

Alternative data en het voorwetenschapsbegrip: een eigentijdse blik op het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste

Ondernemingsrecht 2023/58

Alternative data wordt gebruikt voor het nemen van beleggingsbeslissingen en schept nieuwe mogelijkheden om (oneerlijk) voordeel te behalen op de effectenmarkten. In de Verenigde Staten wordt steeds meer aandacht besteed aan *alternative data* en ook in de Europese Unie is *alternative data* een hot topic. *Alternative data* is een veelgebruikt begrip dat lastig kan worden gedefinieerd. Bij *alternative data* gaat het in de kern om voor de effectenmarkten relevante informatie die wordt verkregen op een andere – “alternatieve” – wijze dan van oudsher (traditioneel) gebruikelijk is. Vanwege de mogelijkheid om uit *alternative data* een oneerlijk voordeel te behalen op de effectenmarkten kan de vraag worden gesteld of *alternative data* onder de Verordening marktmisbruik (‘MAR’) als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd. In deze bijdrage doen de auteurs een poging om een beter begrip te creëren over wat *alternative data* is en wanneer *alternative data* voorwetenschap behelst. Daartoe worden vier categorieën geformuleerd die worden getoetst aan het voorwetenschapsbegrip van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. Daarbij zal blijken dat vooral het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip complicaties kunnen veroorzaken bij het kwalificeren van *alternative data* als voorwetenschap. Met deze bijdrage trachten de auteurs daarom een voorzet te geven voor een eigentijds en duidelijker toetsingskader om te beoordelen of informatie al dan niet openbaar en al dan niet concreet is. De auteurs staan ook kort stil bij het koersgevoeligheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip, waarbij zij benadrukken dat *alternative data* van het ene op het andere moment koersgevoelig kan zijn, en nadere duiding geven aan de status van het vereiste dat de desbetreffende informatie relevant moet zijn voor de redelijk handelende belegger. Ten slotte wijzen de auteurs erop dat misbruik van *alternative data* mede kan worden voorkomen met oplossingen die buiten de MAR liggen.

1. Inleiding

Alternative data kan worden gebruikt voor het nemen van beleggingsbeslissingen en kan de gebruiker daarvan in sommige gevallen een (oneerlijk) informatievoordeel opleveren ten opzichte van de rest van het beleggend publiek.² Voorbeelden van *alternative data* zijn data die worden verkregen door het bijhouden van betalingen die in de winkels van een beursgenoteerde koffiezaakketen worden verricht (denk aan Starbucks), creditcardtransacties voor abonnementen ten bate van beursgenoteerde streamingdienstaanbieders (denk aan Netflix), voorraaddelingen die bij een beursgenoteerde autofabrikant worden geleverd (denk aan Tesla) of het gebruik van apps op je telefoon.³

In de Verenigde Staten zijn al meermaals zorgen geuit over het gebruik van *alternative data*, vooral omdat *alternative data* mogelijk *material nonpublic information*, de tegenhanger van het Europese voorwetenschapsbegrip, kan behelzen.⁴ Daarover is door de U.S. Securities and Exchange Commission (‘SEC’), de Amerikaanse toezichthouder voor de effectenmarkten, recent een *risk alert* gepubliceerd.⁵ Eerder schikte de SEC al met *alternative data*-provider App Annie omdat App Annie frauduleus zou hebben gehandeld door een onjuiste voorstelling van zaken te hebben gegeven over de wijze waarop *alternative data* door haar werd verkregen, waarbij zij haar gebruikers onder meer had voorgespiegeld dat de desbetreffende informatie niet *nonpublic* was.⁶

Ook in de Europese Unie zou de vraag kunnen worden gesteld of *alternative data* voorwetenschap behelst. Het vergaren en gebruiken van voor de effectenmarkten relevante informatie wordt tot op zekere hoogte door de Europese wetgever aangemoedigd.⁷ De grens daarvan ligt bij het

1 Mr. K.A.J. (Koen) Groeneveld is werkzaam bij Stek Advocaten te Amsterdam. Mr. M.J. (Mathijs) Giltjes is promovendus *High frequency trading* en Marktmisbruik aan Erasmus Graduate School of Law en verbonden aan het International Center for Financial law & Governance (ICFG).

2 Wij gebruiken ten behoeve van de leesbaarheid de Nederlandse term ‘data’ als meervoud en de Engelse term ‘alternative data’ als enkelvoud.

3 Zie ook *Tegenlicht*, ‘Handel in voorkennis’, 12 september 2021, te bekijken via: <https://www.vpro.nl/programmas/tegenlicht/kijk/afliveringen/2021-2022/handel-in-voorkennis.html>.

4 Zie bijvoorbeeld A.J. Ceresney e.a., ‘The SEC’s New Risk Alert Warns about the Use of Alternative Data’, 2 mei 2022, *Debevoise.com*. Zie ook W. Montemarano, ‘Alternative Data and Insider Trading: Are Investment Managers Asleep at the Wheel on Big Data Use?’, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 2020, vol. 15, iss. 1, p. 263-288.

5 Beschikbaar via: <https://www.sec.gov/files/code-ethics-risk-alert.pdf>.

6 Zie SEC, *In the Matter of App Annie Inc. and Bertrand Schmitt*, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 92975, Administrative Proceeding File No. 3-20549, 14 september 2021. Zie tevens L. Beyoud & A. Ramonas, ‘Alt Data Firms Face Heat From SEC, Clients After App Annie Case’, 29 oktober 2021, *Bloomberg*.

7 Vgl. M. Ventoruzzo, ‘The Concept of Insider Dealing’, in: M. Ventoruzzo & S. Mock (red.), *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, Oxford: Oxford University Press 2022, par. A.2.43.

verbod op handel met voorwetenschap van de Verordening marktmisbruik ('MAR').⁸ Echter, dat verbod is geconcipieerd in een tijd waarin *alternative data* een lang niet zo prominente rol speelde als tegenwoordig. Een relevante vraag is daarom of het huidige verbod op handel met voorwetenschap afdoende mogelijkheden biedt om misbruik met *alternative data* tegen te gaan. Om handelen op basis van *alternative data* als handel met voorwetenschap te kwalificeren, is in de eerste plaats vereist dat de desbetreffende *alternative data* c.q. informatie als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd. Of *alternative data* als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd is de vraag die in deze bijdrage centraal staat. Zoals zal blijken, zitten de grootste complicaties bij de kwalificatie van *alternative data* als voorwetenschap in het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR.

In het navolgende geven wij eerst een beschrijving van het fenomeen *alternative data* en formuleren wij vier categorieën *alternative data* (par. 2). Daarna zeggen wij kort iets over het voorwetenschapsbegrip en de doelstellingen van de MAR (par. 3), waarna wij voornoemde categorieën *alternative data* toetsen aan dat voorwetenschapsbegrip (par. 4). Vervolgens werpen wij een eigentijdse blik op het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste (par. 5 respectievelijk par. 6). Voordat wij besluiten met een uitleiding, maken wij nog een korte opmerking over het koersgevoeligheidsvereiste (par. 7). Dat vereiste bespreken wij om de omvang van deze bijdrage beperkt te houden slechts kort. Om dezelfde reden bespreken wij in deze bijdrage niet wanneer het gebruik van *alternative data* als verboden handel met voorwetenschap kan worden gekwalificeerd.

2. **Alternative data: vier categorieën**

Hoe waardevol informatie is, hangt in grote mate af van hoeveel eerder die informatie kan worden verkregen dan door andere beleggers en hoe moeilijk het is voor andere beleggers om die informatie te verkrijgen. Informatie die eerder en/of moeilijker te verkrijgen is, is namelijk bij uitstek geschikt voor het nemen van beleggingsbeslissingen omdat daarmee een voordeel kan worden behaald ten opzichte van beleggers die niet over die informatie (kunnen) beschikken.

