

Insiders

mr. F.M.A. 't Hart¹

De marktmisbruikverordening bevat voor zogenaamde 'insiders' twee belangrijke verplichtingen. Ten eerste, de verplichting voor uitgevende instellingen om een lijst bij te houden van personen die over voorwetenschap beschikken. Ten tweede, de verplichting voor leidinggevende personen en aan hen nauw verbonden personen om transacties in (bepaalde) financiële instrumenten van hun eigen instelling te melden aan de toezichthouder. De verplichting voor uitgevende instellingen om terzake een gedragscode op te stellen, is komen te vervallen.

1. Drie regimes voor insiders

Het begrip 'insider' is geen eenduidig begrip vanwege het feit dat de (Europese) wetgeving diverse gecategoriseerde personen kent die onder verschillende omstandigheden tot uiteenlopende verplichtingen gehouden zijn. Denk bijvoorbeeld aan 'beleidsbepalers die op betrouwbaarheid en geschiktheid getoetst dienen te worden'² en 'medewerkers die een hogere leidinggevende of risiconemende functie uitoefenen'³ of personen met een 'integriteitsgevoelige functie'.⁴

Het begrip insider wordt veelal geassocieerd met wetgeving ten aanzien van privé-beleggingstransacties. Inzichtelijk is de wetgeving op dit gebied allerminst. Deze wetgeving kent in essentie drie verschillende regimes. Een van deze drie regimes zal als gevolg van de marktmisbruikverordening worden gewijzigd.

Hierna zullen alle drie de regimes kort worden beschreven om vervolgens in te gaan op de belangrijkste verplichtingen die de marktmisbruikverordening met zich brengt.

1.1. Het eerste regime

Het eerste regime was neergelegd in art. 5:65 Wft en betrof de verplichting voor (bepaalde) uitgevende instellingen om een reglement op te stellen met daarin gedragsregels ten aanzien van het bezit van en transacties in aandelen (of financiële instrumenten waarvan de waarde mede wordt bepaald door die aandelen) door werknemers. Financiële ondernemingen kunnen zich als een uitgevende instelling kwalificeren maar doen dat niet per definitie. Dit regime dankte haar ontstaan aan de eerste marktmisbruikrichtlijn uit 2003.⁵ Nieuw was

dit regime toen overigens niet aangezien de Wet toezicht effectenverkeer 1995 reeds in een dergelijk regime voorzag.⁶ De marktmisbruikverordening voorziet dus in een derde generatie van dit regime. Art. 5:60 Wft bevatte daarnaast een openbaarmakingsplicht voor onder andere leidinggevende personen terzake van (bepaalde) financiële instrumenten in hun (eigen) uitgevende instelling. Ook dit (aanvullende) regime is vervangen als gevolg van de marktmisbruikverordening.

Het door uitgevende instellingen op te stellen reglement diende regels te bevatten over onder andere (i) de taken en bevoegdheden van de compliance-officer, (ii) de verplichtingen van meldingsplichtige personen en (iii) de zogenaamde open en gesloten periodes voor meldingsplichtige personen. Meldingsplichtige personen⁷ waren (i) bestuurders en commissarissen, (ii) personen die bevoegd zijn besluiten te nemen die gevolgen hebben voor toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten en regelmatig kennis kunnen hebben van koersgevoelige informatie, en (iii) nauw gelieerde personen.⁸

voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

6. Zie voormalig art. 47f Wet toezicht effectenverkeer 1995: 'Een rechtspersoon, vennootschap of instelling met statutaire zetel in Nederland die effecten als bedoeld in artikel 46, eerste lid, onder a of b, heeft uitgegeven of zal uitgeven, met uitzondering van effecten die zijn uitgegeven of zullen worden uitgegeven in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld, alsmede een rechtspersoon, vennootschap of instelling met statutaire zetel in een staat die niet een lidstaat is die effecten als bedoeld in artikel 46, eerste lid, onder a, heeft uitgegeven of zal uitgeven, met uitzondering van effecten die zijn uitgegeven of zullen worden uitgegeven in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld, stelt een reglement vast waarin regels worden gesteld ten aanzien van het bezit van en transacties in op haar betrekking hebbende aandelen of in effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van deze aandelen door haar werknemers en de personen, bedoeld in artikel 47a, eerste lid, onder a en b. Het reglement voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels.'
7. Zie voormalig art. 5:60 Wft.
8. Zie voormalig art. 5 Besluit marktmisbruik.

1. Frank 't Hart is advocaat bij Hart Advocaten te Amsterdam.
2. Art. 3:8 Wft (dat betrekking heeft op beleidsbepalers van onder andere banken en verzekeraars).
3. Art. 2 lid 1 sub b Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014.
4. Art. 1 BGfo.
5. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met

De AFM had ter zake van dit eerste regime een leidraad gepubliceerd onder de titel 'Beleidsregel verplicht reglement'.⁹ Deze leidraad bevatte 'aanbevelingen' ten aanzien van de wijze waarop een uitgevende instelling invulling kon geven aan de verplichting om een reglement op te stellen en meer in het bijzonder om open en daardoor ook gesloten periodes van meldingsplichtige personen te bepalen. Zo bevatte deze leidraad de aanbeveling om een gesloten periode voor meldingsplichtige personen in te stellen (i) 2 maanden voor de publicatie van het jaarbericht, (ii) 21 dagen voor de publicatie van het halfjaarbericht, het kwartaalbericht of de bekendmaking van het (interim-)dividend en (iii) 1 maand voor publicatie van een prospectus van een aandelenemissie.¹⁰ Deze leidraad is door de AFM – met het oog op de marktmisbruikverordening – in juli 2016 ingetrokken.¹¹

1.2. Tweede regime

Het tweede regime is neergelegd in art. 5:68 Wft en is van toepassing op – kort gezegd – financiële ondernemingen die geen beleggingsdiensten verlenen (waaronder bijvoorbeeld verzekeraars¹²). Dit tweede regime vindt haar oorsprong in de Wet toezicht effectenverkeer 1995.¹³ Een essentieel ver-

schil met het eerste en het derde regime is dat dit regime geen Europeesrechtelijke grondslag kent.

