalenderdagen voorafgaand aan de bekendmaking van een tussentijds financieel verslag of het jaarverslag van de uitgevende instelling);<sup>20</sup> of
- (c) transacties waarbij de uitgevende instelling heeft besloten de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen (overeenkomstig het uitstelregime van art. 17 lid 4 of lid 5 MAR).<sup>21</sup>

Dit zijn impactvolle beperkingen. In bepaalde gevallen gelden deze handelsbeperkingen echter niet. Dit is het geval als: (i) de uitgevende instelling een terugkoopprogramma met tijdschema ten uitvoer legt, of (ii) het terugkoopprogramma wordt uitgevoerd onder leiding van een beleggingsonderneming of bank die haar handelsbeslissingen met betrekking tot het tijdstip van de aankoop van aandelen van de uitgevende instelling onafhankelijk van de uitgevende instelling neemt.

In de praktijk zien we om die reden vaak dat uitgevende instellingen een bank in de arm nemen. De betrokkenheid van de bank is niet alleen vanuit het perspectief van de handelsbeperkingen nuttig; in veel gevallen zal de bank ook erop toezien dat op doorlopende basis wordt voldaan aan de eisen van de *safe harbour* uitzondering en wordt de uitgevende instelling bijgestaan bij het voorbereiden en uitvoeren

19 Het 'gemiddelde dagvolume' wordt gebaseerd op het gemiddelde dagvolume dat gedurende een van de volgende perioden is verhandeld: (a) de maand voorafgaand aan de maand van de openbaarmaking van het terugkoopprogramma, waarbij dit vastgestelde volume in het terugkoopprogramma wordt vermeld en van toepassing is voor de duur van dat programma, of (b) de 20 handelsdagen voorafgaand aan de datum van aankoop, indien dit volume niet in het programma is vermeld.

20 Art. 19 lid 11 MAR.

21 Uitgevende instellingen mogen onder strikte, cumulatieve voorwaarden openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen: De eerste voorwaarde is dat openbaarmaking waarschijnlijk schade zou toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling, de tweede voorwaarde is dat het niet waarschijnlijk is dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zal worden misleid en de derde voorwaarde is dat de uitgevende instelling in staat is om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen (zie art. 17 lid 4 MAR).

Op grond van art. 17 lid 5 MAR geldt voor een specifieke categorie uitgevende instellingen, (kredietinstellingen en andere financiële instellingen), een bijzonder regime naast het uitstelregime van art. 17 lid 4 MAR. Om de stabiliteit van het financiële stelsel te handhaven, is uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap door dergelijke uitgevende instellingen op andere voorwaarden mogelijk. Vereist is op grond van art. 17 lid 5 MAR dat (i) de openbaarmaking mogelijk leidt tot ondermijning van de financiële stabiliteit, (ii) uitstel in het algemeen belang is, (iii) vertrouwelijkheid kan worden gewaarborgd en (iv) de toezichthouder met het uitstel heeft ingestemd.

18 Zie voor een voorbeeld de website van de Engelse toezichthouder (*Financial Conduct Authority*): [https://www.fca.org.uk/publication/documents/buy-back-submission-template\\_0.xlsx](https://www.fca.org.uk/publication/documents/buy-back-submission-template_0.xlsx).

van persberichten en het indienen van de vereiste rapportages.

Bij het uitonderhandelen van de overeenkomst tussen uitgevende instelling en de bank op grond waarvan de bank de zojuist beschreven diensten dient te verrichten, is van belang dat de transactiebeslissing op *arm's length* blijft: de bank moet op onafhankelijke basis beslissen wanneer en voor welke bedrag aandelen van haar cliënt (de uitgevende instelling) worden ingekocht. Als een overeenkomst niet aan dit onafhankelijkheidsvereiste voldoet en de uitgevende instelling toch aandelen verkoopt of gedurende een gesloten periode transacties verricht, kan geen gebruik (meer) worden gemaakt van de *safe harbour* uitzondering, en loopt de uitgevende instelling het risico 'in de wind te staan' bij een marktmanipulatieonderzoek door de bevoegde toezichthouder.

## 2. Slot

Dit artikel geeft een overzicht van de eisen die de MAR en de daarop gebaseerde, Europese lagere regelgeving stellen aan terugkoopprogramma's waarbij de uitgevende instelling gebruik wenst te maken van de *safe harbour* die in art. 5 MAR is geformuleerd. Het gaat om vaak technische en arbeidsintensieve eisen en verplichtingen. In veel gevallen zal een uitgevende instelling die overweegt over te gaan tot een inkoop van eigen aandelen er daarom goed aan doen zich (extern) juridisch te laten adviseren en tijdig een (zaken) bank te betrekken voor de uitvoering van het programma.