Veel informatie wordt door uitgevende instellingen gepubliceerd, onder meer op grond van periodieke publicatieverplichtingen (zoals jaarverslagen) en incidentele publicatieverplichtingen (zoals persberichten aangaande voorwetenschap).⁹ Daarnaast kan worden gedacht aan nieuwsberichten en analistenrapporten. Deze voor beleggers relevante informatie zou traditionele of conventione-

le data kunnen worden genoemd, omdat zij op traditionele of conventionele (of: gebruikelijke) wijze openbaar wordt gemaakt. Een nadeel van traditionele data is dat zij vaak een hoog 'after the facts'-karakter hebben. Dat wil zeggen dat veel tijd zit tussen het ontstaan van de desbetreffende informatie en de publicatie daarvan – of, preciezer geformuleerd: het ontstaan van een feit en de publicatie van informatie over dat feit. Beleggers hebben relevante informatie echter het liefst zo snel mogelijk. Tegen deze achtergrond kunnen de opkomst en populariteit van *alternative data* wellicht worden verklaard.¹⁰ *Alternative data* heeft namelijk een minder hoog 'after the facts'-karakter en is doorgaans dus actueler. Daarnaast is *alternative data* veelal gedetailleerder, accurater en betrouwbaarder, bijvoorbeeld omdat de desbetreffende informatie wordt gewonnen uit primaire bronnen, waardoor *alternative data* mogelijk extra waardevol is voor beleggers.

Een eenduidige definitie van *alternative data* is moeilijk te geven.¹¹ Er is een breed scala aan voorbeelden van *alternative data* die voor beleggers relevant kan zijn. In wezen betreft *alternative data* een vorm van informatie die kan worden onderscheiden van traditionele of conventionele data in die zin dat *alternative data* vaak eerder beschikbaar is en moeilijker kan worden verkregen. *Alternative data* wordt meestal niet op gebruikelijke wijze openbaar gemaakt, maar wordt via een afwijkende (en vaak creatieve) wijze en/of via een derde verkregen. In deze bijdrage verstaan wij onder *alternative data* informatie die betrekking heeft op (de onderneming van) een uitgevende instelling en die geen traditionele of conventionele data behelst. Voor de toetsing van *alternative data* aan het voorwetenschapsbegrip in par. 4 maken wij een onderscheid tussen vier categorieën *alternative data*. Met die categorieën wordt getracht duidelijkheid te verschaffen over de omstandigheden waaronder *alternative data* als voorwetenschap zou kunnen worden gekwalificeerd. Wij zijn bij het formuleren van de categorieën genoodzaakt een en ander te vereenvoudigen. Dat wil zeggen dat wij uitgaan van enkele hoofdkenmerken en dat de voorbeelden die wij geven een enigszins hypothetisch karakter hebben.

Het eerste onderscheid dat in *alternative data* kan worden gemaakt is tussen openlijke en niet-openlijke *alternative data*. Wij benadrukken daarbij dat wij met dat onderscheid geen uitspraak doen over het mogelijk niet-openbare karakter van de desbetreffende informatie in de zin van het voorwetenschapsbegrip. Met openlijke *alternative data* bedoelen wij *alternative data* die uit een publieke bron wordt gewonnen. Bij openlijke *alternative data* kan bijvoorbeeld worden

⁸ Zie art. 14, aanhef en onder a, MAR jis. art. 7 lid 1, aanhef en onder a, en art. 8 lid 1 MAR. Met de Verordening marktmisbruik wordt bedoeld op Verordening (EU) nr. 596/2014 (*PbEU* 2014, L 173/1).

⁹ Zie art. 5:25c Wft respectievelijk art. 17 lid 1 MAR.

¹⁰ Zie ook M.J. Giltjes, 'De toekomst van de effectenhandel en de regulering daarvan', *Ondernemingsrecht* 2023/43, par. 5, waar de suggestie wordt gemaakt dat de populariteit van *alternative data* kan worden verklaard door het voordeel daarvan op daghandelaren, zoals sommige *high frequency traders*.

¹¹ Zie voor een mogelijke beschrijving bijvoorbeeld A. Denev & S. Amen, *The book of Alternative data. A Guide for Investors, Traders, and Risk Managers*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc. 2020, par. 1.2.

gedacht aan informatie die via een drone die boven een open distributiecentrum vliegt wordt verzameld over de voorraden in dat distributiecentrum.¹² Er kan evenwel ook sprake zijn van niet-openlijke *alternative data*. Met niet-openlijke *alternative data* bedoelen wij *alternative data* die uit een niet-publieke bron wordt gewonnen. Bij niet-openlijke *alternative data* kan bijvoorbeeld worden gedacht aan transactie-data over een beursgenoteerde onderneming die van een bank of betaaldienstverlener worden gekocht.

Het tweede onderscheid dat in *alternative data* kan worden gemaakt is tussen gestructureerde en niet-gestructureerde *alternative data*.¹³ Bij gestructureerde informatie gaat het om een set of reeks, oftewel: geaggregeerde, data. Bij gestructureerde *alternative data* kan bijvoorbeeld worden gedacht aan informatie die via een drone wordt verkregen die de voorraden in een distributiecentrum voor een langere periode tractet of aan transactiedata over een beursgenoteerde onderneming die als *batch* worden gekocht. Niet-gestructureerde informatie betreft daarentegen losse ‘stukjes’ data. Bij niet-gestructureerde *alternative data* kan bijvoorbeeld worden gedacht aan losse ‘snapshots’ die sporadisch door een drone worden gemaakt van de voorraden in een distributiecentrum of aan individuele transactiedata (dat wil zeggen informatie over iedere individuele transactie) over een beursgenoteerde onderneming die (*real time*) via een *data feed* worden verkregen.

Het combineren van de hierboven gemaakte onderscheiden leidt tot vier categorieën *alternative data*: 1) niet-openlijke, gestructureerde *alternative data*; 2) niet-openlijke, niet-gestructureerde *alternative data*; 3) openlijke, gestructureerde *alternative data*; en 4) openlijke, niet-gestructureerde *alternative data*. Voornoemde categorieën, inclusief de voorbeelden die hierboven zijn gegeven, kunnen schematisch als volgt worden weergegeven:

	Niet-openlijk	Openlijk
Gestructureerd	Categorie 1. Voorbeeld: transactie-data die als <i>batch</i> worden gekocht.	Categorie 3. Voorbeeld: langdurige droneopnames van de voorraden in een distributiecentrum.
Niet-gestructureerd	Categorie 2. Voorbeeld: transactie-data die als <i>feed</i> worden gekocht.	Categorie 4. Voorbeeld: sporadische droneopnames van de voorraden in een distributiecentrum.

12 Zie voor een minder hypothetisch voorbeeld ook de aflevering ‘Gratis olie’ van 23 januari 2023 van de NPO-reeks *Planet Finance*, waarin onder andere een amateurfotograaf wordt gevolgd die tegen betaling met zijn drone de schaduwen fotografeert op de zeilen die als daken fungeren van de olievoorraden die in de buurt bij hem zijn opgeslagen. Aan de hand van die schaduwen kunnen de kopers van de foto’s de huidige olievoorraden aldaar berekenen en die informatie is onder meer relevant voor de handel in *futures* op olie.

13 Vgl. ESMA, *Artificial Intelligence in EU securities markets*, 1 februari 2023, ESMA50-164-6247, p. 6 (voetnoot 8). Er zou overigens ook kunnen worden gesproken over ruwe respectievelijk geconsolideerde data.