Voor financiële ondernemingen die geen beleggingsdiensten verlenen geldt de verplichting om een gedragscode vast te stellen met betrekking tot privé-transacties. Onder een privé-transactie dient te worden verstaan een transactie in een financieel instrument voor eigen rekening of ten behoeve van een derde op wiens beleggingen de betrokkene, anders dan uit hoofde van het verlenen van een beleggingsdienst, invloed uitoefent.¹⁴ Het Besluit Marktmisbruik stelt specifieke eisen waaraan deze gedragscode moet voldoen.¹⁵

Insiders als bedoeld in dit tweede regime zijn (i) personen die het dagelijks beleid (mede) bepalen, (ii) personen betrokken bij effectentransacties, bemiddeling of vermogensbeheer en (iii) personen die uit hoofde van verbondenheid aan de onderneming regelmatig kunnen beschikken over voorwetenschap.¹⁶

1.3. Het derde regime

Het derde regime was evenals het tweede regime neergelegd in art. 5:68 Wft maar is van toepassing op financiële ondernemingen die wel beleggingsdiensten verlenen.¹⁷ Dit regime vindt haar oorsprong in de eerste MiFID-richtlijn¹⁸ (en voorheen de Wet effectenverkeer 1995¹⁹). Dit derde regime is anders dan het tweede regime niet nader uitgewerkt in het Besluit Marktmisbruik maar in het BGfo.²⁰ Dit regime is van toepassing op onder andere beheerders van een icbe en beleggingsondernemingen, beide indien en voor zover zij beleggingsdiensten verlenen.²¹ Onder dit laatste begrip worden tevens verstaan banken die beleggingsdiensten verlenen. Dit regime kent niet het begrip insider maar wel het begrip 'relevante persoon'.²² Onder een relevante persoon wordt verstaan: (i) een persoon die het dagelijks beleid bepaalt of een verbonden agent is van een beleggingsonderneming, (ii) een ieder die het dagelijks beleid bepaalt van een verbonden agent van een beleggingsonderneming, (iii) een werknemer van de beleggingsonderneming of van een verbonden agent van de beleggingsonderneming of van een andere natuurlijke persoon wiens diensten ter beschikking en onder zeggenschap staan van een beleggingsonderneming onderscheidenlijk de verbonden agent en die betrokken is bij het verrichten

9. Zie Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-04 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake een model voor het verplichte reglement als bedoeld in art. 5:65 Wft.

10. Zie art. 4 AFM beleidsregel verplichte reglement.

11. Zie art. 1 Besluit tot intrekking van de Beleidsregels aangaande marktmisbruik van 14 juli 2016.

12. Art. 24 lid 2 Besluit Marktmisbruik geeft de reikwijdte van dit tweede regime weer: 'Het eerste lid is van toepassing op: a. clearinginstellingen; b. banken die geen beleggingsdiensten mogen verlenen of beleggingsactiviteiten mogen verrichten, beheerders van beleggingsinstellingen, beheerders van icbe's, beleggingsmaatschappijen, financiële instellingen die een verklaring van ondertoezichtstelling hebben verkregen, maatschappij voor collectieve belegging in effecten, ondernemings spaarfondsen, pensioenfondsen en verzekeraars, die beschikken over een gekwalificeerde deelneming in een uitgevende instelling of waarvan de transacties in financiële instrumenten gedurende het afgelopen kalenderjaar € 20 miljoen of meer hebben bedragen.'

13. Art. 18a Wet toezicht effectenverkeer 1995 lid 1 luidde: '1. Een instelling als bedoeld in artikel 7, tweede lid, onder a, f, k of l, of een kredietinstelling of financiële instelling als bedoeld in artikel 1, eerste lid, onderdeel a, onder 1°, onderscheidenlijk onderdeel c, van de Wet toezicht kredietwezen 1992, niet zijnde een instelling als bedoeld in artikel 7, tweede lid, onder h, houdt zich aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen effectentypische gedragsregels. Deze regels hebben in elk geval betrekking op het omgaan met koersgevoelige informatie, privé beleggingstransacties van bestuurders en personeelsleden, het tegengaan van marktmanipulatie, het voorkomen van belangenverstremgeling, voor zover dit te maken heeft met effectentransacties, en het vastleggen van relevante gedragscodes en andere voorzieningen die met het oog op het bovenstaande zijn getroffen, in de

administratieve organisatie en interne controle.'

14. Art. 1 Besluit marktmisbruik.

15. Dit tweede regime is nader uitgewerkt in art. 24 t/m 27 Besluit marktmisbruik.

16. Zie art. 25 lid 2 Besluit marktmisbruik.

17. Deze verplichting vloeit voort uit art. 4:14 Wft.

18. Zie art. 13 MiFID I.

19. Zie art. 23 Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999.

20. Zie art. 35c en verder BGfo.

21. Zie art. 4:14 lid 1 Wft voor een volledige opsomming van de financiële ondernemingen waarop dit derde regime van toepassing is.

22. Zie art. 1 BGfo.

van beleggingsactiviteiten of het verlenen van beleggingsdiensten door de beleggingsonderneming en (iv) een natuurlijke persoon die uit hoofde van een overeenkomst tot uitbesteding met het oog op het verlenen of verrichten door de beleggingsonderneming van beleggingsdiensten of beleggingsactiviteiten rechtstreeks betrokken is bij het verrichten van diensten ten behoeve van de beleggingsonderneming of haar verbonden agent.

De aan dit derde regime onderworpen financiële ondernemingen dienen te beschikken over procedures en maatregelen met betrekking tot persoonlijke transacties door relevante personen.²³ Naast het begrip 'relevante persoon' is ook het begrip 'persoonlijke transactie' gedefinieerd.

Onder een persoonlijke transactie²⁴ wordt verstaan: een transactie in een financieel instrument door of in naam van een relevante persoon, waarbij (i) de betrokken relevante persoon anders handelt dan in de normale uitoefening van zijn beroep of bedrijf, (ii) de transactie wordt verricht voor rekening van de relevante persoon, (iii) de transactie wordt verricht voor rekening van een persoon met wie de relevante persoon familiebanden of nauwe banden heeft of (iv) de transactie wordt verricht voor rekening van een persoon wiens relatie met de relevante persoon van dien aard is dat de relevante persoon een direct of indirect wezenlijk belang heeft bij het resultaat van de transactie afgezien van een provisie voor de uitvoering van de transactie.

De voorgeschreven procedures en maatregelen die de aan dit (derde) regime onderworpen financiële ondernemingen dienen te treffen, moeten erop gericht zijn dat indien (i) een relevante persoon betrokken is bij het verrichten van activiteiten die een belangenconflict kunnen doen ontstaan, of (ii) indien een relevante persoon als gevolg van een activiteit die hij in naam van de beheerder of beleggingsonderneming verricht toegang heeft tot koersgevoelige informatie of tot andere vertrouwelijke informatie over cliënten of transacties met of voor cliënten, een aantal specifieke gedragsregels naleeft.