3. Het voorwetenschapsbegrip en de doelstellingen van de MAR

Het voorwetenschapsbegrip van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR bevat een viertal cumulatieve vereisten: voorwetenschap betreft informatie die 1) rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten, 2) niet openbaar is gemaakt, 3) concreet is, en 4) indien zij openbaar zou worden gemaakt, (waarschijnlijk) een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten.¹⁴ Aan het eerste vereiste is doorgaans vrij snel voldaan. Wij merken daarover slechts op dat het bij informatie die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een uitgevende instelling in algemene zin gaat om informatie die betrekking heeft op de onderneming, de structuur en/of het kapitaal van een vennootschap.¹⁵

Het tweede vereiste van het voorwetenschapsbegrip houdt in dat de desbetreffende informatie niet openbaar is (gemaakt). Over de juiste interpretatie van dit niet nader door de Europese wetgever of het Europese Hof van Justitie ingekleurde vereiste bestaat veel discussie. Die discussie komt *grosso modo* neer op welke mate van beschikbaarheid en/of toegankelijkheid informatie moet hebben om niet (langer) als niet-openbare informatie te kunnen worden gekwalificeerd.¹⁶ De vraag of informatie niet openbaar is wordt daarin vaak omgekeerd: wanneer is informatie wél openbaar? Openbare informatie is immers per definitie geen voorwetenschap. De ratio daarachter is kort gezegd dat openbare informatie in principe geen (oneerlijk) voordeel kan opleveren ten opzichte van andere beleggers.

Het derde vereiste van het voorwetenschapsbegrip valt ingevolge art. 7 lid 2 MAR uiteen in twee cumulatieve voor-

14 Wij wijken vanwege de structuur van ons artikel bewust af van de volgorde van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR.

15 Zie bijvoorbeeld The Committee of European Securities Regulators (‘CESR’), *CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive*, december 2002, Ref: CESR/02-089d, par. 31.

16 Zie bijvoorbeeld D.R. Doorenbos, ‘Handel met voorwetenschap’, in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmissbruik (Serie Onderneming en Recht nr. 104)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 94-95; T.M. Stevens, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’, in: Doorenbos e.a. (red.) 2018, p. 259-262; R.M.I. Lamp & D. Živković, ‘Het begrip “voorwetenschap”’, in: R.M.I. Lamp & M. Nelemans (red.), *Handboek Handel met Voorwetenschap (Recht en Praktijk nr. FR18)*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 47-48; K.W.H. Broekhuizen, M.J. Giltjes & H.M. Vletter-van Dort, ‘Kapitaalmarkten’, in: M. Haentjens, R.P. Raas & W.A.K. Rank (red.), *Compendium Financiële Recht*, Den Haag: SDU 2022, p. 325; J.H.L. Beckers, ‘II.5 Art. 7 Voorwetenschap’, in: B.J. de Jong (red.), *Toezicht Financiële Markten*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. II.5.10.1; en J.H.L. Beckers, ‘II.6 Art. 8 Handel met voorwetenschap’, in: B.J. de Jong (red.), *Toezicht Financiële Markten*, Deventer: Wolters Kluwer 2023, par. II.6.11.5.3. Zie over het concipiëren van het niet-openbaarheidsvereiste ook uitgebreid F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 329-338, waar tevens wordt uitgelegd dat eerst werd gekozen voor de term ‘bij het publiek niet bekende informatie’, vervolgens voor ‘voor het publiek niet toegankelijke of niet beschikbare informatie’ en uiteindelijk voor ‘informatie die niet openbaar (gemaakt) is’, maar dat daarmee geen inhoudelijke wijzigingen werden beoogd. Op de begrippen ‘beschikbaar(heid)’ en ‘toegankelijk(heid)’ komen wij in par. 5 terug.

waarden: concrete informatie is informatie die a) betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan dan wel die betrekking heeft op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden en b) specifiek genoeg is om een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van reeds genoemde situatie of gebeurtenis op de koers van een of meer financiële instrumenten. Wij benadrukken ten aanzien van de tweede voorwaarde van het concreetheidsvereiste dat met die voorwaarde niet wordt gesteld dat op basis van de desbetreffende informatie een beleggingsbeslissing wordt genomen; met die voorwaarde wordt puur bedoeld dat 'een' conclusie uit de desbetreffende informatie kán worden getrokken.¹⁷ Met andere woorden: het gaat bij het concreetheidsvereiste om informatie die in voldoende mate vaststaat en die zou kunnen worden gebruikt voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Enkel informatie die vaag of algemeen is wordt buiten het bereik van het concreetheidsvereiste gehouden.¹⁸

Het laatste vereiste van het voorwetenschapsbegrip vergt in wezen dat de desbetreffende informatie koersgevoelig is. Daaronder wordt op grond van art. 7 lid 4 MAR informatie verstaan waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen (ten dele) op te baseren. Wie de redelijk handelende belegger is, is in het midden gelaten. In de literatuur kunnen daarop *grosso modo* twee visies worden onderscheiden: 1) de visie waarin de redelijk handelende belegger wordt omschreven als een belegger aan wie enige kennis en kunde omtrent de handel in financiële instrumenten mag worden toegedicht, maar van wie ook weer niet te veel mag worden verwacht; en 2) de visie waarin de redelijk handelende belegger wordt gezien als de belegger die zich op een schaal van alle beleggers op een bepaalde markt qua kennis en kunde ongeveer in het midden (i.e. de mediaan) bevindt, zodat 'de redelijk handelende belegger' wordt gekenmerkt aan de hand van zijn medebeleggers op die markt.¹⁹ Ongeacht welke visie wordt aangehangen, moet de desbetreffende informatie voor de redelijk handelende belegger iets relevant toevoegen aan de reeds beschikbare informatie.

Ten slotte benadrukken wij dat het voorwetenschapsbegrip moet worden geïnterpreteerd binnen de context van de doelstellingen van de MAR. De algemene doelstellingen van de MAR zijn 1) het bevorderen van de goede werking van de effectenmarkten en 2) het waarborgen van het vertrouwen van het beleggend en algemeen publiek in die markten.²⁰ In principe zijn de effectenmarkten erbij gebaat als daarop zoveel mogelijk informatie wordt verwerkt, in het bijzonder omdat dat de efficiëntie van de markten ten goede zou komen. Aan de andere kant kan worden beargumenteerd dat het gebruik van niet-openbare, concrete en koersgevoelige informatie ertoe kan leiden dat het vertrouwen van beleggers afneemt, in het bijzonder omdat het *playing field* van de effectenmarkten daardoor minder level wordt, waardoor zij zich van de effectenmarkten afkeren of maatregelen nemen om zich in te dekken tegen het risico dat zij met iemand handelen die wél over dergelijke informatie beschikt (bijvoorbeeld door het vragen van een hogere prijs als zij financiële instrumenten verkopen dan die zij zouden hebben gevraagd als zij handelen met een tegenpartij die niet mogelijk over dergelijke informatie beschikt), wat vervolgens weer negatieve implicaties heeft voor de efficiëntie van de markten.²¹ Het verbod op handel met voorwetenschap verbiedt dan ook niet alle vormen van handel met voorwetenschap, maar slechts handel met voorwetenschap waarmee een *oneerlijk* voordeel kan worden behaald.²² Daarvan is sprake als afbreuk wordt gedaan aan de doelstellingen van de MAR. Het verbod op handel met voorwetenschap is kortom een systeem met veel nuances, dat begint bij een juiste interpretatie van het voorwetenschapsbegrip.

4. Toetsing van de vier categorieën alternative data aan het voorwetenschapsbegrip

In deze paragraaf worden de in par. 2 geformuleerde categorieën *alternative data* getoetst aan het voorwetenschapsbegrip van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. Op de vraag of *alternative data* die binnen die categorieën valt voorwetenschap behelst, kan geen eenduidig antwoord worden gegeven. In de praktijk kan namelijk een grote hoeveelheid varianten *alternative data* worden gevonden die binnen die categorieën valt. Aan de hand van de hypo-

17 Zie in gelijke zin A. Hellgardt, 'The notion of inside information in the Market Abuse Directive: *Gelt!*', *Common Market Law Review* 2013, vol. 50, p. 871-873.

18 Zie HvJ EU 11 maart 2015, ECLI:EU:C:2015:162 (*Lafonta/Autorité des marchés financiers*), par. 31, *JOR* 2016/304, m.nt. G.T.J. Hoff en HvJ EU 15 maart 2022, ECLI:EU:C:2022:190 (*A/Autorité des marchés financiers*), par. 38, *JOR* 2023/8, m.nt. G.M. Unval.

19 Zie samenvattend R. Veil, 'Insider Dealing', in: R. Veil (red.), *European Capital Markets Law*, Oxford: Hart Publishing 2022, par. 54: 'Practice and academia debate above all whether the reasonable investor should be determined on the basis of characteristics (knowledge of the capital market, critical ability, investment motives, professionalism) or whether he should be understood as a collective, namely as a personification of the market.'

20 Zie preambule, overweging 2 MAR. Zie over de doelstellingen van de MAR uitgebreid M.J. Giltjes, 'Nikola Tesla en de coltrui-CEO: de gevaren van informatiemanipulatie. Vertrouwen van het beleggend of het algemeen publiek?', *MvO* 2021/1&2, p. 67-70.

21 Zie uitgebreider V. Brudney, 'Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws', *Harvard Law Review* 1979, vol. 93, p. 334-335 en 356; D.D. Haddock & J.R. Macey, 'A Coasian Model of Insider Trading', *Northwestern University Law Review* 1987, vol. 80, p. 1456; M. King & A. Roell, 'Insider Trading', *Economic Policy* 1988, vol. 3, p. 166-169; S.M. Bainbridge, 'The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma', *University of Florida Law Review* 1986, vol. 38, p. 55; en I.B. Lee, 'Fairness and insider trading', *Columbia Business Law Review* 2002, p. 138.

22 Zie preambule, overweging 23 MAR. Zie tevens HvJ EU 23 december 2009, ECLI:EU:C:2009:806 (*Spector Photo Group NV en Van Raemdonck/Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen*), par. 52, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans.

thetische voorbeelden die in par. 2 zijn gegeven proberen wij te onderzoeken onder welke omstandigheden de door ons geformuleerde categorieën *alternative data* voorwetenschap behelzen. Wij richten ons daarbij in het bijzonder op het al dan niet openbare en het al dan niet concrete karakter van de desbetreffende informatie. Over het vereiste dat die informatie betrekking moet hebben op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten kunnen wij op basis van de door ons geformuleerde definitie van *alternative data* kort zijn. Daaronder wordt immers informatie verstaan die betrekking heeft op (de onderneming van) een uitgevende instelling. Aan dat vereiste is dus bij alle categorieën voldaan. In het navolgende hebben wij qua volgorde ervoor gekozen te beginnen met de categorie waarvan het onzes inziens het waarschijnlijkst is dat *alternative data* die daarin valt voorwetenschap behelst.

4.1 *Niet-openlijk, gestructureerd (categorie 1)*

Bij de categorie niet-openlijke, gestructureerde *alternative data* is het voorbeeld gegeven van transactiedata die als *batch* worden gekocht. Wij spreken over niet-openlijke informatie, omdat deze categorie informatie omvat die uit niet-publieke bronnen wordt gewonnen. Transactiedata worden doorgaans bijvoorbeeld verkregen via een bank, een betaaldienstverlener of een andere niet-publieke bron. Of informatie binnen deze categorie *alternative data* voldoet aan het niet-openbaarheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip hangt af van het antwoord op de vraag of de desbetreffende informatie al dan niet beschikbaar en toegankelijk is. Transactiedata zijn bijvoorbeeld in principe niet of nauwelijks beschikbaar, en als die data al beschikbaar zijn, zijn die lang niet beschikbaar voor een algemeen of breed publiek. Bovendien zijn transactiedata die beschikbaar zijn niet per se toegankelijk, laat staan voor een algemeen of breed publiek. Zo kunnen transactiedata exorbitant duur zijn, waardoor slechts weinig partijen die data kunnen kopen. Het lijkt dan ook aannemelijk dat bij deze categorie zal zijn voldaan aan het niet-openbaarheidsvereiste. Anderzijds zou kunnen worden betoogd dat iedere informatie die kan worden verkregen, zelfs tegen extreem hoge kosten, in principe openbaar is. Zo zou bijvoorbeeld kunnen worden beargumenteerd dat extreem dure transactiedata toch openbaar zijn en dus geen voorwetenschap behelzen.

Dan het concreetheidsvereiste. Aan de eerste voorwaarde van dat vereiste zal bij deze categorie *alternative data* in principe zijn voldaan. Zo hebben transactiedata bijvoorbeeld betrekking op een situatie die bestaat of een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden, te weten het verricht zijn van transacties. Voor het vervullen van de tweede voorwaarde van het concreetheidsvereiste is noodzakelijk dat de desbetreffende informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken. Ook aan die voorwaarde zal in principe zijn voldaan. Zo kan op basis van een *batch* transactiedata bijvoorbeeld een omzetstijging of omzet-

daling worden gesignaleerd, hetgeen een belangrijke factor is voor de prijsbepaling van het aandeel van een uitgevende instelling.²³

Ten slotte het koersgevoeligheidsvereiste. Of de desbetreffende informatie koersgevoelig is, hangt af van de implicaties van die informatie. Zo zal een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruikmaken van een *batch* transactiedata als daaruit informatie over de omzet van een uitgevende instelling kan worden gedestilleerd om daarop, in ieder geval ten dele, een beleggingsbeslissing te baseren. Anderzijds zou kunnen worden beargumenteerd dat de redelijk handelende belegger helemaal geen gebruik zou maken van *alternative data*, bijvoorbeeld omdat hij die data niet zou kunnen interpreteren. Wij komen daarop in par. 7 terug.

Hoewel kan worden beargumenteerd dat wij hierboven het niet-openbaarheidsvereiste normatief of teleologisch hebben geïnterpreteerd en ons zou kunnen worden tegengeworpen dat transactiedata tóch openbaar zijn in de zin van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR, zijn wij van mening dat niet-openlijke, gestructureerde *alternative data* in principe aan de vereisten van het voorwetenschapsbegrip zal voldoen.

4.2 *Niet-openlijk, niet-gestructureerd (categorie 2)*

Bij de categorie niet-openlijke, niet-gestructureerde *alternative data* is het voorbeeld gegeven van transactiedata die (*real time*) worden verkregen via een *data feed*. Bij deze categorie kan wederom met betrekking tot het concreetheidsvereiste worden gesteld dat in principe aan de eerste voorwaarde daarvan zal zijn voldaan. Men kan zich echter afvragen of de desbetreffende informatie specifiek genoeg is om daaruit een conclusie te trekken, omdat het bij deze categorie gaat om losse 'stukjes' informatie die als zodanig als vaag zouden kunnen worden beschouwd. Zo is het bijvoorbeeld moeilijk om op basis van losse stukjes transactiedata iets te kunnen constateren over de omzet van een uitgevende instelling. Zolang de informatie niet specifiek genoeg is, zal zij niet aan het concreetheidsvereiste voldoen en zal dus geen sprake zijn van voorwetenschap in de zin van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. Aan de andere vereisten van het voorwetenschapsbegrip hoeft in dat geval niet te worden getoetst.²⁴ Het is echter mogelijk dat via een *data feed* genoeg informatie wordt verzameld om daaruit wél een conclusie te trekken, waardoor die data wél specifiek genoeg is. Daarop komen wij in par. 6 terug.