Deze gedragsregels bestaan uit zes verbodsnormen. Een relevante persoon (i) mag geen persoonlijke transactie (laten) verrichten die in strijd is met art. 5:56 of 5:58 Wft, (ii) mag geen persoonlijke transactie (laten) verrichten die leidt tot misbruik of ongeoorloofde bekendmaking van vertrouwelijke informatie, (iii) mag geen persoonlijke transactie (laten) verrichten die anderszins in strijd is of in strijd kan zijn met – kort gezegd – de herziene richtlijn beleggingsinstellingen of MiFID I, (iv) mag niet, anders dan in de normale uitoefening van zijn beroep of bedrijf, een andere persoon adviseren om een transactie in een financieel instrument aan te gaan die, wanneer dit een persoonlijke transactie van de relevante persoon zou zijn, niet zou zijn toegestaan,

en (v) mag geen informatie of advies aan een andere persoon bekendmaken anders dan in de normale uitoefening van zijn beroep of bedrijf, indien de relevante persoon weet of redelijkerwijs behoort te weten dat de andere persoon een transactie in een financieel instrument zal of zou kunnen aangaan die, wanneer dit een persoonlijke transactie van de relevante persoon zou zijn, niet zou zijn toegestaan en ten slotte (vi) mag een relevante persoon geen informatie of advies aan een andere persoon bekendmaken anders dan in de normale uitoefening van zijn beroep of bedrijf indien de relevante persoon weet of redelijkerwijs behoort te weten dat de andere persoon een derde zal of zou kunnen adviseren een transactie in een financieel instrument aan te gaan die, wanneer het een persoonlijke transactie van de relevante persoon zou zijn, niet zou zijn toegestaan.

Onderlinge samenhang

Voor de praktijk is het van belang zich te realiseren dat de in de verschillende regimes gehanteerde definities en begrippen niet gelijkkluidend zijn. Bovendien zijn de definities en begrippen niet zodanig omschreven dat deze makkelijk in de praktijk uitlegbaar en toepasbaar zijn. Zo verschilt de definitie van 'privé-transactie' uit het tweede regime met de definitie van 'persoonlijke transactie' uit het derde regime. Ook verschilt bijvoorbeeld het begrip 'beleidsbepaler' uit het eerste regime met het begrip 'insider' uit het tweede regime en het begrip 'relevante persoon' uit het derde regime. Zolang op een instelling uitsluitend één regime van toepassing is, behoeven de verschillen in definities en de verschillende gedragsregels die bij iedere regime nageleefd moeten worden voor de praktijk niet problematisch te zijn. Financiële conglomeraten en financiële ondernemingen die anderzijds in groepsverband opereren worden echter in de praktijk geconfronteerd met een lastige keuze. Dit is de keuze of tussen één geïntegreerde gedragscode die op alle in de groep opererende entiteiten van toepassing is, of om voor iedere entiteit binnen de groep een aparte gedragscode op te stellen.

De marktmisbruikverordening brengt in deze problematiek overigens geen verandering.

2. Vervanging eerste regime

De marktmisbruikverordening behelst een vervanging van het eerste regime. Het tweede en derde regime blijven onverkort van kracht. Beide regimes hebben namelijk betrekking op het effectentypisch gedragstoezicht.²⁵

23. Zie art. 35c lid 1 BGfo.

24. Zie art. 1 BGfo.

25. De Minister van Financiën omschrijft het effectentypische gedragstoezicht als 'een onderdeel van het gedragstoezicht, dat betrekking heeft op de handel in effecten door instellingen in het kader van de goede werking van de effectenmarkten en de bescherming van de beleggers op die markten.' Daarbij wordt door de Minister van Financiën onderscheid gemaakt tussen vier

De Memorie van Toelichting van de Wet implementatie verordening en de richtlijn Marktmisbruik vermeldt hierover:

'Voor de artikelen 5:68 en 5:69, welke deel uitmaken van Hoofdstuk 5.4, is dat anders. Deze bepalingen, die zien op het zogenaamde effectentypisch gedragtoezicht, worden gehandhaafd in de Wft. Zij vloeien niet voort uit de richtlijn Marktmisbruik 2003 en kennen daarom ook geen pendant in de Verordening. Op grond van het effectentypisch toezicht dient de financiële onderneming zich aan bepaalde regels te houden met betrekking tot integere bedrijfsvoering ten aanzien van haar optreden op markten in financiële instrumenten. Dit heeft wel raakvlakken met de regels ter voorkoming van marktmisbruik, aangezien financiële ondernemingen onder andere interne voorschriften dienen vast te stellen met betrekking tot het omgaan met voorwetenschap en met betrekking tot privétransacties in financiële instrumenten door bestuurders en personeelsleden.

De Verordening en de richtlijn Marktmisbruik 2003 bevatten alleen dergelijke regels ten aanzien van uitgevende instellingen. Aangezien het bepaalde in de artikelen 5:68 en 5:69 niet overlappen met hetgeen de Verordening reguleert, hoeven deze artikelen niet te vervallen.²⁶

3. Verplichte insiderslijst

Art. 18 MAR schrijft in essentie voor dat uitgevende instellingen of personen die namens hen of voor hun rekening handelen (hierna gezamenlijk: 'uitgevende instellingen') een zogenaamde insiderslijst opstellen en actueel houden.²⁷ Deze insiderslijst

soorten effectentypische gedragsregels. Ten eerste, gedragsregels met betrekking tot het omgaan met koersgevoelige informatie, gebruik van voorwetenschap en koersmanipulatie. Ten tweede, regels over administratieve organisatie en interne controle die samenhangen met de effectentypische gedragsregels (Chinese Walls). Ten derde, regels ter bescherming van eigendomsrechten van beleggers. Ten vierde, gedragsregels die zien op de omgang met cliënten en de wijze waarop de instelling haar diensten aanbiedt en uitvoert (zie Brief van de Minister van Financiën aan Tweede Kamer d.d. 6 juli 2001, Institutionele vormgeving van het toezicht op de financiële marktsector, nr. 26 466).