4.3 *Openlijk, gestructureerd (categorie 3)*

Bij de categorie openlijke, gestructureerde *alternative data* is het voorbeeld gegeven van informatie die wordt verkregen via een drone door die gedurende een langere periode de voorraden in een distributiecentrum te laten tracken.

²³ Vgl. Stevens 2018, p. 248-249.

²⁴ Zie wat het niet-openbaarheidsvereiste betreft wat wij daarover in par. 4.1 hebben opgemerkt.

Wij spreken hier over openlijke informatie omdat deze categorie informatie omvat die uit publieke bronnen wordt gewonnen. Of informatie binnen deze categorie *alternative data* voldoet aan het niet-openbaarheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR hangt af van het antwoord op de vraag of de desbetreffende informatie al dan niet beschikbaar en toegankelijk is. Het kan worden beargumenteerd dat informatie die via een drone over de voorraden in een open distributiecentrum wordt verkregen in principe beschikbaar is. Die informatie kan namelijk in principe door iedereen worden verkregen. Bovendien kan worden beargumenteerd dat die informatie voor een breed of zelfs algemeen publiek beschikbaar is, afhankelijk van de omstandigheden van het geval. Zo zal de mate van beschikbaarheid bijvoorbeeld afnemen op het moment dat het distributiecentrum zich op een moeilijk te bereiken locatie bevindt. Evenzo zou kunnen worden beargumenteerd dat de informatie dan wel beschikbaar mag zijn, maar dat zij feitelijk niet toegankelijk is, laat staan voor een algemeen of zelfs maar breed publiek. Er bestaat ten aanzien van categorie 3 dus nogal een grijs gebied wat het niet-openbaarheidsvereiste betreft.

Met betrekking tot het concreetheidsvereiste zal bij deze categorie in principe aan de eerste voorwaarde daarvan zijn voldaan. Zo heeft informatie over de voorraden betrekking op een situatie die bestaat of een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden, te weten de huidige voorraden respectievelijk de mutaties van die voorraden. Informatie over de voorraden die via een drone over een langere periode wordt verkregen zal bovendien in principe specifiek genoeg zijn om er een conclusie uit te trekken. Zo kan bijvoorbeeld worden geconstateerd of er meer verloop is in de voorraden dan normaal, wat op intensivering van het productieproces kan duiden, of dat de voorraden opdrogen, wat op tekorten in de eindproducten van een uitgaande instelling kan duiden.

Of de desbetreffende informatie koersgevoelig is, hangt wederom af van de implicaties van die informatie.²⁵

4.4 **Openlijk, niet-gestructureerd (categorie 4)**

Bij de categorie openlijke, niet-gestructureerde *alternative data* is het voorbeeld gegeven van informatie die wordt verkregen door een drone snapshots te laten maken van de voorraden in een distributiecentrum. Bij deze categorie kan wederom met betrekking tot het concreetheidsvereiste worden gesteld dat in principe aan de eerste voorwaarde daarvan zal zijn voldaan. Men kan zich echter afvragen of de desbetreffende informatie specifiek genoeg is om daaruit een conclusie te trekken omdat die informatie als vaag of algemeen zou kunnen worden beschouwd. Informatie over kleine veranderingen in de voorraad zou bijvoorbeeld als vaag kunnen worden beschouwd en informatie over de

voorraad op een bepaald moment zou als algemeen kunnen worden beschouwd. Aan de andere kant kan ook bij een snapshot worden beargumenteerd dat sprake is van specifieke informatie, namelijk omdat uit die informatie wél een conclusie kan worden getrokken, bijvoorbeeld dat die voorraad overeenkomt met wat werd verwacht of hoger/lager is dan werd verwacht. Bij het maken van snapshots in vergelijking met een structurele opname gaat overigens een belangrijk deel aan informatie verloren: informatie over de precieze mutaties. Als snapshots worden gemaakt, worden de precieze stijgingen en dalingen in de voorraden in principe niet geregistreerd. Hoewel kan worden beargumenteerd dat snapshots op zichzelf vage of algemene informatie over de voorraden behelzen, kan toch sprake zijn van specifieke informatie als het interval waarmee de snapshots worden genomen kleiner wordt en de snapshots worden geaggregeerd. Daarop komen wij in par. 6 terug.

4.5 **Resumé**

Resumerend kan worden gesteld dat alleen bij de categorie niet-openlijke, gestructureerde *alternative data* een aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid bestaat dat informatie die binnen die categorie valt als voorwetenschap zou worden gekwalificeerd. Toch kan worden beargumenteerd dat ook andere categorieën *alternative data* informatie omvatten die als voorwetenschap zou moeten worden gekwalificeerd, bijvoorbeeld omdat het informatie betreft waarbij een onderbuikgevoel bestaat dat het gebruik daarvan indruist tegen de doelstellingen van de MAR, in het bijzonder het waarborgen van het vertrouwen van het belegend publiek en een *level playing field*. Denk bijvoorbeeld aan losse stukjes niet-openbare informatie die worden verkregen die tezamen zeer concreet lijken of aan concrete informatie die wordt verkregen uit een bron waarvan kan worden betwijfeld of die openbaar is. De grootste complicaties om de desbetreffende informatie als voorwetenschap te kwalificeren worden veroorzaakt door het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste. Bij iedere besproken categorie kan voor de desbetreffende informatie worden beargumenteerd dat zij wel of niet aan het niet-openbaarheidsvereiste respectievelijk wel of niet aan het concreetheidsvereiste voldoet. Het zijn dan ook deze twee vereisten die met betrekking tot *alternative data* meer duidelijkheid verdienen.

5. **Een eigentijdse blik op het niet-openbaarheidsvereiste**

In par. 3 hebben wij benoemd dat veel discussie bestaat over de juiste interpretatie van het niet-openbaarheidsvereiste van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. In die discussie wordt vaak een onderscheid gemaakt tussen niet-openbare informatie en openbare informatie aan de hand van de termen 'beschikbaar(heid)' en/of 'toegankelijk(heid)'. Die termen worden daarbij niet altijd geduid, maar de overkoepelende ratio achter het gebruik van die termen is dat het niet-openbare karakter van informatie

²⁵ Zie wat wij daarover opmerken in par. 4.1.

afneemt als de beschikbaarheid en/of toegankelijkheid van de desbetreffende informatie toeneemt. Op een gegeven moment zal informatie haar niet-openbare karakter volledig verliezen, waardoor die informatie openbaar is en dus niet (langer) als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd. In onze visie betreft niet-openbare informatie in de zin van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR informatie die niet algemeen beschikbaar of niet op niet-discriminatoire basis toegankelijk is. *A contrario*, openbare informatie is informatie die algemeen beschikbaar en op niet-discriminatoire basis toegankelijk is.