26. Zie pagina 17 Memorie van Toelichting.

27. Zie art. 18 lid 1 MAR. Art. 18 lid 1 tot en met 5 MAR zijn overigens ook van toepassing op uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten worden verhandeld op een zogenaamde mkb-groeimarkt (zie art. 18 lid 6 MAR). Lid 1 tot en met 5 van dit artikel zijn ook van toepassing op (a) Deelnemers aan de emissierechtenmarkt ten aanzien van informatie met betrekking tot emissierechten die verband houdt met de fysieke activiteiten van deze deelnemer aan

moet desgevraagd zo spoedig mogelijk aan de toezichthouder ter beschikking worden gesteld.²⁸ In Nederland is dat de AFM. Deze verplichting mag overigens uitbesteed worden maar uitbesteding ontslaat de uitgevende instelling niet van haar eigen (publiekrechtelijke) verantwoordelijkheid.²⁹

3.1. Het begrip insiders

Insiders onder dit nieuwe (eerste) regime zijn personen die toegang hebben tot voorwetenschap en die bij hen, op basis van een arbeidscontract, werkzaam zijn of anderszins taken verrichten in het kader waarvan zij toegang hebben tot voorwetenschap, zoals adviseurs, accountants of ratingbureaus. Een arbeidsovereenkomst is dus niet vereist: het gaat om de vraag of werkzaamheden voor de onderneming worden verricht ongeacht uit welke hoofde.

Uitgevende instellingen dienen alle redelijke maatregelen te nemen om ervoor te zorgen dat insiders schriftelijk verklaren op de hoogte te zijn van de wettelijke en regelgevende taken die hun activiteiten met zich brengen, alsook van de sancties die van toepassing zijn op handel met voorwetenschap en het wederrechtelijk meedelen van voorwetenschap.³⁰

3.2. De insiderslijst

De insiderslijst moet aan een aantal minimumvereisten voldoen. Zo dient de lijst in ieder geval te vermelden: (i) de identiteit van alle insiders, (ii) de reden voor opname op de lijst, (iii) de datum en het tijdstip waarop de desbetreffende insiders toegang tot voorwetenschap hebben gekregen en (iv) de datum waarop de lijst van insiders is opgesteld.³¹

Uitgevende instellingen dienen de insiderslijst actueel te houden.³² De insiderslijst moet bijgewerkt worden, met vermelding van de datum waarop dit geschiedt, in het bijzonder wanneer: (i) er zich een wijziging voordoet in de reden waarom een persoon op de insiderslijst staat, (ii) een nieuwe persoon toegang tot voorwetenschap heeft of (iii) een persoon niet langer over voorwetenschap beschikt

de emissierechtenmarkt en (b) elk veilingplatform, elke veilingmeester en de veilingtoezichthouder in verband met veilingen van emissierechten of andere daarop gebaseerde geveilde producten die worden gehouden ingevolge Verordening (EU) nr. 1031/2010 en (b) deelnemers aan de emissierechtenmarkt of bij veilingen van emissierechten (zie art. 18 lid 8 MAR). Tenslotte is art. 18 MAR van toepassing op uitgevende instellingen waarvan – kort gezegd – de financiële instrumenten zijn toegelaten op of verhandeld worden op een reglementeerde markt danwel een MFT of OTF in enig lidstaat (zie art. 18 lid 7 MAR).

28. Zie art. 18 lid 1 sub c MAR.

29. Zie art. 18 lid 2 MAR.

30. Zie art. 18 lid 2 MAR.

31. Zie art. 18 lid 3 MAR.

32. Zie art. 18 lid 1 sub b MAR.

(en dus geen insider meer is). Ook de reden waarom de bijwerking plaatsvindt, moet vermeld worden.³³ De insiderslijst moet voor een periode van ten minste 5 jaar bewaard worden. Deze periode begint op de datum van totstandkoming van de insiderslijst dan wel de laatste datum van wijziging.³⁴

3.3. Het voorgeschreven format

De Europese Commissie heeft in een gedelegeerde verordening een aantal specifieke eisen gesteld aan de insiderslijst en de wijze waarop deze insiderslijst aan de toezichthouder ter beschikking moet worden gesteld.³⁵

Uitgevende instellingen dienen de insiderlijst in te delen conform een voorgeschreven template.³⁶ Dit template moet actueel gehouden worden.³⁷ Het template moet bestaan uit een aantal voorgeschreven 'kolommen' waarin vermeld dient te worden (onder andere) de identiteitsgegevens van de insider en de reden of functie waarom deze insider toegang heeft tot voorwetenschap.³⁸ Insiders met permanente voorwetenschap mogen apart worden vermeld.³⁹ Daarvoor is ook een aparte template opgesteld die als bijlage aan deze verordening is toegevoegd.⁴⁰

De voorgeschreven indeling waarborgt de vertrouwelijkheid van de opgenomen informatie door te zorgen dat de lijst van insiders beperkt is tot duidelijk identificeerbare personen.⁴¹ Daarnaast dient de nauwkeurigheid van de opgenomen informatie gewaarborgd te zijn.⁴² Ten derde dient gewaarborgd te zijn de toegang tot vorige versies van de insiderslijst.⁴³

33. Zie art. 18 lid 4 MAR.

34. Zie art. 18 lid 5 MAR.

35. Uitvoeringsverordening (EU) 2016/347 van 10 maart 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de precieze indeling van lijsten van personen met voorwetenschap en voor het bijwerken van lijsten van personen met voorwetenschap overeenkomstig Verordening (EU) 596/2014 van het Europees parlement en de Raad.

36. Zie art. 2 lid 3 Uitvoeringsverordening Insiderslijst alsmede template 1. Voor uitgevende instellingen op mkb-groeimarkten geldt een aparte template die eveneens als bijlage aan de Uitvoeringsverordening Insiderslijst is toegevoegd (zie art. 3 Uitvoeringsverordening Insiderslijst).

37. Zie art. 2 lid 3 Uitvoeringsverordening Insiderslijst.

38. De indeling is als volgt: voornamen, achternaam, geboortenaam, telefoonnummer kantoor, naam en adres onderneming, functie en reden waarom iemand voorwetenschap heeft, datum waarop die voorwetenschap verkregen is, datum waarop die voorwetenschap is opgehouden, geboortedatum, nationaal identificatienummer, telefoonnummer thuis en ten slotte het volledige huisadres.

39. Zie art. 2 lid 2 Uitvoeringsverordening Insiderslijst.

40. Zie template 2 van de Uitvoeringsverordening Insiderslijst.

41. Zie art. 2 lid 4 sub a Uitvoeringsverordening Insiderslijst.

42. Zie art. 2 lid 4 sub b Uitvoeringsverordening Insiderslijst.

43. Zie art. 2 lid 4 sub c Uitvoeringsverordening Insiders-

4. Meldingsplicht leidinggevenden

Art. 19 MAR verplicht in essentie leidinggevenden en nauw aan hen verbonden personen om de uitgevende instelling waaraan zij verbonden zijn alsmede hun toezichthouder (AFM) te informeren over alle transacties die zij voor eigen rekening verrichten met betrekking tot aandelen of schuldinstrumenten van een uitgevende instelling.⁴⁴ Strikt genomen moet deze meldingsplicht worden onderscheiden van de hiervoor drie besproken regimes. De meldingsplicht kan beschouwd worden als een aanvulling op het eerste regime en niet moet uit het oog worden verloren dat dit een zelfstandige verplichting is.⁴⁵ Deze verplichting kende aanvankelijk geen Europeesrechtelijke achtergrond tot aan de implementatie van de richtlijn Marktmissbruik op 1 oktober 2005.⁴⁶ Voorheen was deze verplichting vastgelegd in art. 5:60 Wft.⁴⁷

Eerst met de in 2001 doorgevoerde wijziging van de Wet melding zeggenschap 1996 kon naast een meldingsplicht ook een openbaarmakingsplicht op leidinggevende personen rusten (beperkt tot transacties in aandelen door bestuurders en commissarissen).⁴⁸

4.1. Uitgevende instelling

Uitgevende instellingen dienen hun leidinggegenden schriftelijk in kennis te stellen van hun verantwoordelijkheden in deze. De leidinggegenden zijn op hun beurt verplicht om de nauw verbonden personen schriftelijk in kennis te stellen van hun verantwoordelijkheden en dienen deze kennisgeving te bewaren.⁴⁹ Een uitgevende instelling dient een lijst aan te houden van alle leidinggegenden en de nauw verbonden personen. Deze lijst moet overigens niet verward worden met de zogenaamde insiderslijst die een uitgevende instelling ingevolge art. 18 MAR dient op te stellen. In de praktijk kunnen personen die kwalificeren als (permanente) insider ingevolge art. 18 MAR overigens ook kwalificeren als leidinggevende ingevolge art. 19 MAR.

lijst.

44. Hieronder dient tevens verstaan te worden de deelnemer aan de emissierechtenmarkt.

45. De meldingsplicht kan in zoverre als een aanvulling op het eerste regime worden beschouwd dat de meldingsplicht an sich nog niet leidt tot openbaarmaking. In feite zou gesproken kunnen worden over een tweetrapsraket: de leidinggevende meldt en daarna volgt de openbaarmaking.

46. Voor 1 oktober 2005 voorzag de Wet toezicht effectenverkeer 1995 al in een meldingsplicht. Zie A.J.P. Tillema, 'Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 nader bezien', *BeE* 1999, p. 32-40.

47. Art. 5:60 Wft diende ter vervanging van het voormalige art. 47a Wte 1995. Van de meldingsplicht werd aanvankelijk uitsluitend een preventieve werking toegekend.

48. Zie J.J.J. Schutte, 'Meldingsverplichtingen', *Handboek Marktmissbruik*, (Serie Onderneming en Recht deel 34) (tweede druk) p. 277-298.

49. Zie art. 19 lid 4 MAR.

4.2. Reikwijdte

Deze meldingsplicht geldt niet alleen voor aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling maar ook ten aanzien van afgeleide dan wel daarmee verbonden financiële instrumenten.⁵⁰ Drie specifiek in de marktmisbruikverordening vermelde transacties vallen eveneens onder reikwijdte van deze meldingsplicht. Ten eerste, transacties waarbij financiële instrumenten als zekerheid worden verstrekt of worden uitgeleend.⁵¹ Ten tweede, transacties uitgevoerd door anderen maar namens leidinggevend en of nauw verbonden personen (ook indien dat geschiedt op discretionaire basis).⁵² En ten derde, transacties in het kader van een levensverzekering.⁵³

Deze meldingsplicht geldt overigens uitsluitend indien de desbetreffende financiële instrumenten toegelaten zijn tot de handel op een gereglemen-

teerde markt dan wel TMF (dan wel dat een verzoek daartoe is ingediend) dan wel verhandeld worden op een MTF of OTF.⁵⁴

[Voor de praktijk is van belang dat de marktmisbruikverordening niet langer voorziet in een vrijstelling van de meldplicht ter zake van transacties verricht in het kader van een vrije hand vermogensbeheerovereenkomst]⁵⁵

4.3. Leidinggevenden en nauw verbonden personen

De uitgevende instelling dient een lijst op te stellen van (i) alle leidinggevend en (ii) alle nauw verbonden personen.⁵⁶ Als leidinggevende moet worden beschouwd de persoon die (a) binnen een uitgevende instelling, lid is van een bestuurs- of toezichthoudend orgaan of (b) een leidinggevende functie heeft maar die geen deel uitmaakt van de onder a bedoelde organen maar wel toegang heeft tot voor, en tevens de bevoegdheid bezit managementbeslissingen te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van zijn instelling.⁵⁷

Als nauw verbonden persoon kwalificeert (a) een echtgenoot of echtgenote, of een partner van deze persoon die overeenkomstig nationaal recht als gelijkwaardig met een echtgenoot of echtgenote wordt aangemerkt, (b) een kind dat overeenkomstig nationaal recht 'ten laste' komt van de leidinggevende, (c) een ander familielid dat op de datum van de transactie in kwestie gedurende ten minste een jaar tot hetzelfde huishouden als de leidinggevende heeft behoord, of (d) een rechtspersoon, trust of personenvennootschap waarvan de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij een nauw verbonden persoon, die rechtstreeks of onrechtstreeks onder zijn zeggenschap staat en is opgericht ten gunste van een dergelijke persoon, of waarvan de economische belangen in wezen gelijkwaardig zijn aan die van nauw verbonden persoon.⁵⁸

4.4. Openbaarmaking

De uitgevende instelling draagt onverwijld en niet later dan 3 werkdagen na de datum van de transactie zorg voor openbaarmaking van de transactie.⁵⁹ Voorheen bedroeg deze termijn overigens 5 werkdagen.⁶⁰ Uitgezonderd zijn daarvan transacties die niet boven een drempelgedrag zijn uitgekomen.