Onder beschikbare informatie verstaan wij informatie die door een bron beschikbaar (dat wil zeggen: waarneembaar en raadpleegbaar) en op legitieme wijze verkrijgbaar wordt gemaakt.²⁶ Informatie is op legitieme wijze verkrijgbaar als niet de wet hoeft te worden overtreden of een (juridische of contractuele) plicht hoeft te worden geschonden om haar te verkrijgen.²⁷ Informatie is volgens ons algemeen beschikbaar als zij voor het volledige beleggende publiek beschikbaar is. Onder toegankelijke informatie verstaan wij informatie die door een bron zonder al te veel belemmeringen beschikbaar en verkrijgbaar wordt gemaakt.²⁸ Informatie is volgens ons op niet-discriminatoire basis toegankelijk als zij zonder oneerlijke belemmeringen beschikbaar en verkrijgbaar wordt gemaakt. Met belemmeringen doelen wij op het moeten betrachten van enige moeite om informatie te verkrijgen. Dat past onzes inziens bij de *equality-of-opportunity theory* (in tegenstelling tot de *parity-of-information theory*): het is niet zo dat alle beleggers over dezelfde informatie moeten beschikken, maar zij moeten wel over dezelfde informatie kunnen beschikken, zij het dat zij daar wellicht enige moeite voor moeten doen.²⁹ Een belemmering is volgens ons oneerlijk als personen die dezelfde moeite betrachten niet dezelfde informatie verkrijgen. Wij kleuren voorgaande begrippen aan de hand van de categorieën *alternative data* en de voorbeelden die zijn geformuleerd in par. 2 verder in.

In principe kan worden gesteld dat zowel de transactiedata als de informatie over de voorraden in een distributie-

centrum beschikbaar zijn: zij worden door een bron (namelijk een bank of betaaldienstverlener respectievelijk een distributiecentrum) beschikbaar en verkrijgbaar gemaakt. Dat zal overigens anders zijn als, bijvoorbeeld, de bank of betaaldienstverlener de wet moet overtreden of een plicht moet schenden om die transactiedata beschikbaar en verkrijgbaar te maken respectievelijk als privéterrein moet worden betreden om opnames van de voorraden in een distributiecentrum te maken. De informatie over de voorraden in een distributiecentrum zal bovendien algemeen beschikbaar zijn, omdat zij voor het volledige beleggende publiek beschikbaar is. Hetzelfde geldt in principe voor transactiedata, zij het dat geen sprake is van algemene beschikbaarheid als die data bijvoorbeeld selectief worden verkocht of aan slechts enkele cliënten (zoals licentiehouders) worden verkocht.³⁰

Hoewel *alternative data* doorgaans beschikbaar zal zijn en mogelijk ook algemeen beschikbaar zal zijn, kan vaak worden betwijfeld of de desbetreffende informatie toegankelijk is. Transactiedata zijn bijvoorbeeld niet toegankelijk als zij slechts tegen prohibitief hoge kosten kunnen worden verkregen. Bovendien zijn transactiedata die toegankelijk zijn niet per se op niet-discriminatoire basis toegankelijk. Zij zijn bijvoorbeeld niet op niet-discriminatoire basis toegankelijk als zij door de meeste personen niet kunnen worden verkregen vanwege prohibitief hoge kosten (maar dus wel door bijvoorbeeld enkele kapitaalcrachtige handelaren). Anderzijds, als informatie over de voorraden in een distributiecentrum (algemeen) beschikbaar is, is die informatie waarschijnlijk ook toegankelijk. Als geen maatregelen zijn genomen die het verkrijgen van die informatie belemmeren, zoals het afschermen van de voorraden, is zij toegankelijk. De informatie zal bovendien in principe op niet-discriminatoire basis toegankelijk zijn. Dat is – *for the sake of the argument* – bijvoorbeeld niet het geval als selectief drones die de voorraden in de gaten houden uit de lucht worden geschoten.

Welbeschouwd behelst openbare informatie volgens ons informatie die door een bron zonder oneerlijke belemmeringen op legitieme wijze beschikbaar en verkrijgbaar wordt gemaakt. De tussenstappen die vanaf het begin ('informatie die algemeen beschikbaar en op niet-discriminatoire basis toegankelijk is') zijn gemaakt zijn vooral bedoeld om duidelijkheid te verschaffen over waaraan openbare informatie onzes inziens precies moet voldoen. Wij hebben hiermee een voorzet willen geven voor een duidelijker toetsingskader om te beoordelen of informatie al dan niet openbaar is in de zin van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. Onze interpretatie sluit goed aan bij de twee hoofddoelstellingen van de MAR en in het bijzonder

26 Vgl. Kristen 2004, p. 338.

27 Zie Brudney 1979, p. 353-367 over de term 'lawfully obtainable'.

28 Onder vigeur van de voorgangers van de MAR, namelijk de Richtlijn transacties ingewijden (Richtlijn 89/592/EEG (PbEU 1989, L 334/30)) en de Marktmissbruikrichtlijn van 2003 (Richtlijn 2003/6/EG (PbEU 2003, L 96/16)), werd in Nederland aangenomen dat informatie openbaar is als zij "zonder voorbehoud aan derden is bekendgemaakt, en daarmee in beginsel kenbaar is voor het beleggend publiek". Zie *Kamerstukken II 1996/97*, 25 095, nr. 3, p. 6. Zie tevens HR 5 juli 2011, ECLI:NL:HR:2011:BP2551 (*Veer Palthe Voüte*), r.o. 7.2, JOR 2011/294, m.nt. G.T.J. Hoff en HR 8 juli 2014, ECLI:NL:HR:2014:1613 (*Qurius*), r.o. 4.2, JOR 2014/268, m.nt. J. Italianer. Zie ook recent Rb. Rotterdam 21 juni 2022, ECLI:NL:RBROT:2022:4948 (*SBM Offshore*), r.o. 6.3.1, JOR 2022/235, m.nt. D.R. Doorenbos. In principe is met het uniforme regime van de MAR alleen plaats voor nationaalrechtelijke interpretaties zolang zij conform dat regime zijn. Zonder interpretatie van het niet-openbaarheidsvereiste door het Hof van Justitie is het de vraag of de 'Nederlandse' visie op dat vereiste MAR-conform is.

29 Zie hierover uitgebreider J.L. Hansen, 'Article 8: Insider dealing', in: Venturuzzo & Mock (red.) 2022, par. B.8.43-B.8.44.

30 Als *alternative data* is verkocht (volledig en juist) is verwerkt, kan daarmee in principe geen voordeel meer worden behaald. De koper van *alternative data* kan er dus belang bij hebben dat hij een alleenrecht heeft om die data te kopen of om de verkoop van de desbetreffende data zoveel als mogelijk in te perken.

bij het streven van de Europese wetgever om een *level playing field* te creëren tussen beleggers.³¹ Onze interpretatie staat – wat het niet-openbaarheidsvereiste betreft – in vergaande mate informatievergaring en -verwerking toe, wat bijdraagt aan de verwezenlijking van de eerste hoofddoelstelling van de MAR, maar trekt ook duidelijkere grenzen bij wat niet toelaatbaar is, wat bijdraagt aan de verwezenlijking van de tweede hoofddoelstelling van de MAR.

6. Een eigentijdse blik op het concreetheidsvereiste

Voor veel *alternative data* kan worden beargumenteerd dat die niet voldoet aan het concreetheidsvereiste van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR, omdat de desbetreffende informatie niet voldoet aan de twee voorwaarden van art. 7 lid 2 MAR.³² Dat is opmerkelijk, omdat *alternative data* doorgaans juist zeer precies, nauwkeurig en specifiek is. Dergelijke informatie is bij uitstek de informatie die de Europese wetgever oorspronkelijk bedoelde met informatie die 'concreet' is.³³ Een van de voornaamste ratio's van de Europese wetgever achter het concreetheidsvereiste is dat geruchten daarmee buiten het bereik van het voorwetenschapsbegrip zouden worden gehouden.³⁴ Wij lichten hierna twee complicaties uit die volgen uit de voorwaarden van art. 7 lid 2 MAR die het lastig maken om *alternative data* als concreet te kwalificeren en geven dan onze eigen visie geven op hoe het concreetheidsvereiste zou moeten worden geïnterpreteerd.