De AFM – dit drempelbedrag kan per lidstaat verschillen – zal de huidige drempelwaarde van € 5.000 per kalenderjaar blijven hanteren.⁶¹

50. Zie art. 19 lid 1 MAR. Dit artikel is ook van toepassing op transacties door personen met leidinggevende verantwoordelijkheden binnen elk veilingplatform, elke veilingmeester en de veilingtoezichthouder die betrokken zijn, respectievelijk is bij de veilingen die worden gehouden in het kader van Verordening (EU) nr. 1031/2010, alsook op personen die nauw met hen verbonden zijn, voor zover als hun transacties betrekking hebben op emissierechten, daarvan afgeleide producten of daarop gebaseerde geveilde producten. Deze personen geven kennis van deze transacties aan de veilingplatforms, de veilingmeesters en de veilingtoezichthouder, en aan de bevoegde autoriteit waarbij het veilingplatform, de veilingmeester of de veilingtoezichthouder is geregistreerd. De zodanig gemelde informatie wordt door de Beleidsregel Wet op het financieel toezicht 06-04 van de Stichting Autoriteit Financiële Markten van 12 december 2006 inzake een model voor het verplichte reglement als bedoeld in art. 5:65 Wft veilingplatforms, de veilingmeesters en de veilingtoezichthouder openbaar gemaakt overeenkomstig lid 3.

51. Zie art. 19 lid 7 sub a MAR. Transacties waarbij financiële instrumenten als zekerheid worden verstrekt of vergelijkbare vuistpandtransacties waarbij effecten op een voogdijrekening worden gezet hoeven niet te worden gemeld, tenzij en totdat deze plaatsvinden met het oog op het verwerven van een specifieke kredietfaciliteit.

52. Zie art. 19 lid 7 sub b MAR.

53. Zie art. 19 lid 7 sub c MAR. Het gaat daarbij om transacties in levensverzekeringen zoals bedoeld in Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad, waarbij: '(i) de polishouder een persoon is met leidinggevende verantwoordelijkheden binnen een uitgevende instelling of een persoon die nauw met hem is verbonden als bedoeld in lid 1, Richtlijn 2009/138/EG van het Europees Parlement en de Raad van 25 november 2009 betreffende de toegang tot en uitoefening van het verzekerings- en het herverzekeringsbedrijf (Solvabiliteit II) (PB L 335 van 17.12.2009, blz.1); (ii) het beleggersrisico gedragen wordt door de polishouder; en (iii) de polishouder de (discretionaire) bevoegdheid heeft om ten aanzien van specifieke instrumenten in die levensverzekeringpolis beleggingsbeslissingen te nemen om transacties te verrichten in verband met specifieke instrumenten van die levensverzekeringpolis. Wanneer een polishouder verplicht is transacties te melden, geldt voor de desbetreffende verzekeringsmaatschappij geen meldingsplicht.'

54. Zie art. 19 lid 4 MAR.

55. Zie (voormalige) art. 8 Besluit marktmisbruik.

56. Zie art. 19 lid 5 MAR.

57. Zie art. 3 lid 1 onder 25 MAR.

58. Zie art. 3 lid 1 onder 26 MAR.

59. Zie art. 19 lid 1 MAR.

60. Zie art. 5:60 lid 1 Wft.

61. Het eerste lid is van toepassing op iedere volgende transactie wanneer een totaalbedrag van € 5.000

4.5. Het voorgeschreven format

De melding dient de volgende gegevens te bevatten: (i) de naam van de persoon, (ii) de reden van de melding, (iii) de naam van de uitgevende instelling, (iv) een beschrijving en de kenmerken van het financieel instrument, (v) de aard van de transactie(s) (d.w.z. verwerving of vervreemding) en vermelding van het feit dat de transactie al dan niet verband houdt met de uitoefening van een aandelenoptieprogramma, (vi) de datum en de plaats van de transactie(s), en (vii) de prijs en omvang van de transactie(s).⁶²

De Europese Commissie heeft in een gedelegeerde verordening een aantal specifieke eisen gesteld aan de melding.⁶³ Deze specifieke eisen gelden zowel voor leidinggevendenden als voor nauw verbonden personen. Een belangrijk vereiste is dat een specifiek format ingevuld en elektronisch ingediend moet worden.⁶⁴

Dit format bevat een gestandaardiseerde indeling van informatie die opgenomen dient te worden. Daartoe behoort onder ander informatie over (i) de identiteit van de meldingsplichtige, (ii) de reden voor melding, (iii) gegevens over de uitgevende instelling en (iv) transactiegegevens.⁶⁵

4.6. Gesloten periodes

Art. 19 MAR bevat specifieke gedragsregels die nageleefd dienen te worden tijdens gesloten periodes.⁶⁶ Deze regeling komt er in essentie op neer dat leidinggevendenden zich dienen te onthouden van het uitvoeren van transacties voor eigen rekening of voor rekening, rechtstreeks of onrechtstreeks, van een derde partij die verband houden met aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling of met derivaten of andere, daaraan gekoppelde financiële instrumenten gedurende een gesloten periode.

De gesloten periode begint 30 kalenderdagen vóór afgaand aan de bekendmaking van een tussentijds financieel verslag of een jaarverslag van de uitgevende instelling.⁶⁷ Deze termijn wijkt af van de termijnen vermeld in de voormalige AFM leidraad 'verplichte reglement'.

De gesloten periode behelst geen absoluut handelsverbod. Een uitgevende instelling mag een leidinggevende gedurende een afgesloten periode toestaan voor eigen rekening of voor de rekening van een derde partij te handelen indien (i) sprake is van uitzonderlijke omstandigheden zoals ernstige financiële moeilijkheden die de onmiddellijke verkoop van aandelen rechtvaardigen of indien (ii) op grond van de kenmerken van de handel in kwestie, in het geval van transacties in het kader van of verband houdend met aandelenregelingen van werknemers, spaarregelingen, aandelenkwalificatie of -rechten, of activiteiten waarbij geen verandering optreedt in het belang in de instrumenten in kwestie.⁶⁸

De Europese Commissie heeft in een (andere) gedelegeerde verordening⁶⁹ voorwaarden opgenomen waaraan voldaan moet worden wil een leidinggevende gedurende een gesloten periode mogen handelen in eigen financiële aandelen. De eerste voorwaarde is dat er sprake is van omstandigheden als bedoeld in art. 19 lid 12 marktmisbruikverordening. Het gaat daarbij om (i) uitzonderlijke omstandigheden – zoals ernstige financiële moeilijkheden – die een onmiddellijke verkoop van aandelen rechtvaardigen⁷⁰ of (ii) of om transacties die verband houden met een aandelenregeling van werknemers dan wel waarbij geen verandering optreedt in het belang in de desbetreffende financiële instrumenten.⁷¹

De tweede voorwaarde is dat de leidinggevende kan aantonen dat een 'onmiddellijke verkoop' uitsluitend tijdens de afgesloten periode dient plaats te vinden.⁷²

binnen een kalenderjaar is bereikt. De drempel van € 5.000 wordt berekend door alle in lid 1 bedoelde transacties, zonder verrekening, bij elkaar op te tellen. Een bevoegde autoriteit kan besluiten de in lid 8 bedoelde drempel op te trekken naar € 20.000 en stelt in dat geval ESMA voorafgaand aan de datum waarop de verhoging ingaat in kennis van zijn besluit en van de redenen daarvoor, waarbij in het bijzonder wordt ingegaan op marktomstandigheden. ESMA maakt op zijn website de lijst van overeenkomstig dit artikel geldende drempels en de door bevoegde autoriteiten vermelde redenen voor de drempels bekend.