Met betrekking tot de eerste voorwaarde van het concreetheidsvereiste zou ten aanzien van veel *alternative data* kunnen worden beargumenteerd dat die niet 'betrekking heeft op' een situatie of gebeurtenis. Een argument daarvoor zou kunnen zijn dat de desbetreffende informatie in een te ver verwijderd verband staat van een situatie of gebeurtenis.³⁵ Een hieraan gerelateerd argument zou bovendien kunnen zijn dat *alternative data* als zodanig niet de voorwetenschap in kwestie behelst. Het zou bijvoorbeeld kunnen worden beargumenteerd dat niet de transactiedata of de informatie over de voorraden in een distributiecentrum als zodanig de voorwetenschap is, maar bijvoorbeeld 'dalende omzetcijfers' of 'stijgende omzetcijfers' (die uiteindelijk door de desbetreffende uitgevende instelling moeten worden gepubliceerd). Hoewel verdedigbaar, kunnen deze argumenten wel worden

weerlegd. Volgens ons moet 'betrekking hebben op' namelijk ruim worden uitgelegd.³⁶ De transactiedata of informatie over de voorraden in een distributiecentrum hoeven dus geen (directe of evidente) betrekking te hebben op de omzetsituatie van een uitgevende instelling, maar het is voldoende als zij 'wijzen op' een omzetsituatie. Daarnaast kan voorwetenschap betrekking hebben op een toekomstige situatie of gebeurtenis (zoals de definitieve omzetcijfers over een bepaald boekjaar), zodat de desbetreffende informatie zou kunnen worden gekwalificeerd als een tussenstap in een in de tijd gespreid proces waarvan de 'eindinformatie' voorwetenschap behelst.

Met betrekking tot de tweede voorwaarde van het concreetheidsvereiste zou ten aanzien van veel *alternative data* kunnen worden beargumenteerd dat die als zodanig niet specifiek genoeg is om daaruit een conclusie te trekken omtrent de mogelijke invloed van de situatie of gebeurtenis waarop de desbetreffende informatie betrekking heeft. Een argument daarvoor zou kunnen zijn dat ieder los stukje data op zichzelf weinig zal zeggen over de koers van een financieel instrument en daarom als vaag zou kunnen worden beschouwd. Anderzijds zou juist kunnen worden beargumenteerd dat een volledige *batch alternative data* voldoende zou kunnen zijn om daaruit een conclusie te trekken en eventueel om op basis van die conclusie een beleggingsbeslissing te nemen. Onzes inziens zal tussen de twee extremen – één los stukje en een volledige *batch* informatie – een kantelpunt zitten waarop de desbetreffende informatie concreet wordt.³⁷ Dat kantelpunt kan worden gevonden door data te aggregeren totdat sprake is van specifieke informatie of door de frequentie waarmee een volledige *batch alternative data* wordt verkregen (bijvoorbeeld in één keer, in twee delen, in drie delen, etc.) op te delen totdat sprake is van niet-specifieke informatie. Waar het in wezen op neer komt is dat van belang is welke informatie wordt onderworpen aan de vraag of sprake is van voorwetenschap.³⁸ Echter, hoewel in theorie kan worden bepaald welke (verzameling) informatie concreet is, kan dat in de praktijk zeer lastig zijn.

31 Zie ook Hansen 2022, par. B.8.19, die stelt: 'That competition may produce a winner and a loser is acceptable only if the competition is seen as fair and conducted on a level playing ground.' Zie par. 3 over de doelstellingen van de MAR.

32 Zie par. 3.

33 Zie uitvoerig Kristen 2004, p. 297-299.

34 Zie uitvoerig Kristen 2004, p. 304-310.

35 Dat argument gaat overigens voor transactiedata en voor informatie over voorraden in een distributiecentrum in principe niet op, want die informatie heeft duidelijk betrekking op de 'omzetsituatie' van een uitgevende instelling.

36 In de Engelse taalversie van de MAR wordt ook de term 'indicates' (in het Nederlands: 'wijzen op') gebruikt, dat een zwakkere connotatie lijkt te hebben dan 'betrekking hebben op'.

37 Vgl. G.T.J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmisbruik', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2016/12, p. 510 over de 'graduele benadering' van het concreetheidsvereiste.

38 'Informatie' als genoemd in art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR is niet gedefinieerd. Het is een veelomvattend begrip dat zowel een los stukje informatie als een verzameling (of: set) informatie kan bevatten. Dat laatste blijkt onder andere uit het feit dat zowel een tussenstap in een in de tijd gespreid proces als zodanig als een verzameling tussenstappen in een in de tijd gespreid proces als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd (zie art. 7 lid 2, tweede volzin MAR en art. 7 lid 3 MAR). Ook informatie uit verschillende databronnen die individueel beschouwd niet concreet is zou als verzameling wel concreet kunnen zijn (zie in gelijke zin Beckers II.5.10.2.2). Dit is relevant, omdat gebruikers van *alternative data* meerdere datasets kunnen gebruiken om betere beleggingsbeslissingen te nemen.

Naar ons idee liggen twee oorzaken, die nauw met elkaar samenhangen, aan de huidige complicaties bij het kwalificeren van *alternative data* als concrete informatie ten grondslag. In de eerste plaats is het voorwetenschapsbegrip, en in het bijzonder de interpretatie van het concreetheidsvereiste van art. 7 lid 2 MAR, erg toegespitst op informatie die op grond van art. 17 lid 1 MAR openbaar moet worden gemaakt. Art. 17 lid 1 MAR bevat een verplichting voor uitgevende instellingen om voorwetenschap die *rechtstreeks* daarop betrekking heeft te publiceren. Dat betreft bijvoorbeeld informatie over het ontslag van een bestuurder of de verkoop van een belangrijke tak van de onderneming. Echter, voorwetenschap die niet onder het bereik van art. 17 lid 1 MAR valt, kan evengoed wel onder het bereik van het handelsverbod vallen. In de tweede plaats is het concreetheidsvereiste inmiddels uitgekristalliseerd in een (Level 1-)verordening. Onder de Marktmissbruikrichtlijn van 2003 was dat vereiste nader uitgewerkt als *guidance* in implementatiewetgeving.³⁹ Die *guidance* was in principe bedoeld om rechtszekerheid te bieden aan marktdeelnemers, maar lijkt vooral toegespitst te zijn geweest op voorwetenschap als bedoeld in de voorganger van art. 17 lid 1 MAR.⁴⁰ Aangezien het concreetheidsvereiste erg is toegespitst op voorwetenschap die op grond van art. 17 lid 1 MAR moet worden gepubliceerd en ervoor is gekozen dat vereiste expliciet te specificeren in een bepaling van de MAR (in plaats van bijvoorbeeld in richtsnoeren van ESMA), is het lastiger om sommige informatie als concreet te kwalificeren, omdat dat enige gekunsteldheid vergt binnen de parameters van art. 7 lid 2 MAR.

Onzes inziens zou het concreetheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip dat wordt gebruikt voor het handelsverbod alle informatie moeten behelzen die precies, nauwkeurig of specifiek is.⁴¹ Vage en algemene informatie alsmede geruchten worden daarmee in principe buiten de deur gehouden. Wij kennen voor het handelsverbod dus meer waarde toe aan de term 'concreet' (in de Engelse taalversie van de MAR: 'precise') van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR. Art. 7 lid 2 MAR geeft meer duidelijkheid voor uitgevende instellingen over hun voorwetenschap-publicatieverplichting, maar die bepaling is in onze ogen minder geschikt voor het handelsverbod.

7. Een korte opmerking over het koersgevoeligheidsvereiste

Ons zou kunnen worden tegengeworpen dat *alternative data*, in het bijzonder niet-gestructureerde *alternative data*, niet snel aan het koersgevoeligheidsvereiste van het voorwetenschapsbegrip zal voldoen. De in onze ogen twee belangrijkste argumenten voor die tegenwerping behandelen wij hieronder.