62. Zie art. 19 lid 6 MAR.

63. Uitvoeringsverordening (EU) 2016/523 van 10 maart 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de vorm en het model voor de mededeling en de openbaarmaking van transacties door leidinggevendenden overeenkomstig Verordening (EU) 596/2014 van het Europees parlement en de Raad.

64. Zie art. 2 Meldingsplicht leidinggevendenden Uitvoeringsverordening alsmede bijlage 1.

65. Zie bijlage 1 Meldingsplicht leidinggevendenden Uitvoeringsverordening.

66. Zie art. 19 lid 11 MAR.

67. Het gaat om publicatie van financiële verslagen van de uitgevende instelling die verplicht zijn ingevolge (i) de regels van het handelsplatform waar de aandelen van de uitgevende instelling tot de handel zijn toegelaten, of (ii) het nationaal recht.

68. NL 12.6.2014 Publicatieblad van de Europese Unie L173/41. Zie art. 19 lid 12 MAR.

69. Gedelegeerde verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2016 tot aanvulling van Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot een vrijstelling voor bepaalde publieke organen en centrale banken in derde landen, de indicatoren van marktmanipulatie, de openbaarmakingsdrempels, de bevoegde autoriteit voor kennisgevingen van uitstel, toestemming voor handel tijdens afgesloten perioden en typen aan te melden transacties van leidinggevendenden.

70. Zie art. 19 lid 12 sub a MAR.

71. Zie art. 19 lid 12 sub b MAR.

72. Zie art. 7 lid 1 Gedelegeerde verordening 2016/522. De Europese Commissie is bevoegd om overeenkomstig art. 35 gedelegeerde handelingen vast te stellen ter verduidelijking van de omstandigheden waaronder handel gedurende een gesloten periode kan worden

Deze verordening vereist verder dat de leidinggevende voor de handel tijdens de afgesloten periode een gemotiveerd verzoek bij de uitgevende instelling indient om toestemming te verkrijgen tot verkoop gedurende de afgesloten periode.

Dit gemotiveerde verzoek dient tevens een uitleg te bevatten waarom de verkoop van aandelen de enige redelijke mogelijkheid is om aan de 'noodzakelijk financiering' te komen.⁷³

De uitgevende instelling dient bij de beoordeling van het verzoek, om gedurende de afgesloten periode te handelen in eigen aandelen, rekening te houden met de vraag of (i) de leidinggevende op het moment van indienen van het verzoek geconfronteerd werd met een in rechte afdwingbare financiële verplichting, en (ii) de leidinggevende voor het begin van de gesloten periode een betalingsverplichting heeft verkregen die hij redelijkerwijs niet met andere middelen kan voldoen dan door onmiddellijke verkoop van aandelen.⁷⁴

Art. 8 van deze verordening geeft een nadere invulling van wanneer sprake is van 'uitzonderlijke omstandigheden'. Omstandigheden worden als afzonderlijk beschouwd wanneer de omstandigheden 'uiterst dringend, onvoorzien en dwingend zijn en indien de oorzaak zich buiten de persoon buiten de leidinggevende bevindt en de leidinggevende daar geen controle over heeft'.⁷⁵ Kortom de aanwezigheid van een onvoorzienbare en dwingende reden is op zichzelf onvoldoende; die oorzaak moet ook buiten de machtsfeer van de leidinggevende liggen.

Art. 9 van deze verordening geeft een nadere invulling van transacties verband houdend met een aandelenregeling van werknemers waarbij geen verandering optreedt in het belang in de desbetreffende financiële instrumenten. Zes verschillende situaties kunnen daartoe gerekend worden.

De eerste vier situaties hebben allen betrekking op zogenaamde werknemersregelingen. Het gaat daarbij om handel voor eigen rekening of voor rekening van een derde waarbij de leidinggevende financiële instrumenten verwerft of verkoopt uit hoofde van een werknemersregeling. De vier in deze gedelegeerde verordening geschetste situaties bevatten specifieke voorwaarden waaraan voldaan moet worden wil handel tijdens de gesloten periode zijn toegestaan. De vijfde situatie betreft de overboeking van financiële instrumenten tussen twee rekeningen van diezelfde leidinggevende. Een dergelijke overheveling is toegestaan mits deze niet leidt tot een wijziging van de koers van de desbetreffende instrumenten. Tot slot de situatie waarin

de leidinggevende rechten op aandelen in de uitgevende instelling verwerft of heeft verworven en de datum voor de uiteindelijke verwerving binnen de gesloten periode valt. Voorwaarde is even wel dat de leidinggevende kan aantonen dat de aankoop niet op een ander tijdstip kon gebeuren.

4.7. Dubbele meldingsplicht?

De introductie van de Wet melding zeggenschap en de latere implementatie van de Transparantierichtlijn in de Wft betekende dat op – kort gezegd – leidinggevend en een tweede meldingsplicht kwam te rusten.⁷⁶ Nu is dat de meldingsplicht ingevolge art. 19 marktmisbruikverordening en de meldingsplicht op grond van art. 5:48 Wft. Voorheen bevatte het Besluit marktmisbruik een bepaling die deze samenloop reguleerde.

In essentie kwam deze regulering erop neer dat indien aan de AFM een melding was verricht op basis van art. 5:38 (eerste of tweede lid) of op basis van art. 5:48 (zesde lid) Wft daarmee geacht werd dat tevens voldaan was om te voldoen aan de verplichting om te melden op grond van art. 5:60 Wft (de voorloper van art. 19 marktmisbruikverordening). Nu de marktmisbruikverordening rechtstreekse werking heeft, kan een daartoe in het Besluit marktmisbruik opgenomen bepaling, niet (juridisch effectief) een dubbele meldplicht voorkomen. De AFM heeft in een in juni 2016 uitgegeven leidraad een 'tijdelijke oplossing' bekendgemaakt om een dubbele meldingsplicht te voorkomen.⁷⁷ Het gaat hier om een praktische oplossing. De AFM geeft in haar leidraad aan dat meldingen op grond van art. 5:48 Wft via het elektronische loket van de AFM moeten worden gedaan. De meldingen op basis van art. 19 marktmisbruikverordening moeten echter per e-mail worden ingestuurd.⁷⁸ De AFM geeft in deze leidraad aan dat meldingen op basis van art. 5:48 Wft (door of namens bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen naar Nederlands recht die in Europa notering hebben op een gereglementeerde markt) voorlopig zullen beschouwen als meldingen die gedaan zijn op basis van art. 19 marktmisbruikverordening. De AFM geeft verder aan dat de tijdelijkheid van deze oplossing gelegen is in het feit dat de AFM voornemens is om een geïntegreerd register in het leven te roepen waarin beide meldingen een 'inlogpoging' kunnen worden gedaan. Tot slot geeft de AFM aan dat de meldingen uit hoofde van art. 19 marktmisbruikverordening opgenomen zullen worden in het zogenoemde Insidertransactieregisters dat op de website van de AFM is te raadplegen.

toegestaan door de uitgevende instelling, zoals bedoeld in lid 12, waaronder de omstandigheden die als buitengewoon zouden worden beschouwd en de typen van transacties die de toestemming in kwestie zouden rechtvaardigen. De Europese Commissie heeft hiervan gebruik gemaakt door in art. 7 Uitvoeringsverordening die voorwaarden te stellen.

73. Zie art. 7 lid 2 Gedelegeerde verordening 2016/522.

74. Zie art. 8 lid 3 Gedelegeerde verordening 2016/522.

75. Zie art. 8 lid 2 Gedelegeerde verordening 2016/522.

76. Transparantierichtlijn 2013/50/EU.

77. AFM leidraad voor uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen, juni 2016.

78. Zie AFM leidraad handel met voorwetenschap juni 2016.

5. Jurisprudentie

De (nationale) jurisprudentie ten aanzien van meldingsplicht voor leidinggevend is schaars maar interessant. Een kort overzicht van enkele belangwekkende uitspraken.

Allereerst is van belang het arrest van het Hof Amsterdam uit december 2004.⁷⁹ De verdachte was commissaris van Ahold en daarmee leidinggevende als bedoeld in het voormalige art. 46b lid 3 onder b Wte 1995. Het (strafrechtelijke) verwijt dat aan hem werd gemaakt was dat hij telkens opzettelijk niet onverwijld aan de AFM melding zou hebben gedaan van de door hem bewerkstelligde transacties in beursgenoteerde effecten Ahold. Het ging daarbij om een inschrijving op een emissie van een in aandelen converteerbare obligaties Ahold. Op het moment van inschrijving was de verdachte nog geen commissaris maar op het moment van toewijzing wel.

Het Hof verwerpt het standpunt van de commissaris dat het moment van inschrijving bepalend zou zijn voor de vraag of voor (en zo ja voor welke) effecten een meldingsplicht zou zijn ontstaan. Het arrest heeft op kritiek mogen rekenen, aangezien beargumenteerd kan worden dat sprake is of zou kunnen zijn van de nakoming van een reeds bestaande opeisbare verbintenis, hetgeen op grond van het voormalige art. 46 lid 3 sub c Wte 1995 uitgezonderd is van het transactieverbod.

Een andere belangwekkende uitspraak is die van het College van Beroep voor het bedrijfsleven uit december 2005.⁸⁰ Het betrof hier een door de AFM opgelegde boete wegens niet-nakoming van de meldingsplicht. De insider in kwestie (Albada Jelgersma) zou transacties in effecten hebben bewerkstelligd en vervolgens verzuimd hebben om die transacties te vermelden. De bijzonderheid die aan deze kwestie ten grondslag lag, was gelegen in het feit dat de transacties tot stand kwamen als gevolg van een pandrecht dat de insider aan de desbetreffende bank (Banque Bruxelles Lambert) had verstrekt alsmede het feit dat de bank zogenaamde margins calls pleegde. Het College oordeel dat voor de beoordeling van het geschil onder andere van belang was om vast te stellen of de verkoop van certificaten van aandelen door de insider voorzienbaar en zo ja, beïnvloedbaar was. Gelet op de specifieke omstandigheden van het geval dat niet aan deze criteria wordt voldaan, kan volgens het College ook niet gesteld worden dat door de insider transacties waren bewerkstelligd en dat dus op hem een meldingsplicht rustte. Deze laatste uitspraak zal in zekere mate aan betekenis inboeten nu in de marktmisbruikverordening met zoveel woorden is bepaald dat transacties waarbij financiële instrumenten als zekerheden worden verstrekt,

kwalificeren als een transactie waarvoor een meldingsplicht geldt.⁸¹

6. Slotbeschouwingen

Ingrijpende wijzigingen brengt de marktmisbruikverordening voor insiders niet met zich. De verplichting voor uitgevende instellingen om een insiderslijst bij te houden en de verplichting voor insiders (leidinggevend) om transacties en aandelen van hun eigen instellingen (of daaraan gerelateerde financiële instrumenten) te melden, blijven in essentie bestaan. Uitgevende instellingen zelf zullen genoodzaakt zijn (geweest) om hun interne reglementen – hoewel een zelfstandige verplichting daartoe niet meer bestaat – tegen het licht houden van de specifieke gedragsregels die sinds de inwerkingtreding van de marktmisbruikverordening gelden.

Een schoonheidsprijs mag de (gehele) regelgeving ten aanzien van privé-beleggingstransacties niet toebedeeld worden. In de praktijk is deze regelgeving een bron van puzzelwerk en interpretatievraagstukken terwijl dergelijke regelgeving bij uitstek 'klip en klaar' dient te zijn. Het is daarentegen veel (maar weinig verfijnde) juridische techniek met weinig oog voor de wijze waarop de daaraan onderworpen instellingen en personen deze regelgeving dienen te implementeren, te handhaven en na te leven.

79. Hof Amsterdam 10 december 2004, *JOR* 2005/39 m. nt. Stevens.

80. CBb 20 december 2005, *JOR* 2006/19.

81. Zie art. 19 lid 7 sub a MAR. Transacties waarbij financiële instrumenten als zekerheid worden verstrekt of vergelijkbare vuistpandtransacties waarbij effecten op een voogdijrekening worden gezet hoeven niet te worden gemeld, tenzij en totdat deze plaatsvinden met het oog op het verwerven van een specifieke kredietfaciliteit.