In de eerste plaats zou kunnen worden beargumenteerd dat losse 'stukjes' informatie als zodanig niet snel koersgevoelig zullen zijn. Daarvan is bijvoorbeeld pas sprake als de transactiedata of de voorraden in een distributiecentrum significant afwijken van verwachtingen. Wij merken daarover op dat, net als bij het concreetheidsvereiste, moet worden gezocht naar een kantelpunt waarop (een verzameling) informatie koersgevoelig wordt. Desalniettemin, hoewel in theorie kan worden bepaald wanneer sprake is van koersgevoelige informatie, zal dat in praktijk zeer lastig zijn. Als bijvoorbeeld transactiedata via een *data feed* worden verkregen, zal de (verzameling) informatie per nieuwe transactie wijzigen en moeten worden onderworpen aan de vraag of zij koersgevoelig is.

Dat *alternative data* relevant kan zijn blijkt simpelweg al uit het feit dat daarvoor soms enorme bedragen worden betaald.⁴² Echter, een groot gedeelte *alternative data* wordt alleen gebruikt door professionele beleggers. In de tweede plaats zou daarom kunnen worden beargumenteerd dat *alternative data* niet relevant is voor de redelijk handelende belegger. Niet-professionele beleggers kunnen *alternative data* doorgaans moeilijk interpreteren en zullen deze dus niet gebruiken om er hun beleggingsbeslissingen (ten dele) op te baseren. Als de redelijk handelende belegger wordt gezien als een belegger die geen gebruik zou maken van *alternative data*, zal *alternative data* niet kunnen worden gekwalificeerd als voorwetenschap en mogen professionele beleggers dergelijke data gewoon gebruiken. Dat lijkt toch wel te schuren met de tweede algemene doelstelling van de MAR, omdat niet-professionele beleggers mogelijk kunnen worden benadeeld doordat zij handelen met een professionele belegger die beter is geïnformeerd omdat hij gebruikmaakt van *alternative data*, wat het *playing field* op de effectenmarkten minder *level* zou kunnen maken. Een mogelijke oplossing om *alternative data* toch als koersgevoelig te kwalificeren zou kunnen zijn het verlagen van de drempel van art. 7 lid 4 MAR. Dat zou er toe kunnen leiden dat informatie die wel relevant is voor professionele beleggers, maar niet of vrijwel niet relevant is voor niet-professionele beleggers, alsnog als koersgevoelig kan worden gekwalificeerd.

³⁹ Zie art. 1 lid 1 Richtlijn 2003/124/EG (*PbEU* 2003, L 339/70).

⁴⁰ Zie preambule, overweging 3 Richtlijn 2003/124/EG.

⁴¹ Wij laten ons hier in principe niet uit over het voorwetenschap-publicatiegebod maar wijzen er wel op dat onlangs een voorstel is gepubliceerd waarin een onderscheid wordt aangebracht in het voorwetenschapsbegrip dat ten grondslag ligt aan het handelsverbod en aan het publicatiegebod. Zie Europese Commissie, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2017/1129, (EU) No 596/2014 and (EU) No 600/2014 to make public capital markets in the Union more attractive for companies and to facilitate access to capital for small and medium-sized enterprises*, 7 december 2022, COM(2022) 762 final, in het bijzonder art. 2 (p. 66; par. 38a).

⁴² Zie ook U.S. Court of Appeals for the Third Circuit 10 April 2017, *Securities & Exchange Commission v. Bonan Huang; Nan Huang*, No. 16-2390, waarin een werknemer zelfs transactiedata had gestolen. Zie ook S. Barlyn, 'Former analyst for Capital One must pay \$13.5 million for insider trading: SEC', 26 februari 2016, *Reuters*.

In de literatuur bestaat overigens discussie over het antwoord op de vraag of de 'redelijk handelende belegger'-toets die volgt uit art. 7 lid 4 MAR een specificering betreft van het vereiste van art. 7 lid 1, aanhef en onder a, MAR, dat inhoudt dat de desbetreffende informatie 'waarschijnlijk een significante koersinvloed' moet hebben of dat die toets slechts behulpzaam is bij het beantwoorden van de vraag of die informatie koersgevoelig is.⁴³ Wij zijn van mening dat sprake is van een specificering. De 'redelijk handelende belegger'-toets staat namelijk, net als de specificering van het concreetheidsvereiste, in de verordening (Level 1) zelf.⁴⁴

8. Uitleiding

Alternative data schept nieuwe mogelijkheden om (oneerlijk) voordeel uit informatie te behalen. Of *alternative data* onder de MAR als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd, is een lastig te beantwoorden vraag. Het voorwetenschapsbegrip is geconcipieerd in een tijd waarin vooral traditionele of conventionele data een rol speelden. De laatste jaren is een uitbreiding te zien naar alternatieve vormen van informatie die eerder, maar ook moeilijker kan worden verkregen en vaak lastig(er) te interpreteren is. In deze bijdrage hebben wij een poging gedaan om een beter begrip te creëren over wat *alternative data* is en wanneer *alternative data* voorwetenschap kan behelzen. Daarin is gebleken dat vooral het niet-openbaarheidsvereiste en het concreetheidsvereiste complicaties kunnen veroorzaken bij het kwalificeren van *alternative data* als voorwetenschap. Wij hebben daarom een eigentijdse blik op zowel het niet-openbaarheidsvereiste als het concreetheidsvereiste geworpen en getracht deze beter toe te spitsen op de huidige tijd. Daarnaast hebben wij een korte opmerking gemaakt over het koersgevoeligheidsvereiste. Beleggers moeten worden geprikkeld om informatie te vergaren en te gebruiken, zodat die informatie op de effectenmarkten wordt verwerkt. Wij eerbiedigen dit principe in grote mate, maar hebben geprobeerd duidelijkere grenzen te trekken tussen het toelaatbare en het ontoelaatbare. Als informatie voorwetenschap behelst, is het verboden daarmee te handelen. Bovendien mag die informatie niet worden gedeeld, bijvoorbeeld door de informatie te verkopen.⁴⁵

Wij besluiten met een enigszins cynische opmerking. Wat in onze analyse opviel, zeker ten aanzien van het concreetheidsvereiste en het koersgevoeligheidsvereiste, is dat van het ene op het andere moment sprake kan zijn van voorwetenschap. Er zal per verzameling informatie steeds moeten worden beoordeeld of is voldaan aan alle vereisten van het voorwetenschapsbegrip. Hoewel in theorie kan worden bepaald wanneer sprake is van voorwetenschap, zal dat in de

praktijk zeer lastig zijn. Wellicht moet de oplossing voor het gebruik van informatie waarvan het gevoel bestaat dat die informatie voorwetenschap behelst niet alleen worden gezocht in het verbod van handel met voorwetenschap. Er zou bijvoorbeeld kunnen worden nagedacht over het instellen van verboden om bepaalde informatie, zoals transactiedata, te delen of het instellen van verplichtingen om informatie, zoals informatie over voorraden in distributiecentra, beter af te schermen buiten het Europese anti-marktmisbruikregime. In een moderniserende wereld waarin steeds meer informatie relevant wordt kan het naar onze indruk geen kwaad naar mogelijkheden te zoeken buiten het in de jaren 80 van de vorige eeuw geconcipieerde verbod op handel met voorwetenschap.

⁴³ Zie overzichtelijk Beckers II.5.10.4.3.

⁴⁴ Zie par. 6 ten aanzien van het concreetheidsvereiste.

⁴⁵ Zie art. 14, aanhef en onder c, jo. art. 10 lid 1 MAR.