

De insider melding onder de Verordening Marktmissbruik met betrekking tot afgeleide en verbonden financiële instrumenten

Ondernemingsrecht 2019/87

Artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik betreft de meldplicht van transacties door personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en nauw verbonden personen aan de AFM. Het gaat hier om de melding van, onder andere, bestuurders en commissarissen van uitgevende instellingen met betrekking tot transacties gerelateerd aan de uitgevende instelling. De meldplicht geldt ten aanzien van transacties met betrekking tot (i) aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instellingen; en (ii) afgeleide of verbonden financiële instrumenten.

Een op het eerste gezicht simpel lijkende meldplicht is met artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik niet altijd snel te doorgronden, met name indien transacties betrekking hebben op afgeleide of verbonden financiële instrumenten van uitgevende instellingen. Met betrekking tot dergelijke instrumenten geldt dat de meldplicht niet van toepassing is op transacties met betrekking tot een ‘eenheid of aandeel in een instelling voor collectieve belegging’ of een ‘portfolio van activa’, die – kort gezegd – niet voor meer dan 20% is blootgesteld aan de aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling van de meldingsplichtige persoon.

Ook bepaalt artikel 19 lid 7 sub b van de Verordening Marktmissbruik dat de meldplicht niet geldt indien een discretionaire beheerder van een beleggingsinstelling transacties namens de personen met leidinggevende verantwoordelijkheid of nauw verbonden personen verricht in de uitgevende instelling. Op grond van de letterlijke interpretatie van de tekst van de Verordening en de toelichting in een rapport van ESMA ziet deze uitzondering op de meldplicht op deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die reeds zijn aangekocht. De meldplicht van artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik geldt niet, ongeacht of de 20% drempel wordt overschreden, mits de personen met leidinggevende verantwoordelijkheid of nauw verbonden personen geen directe of indirecte invloed hebben inzake de samenstelling van de portfolio.

¹ Soeradj Ramsanjhal is advocaat te Amsterdam en Jeevan Sahtie is senior legal counsel bij een bank te Amsterdam. Deze bijdrage is afgesloten op 31 maart 2019.

1. Inleiding

Sinds 3 juli 2016 is de Verordening Marktmissbruik² van toepassing in Nederland. Op 11 augustus 2016 is de wet ter implementatie van een aantal aspecten uit deze verordening en de nieuwe richtlijn marktmissbruik (MAD II)³ in werking getreden.⁴ Aangezien de verordening rechtstreekse werking heeft, behoefde ten aanzien van de verordening in materiele rechtelijke zin niet veel te worden geïmplementeerd. Het Besluit uitvoering verordening marktmissbruik is op 12 juli 2017 in werking getreden.⁵ De implementatie van MAD II heeft geen fundamentele materiële wijzigingen ten aanzien van het oude regime opgeleverd.

Op 3 juli 2016 is ook, via een enigszins stille weg, een aanvulling van de oorspronkelijke tekst van artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik in werking getreden. Artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik betreft de melding van transacties door personen met leidinggevende verantwoordelijkheid en nauw verbonden personen (hierna PDM-R's resp. CAP's).⁶ De aanvulling van de eerdere tekst van dit artikel is opgenomen in artikel 56 van de Benchmark Verordening.⁷

In deze bijdrage gaan wij in op de melding uit artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik. Specifiek gaan wij in op de aanvulling van de tekst van dit artikel in de Benchmark Verordening en welke praktische knelpunten er zijn ten aanzien van dit onderwerp. Hoewel wij kort achtergronden

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

³ Richtlijn 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmissbruik.

⁴ Saillant detail is dat deze wet – naar alle waarschijnlijkheid vanwege de tijdsdruk – op 7 juli 2016 door de Tweede Kamer is aangenomen en korter dan een week later op 12 juli 2016 is aangenomen door de Eerste Kamer.

⁵ Hiermee is de Nederlandse financiële toezichtswetgeving gewijzigd ten gevolge van het nieuwe marktmissbruikregime uit de Verordening Marktmissbruik.

⁶ Deze termen volgen uit het Engels: *persons discharging managerial responsibilities and closely associated persons*. Deze termen zijn in de praktijk gebruikelijk.

⁷ Verordening (EU) 2016/1011 van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2016 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsinstellingen te meten en tot wijziging van Richtlijnen 2008/48/EG en 2014/17/EU en Verordening (EU) nr. 596/2014.

schetsen, gaan wij niet uitvoerig in op andere aspecten uit de Verordening Marktmissbruik.⁸

2. Achtergrond

De Verordening Marktmissbruik beoogt de regelgeving omtrent marktmissbruik verder te versterken en te harmoniseren op Europees niveau. MAD II beoogt de harmonisering van strafrechtelijke vervolging hiervan. Vanuit Nederlands oogpunt zijn de wijzigingen door implementatie van MAD II bescheiden, aangezien strafrechtelijke vervolging voor het schenden van marktmissbruikregels hier reeds tot de mogelijkheden behoorde. De Verordening Marktmissbruik bevat, naast de meldplicht van artikel 19 waar wij in deze bijdrage op in gaan, vier kernverboden, die ook in de oude regelgeving bestonden.⁹ Deze verboden zien op:

- (1) de handel met voorwetenschap of trachten te handelen met voorwetenschap;¹⁰
- (2) anderen aan te raden om te handelen met voorwetenschap of iemand anders ertoe aan te zetten om te handelen met voorwetenschap;¹¹
- (3) voorwetenschap wederrechtelijk mee te delen;¹² en
- (4) marktmanipulatie.¹³

De Verordening Marktmissbruik introduceert een aantal nieuwe (administratieve) eisen op het gebied van voorkoming van marktmissbruik voor uitgevende instellingen¹⁴ omtrent het doen van marktpelingen, het publiceren van koersgevoelige informatie, het notificeren van de toezichthouders over transacties van PDMR's en het bijhouden van insiderlijsten. Deze eisen zijn nader uitgewerkt door de Europese Commissie en in beperkte mate door de nationale wetgever in zijn implementatiewet.

3. De insider transacties onder de Verordening Marktmissbruik

3.1 Algemene regels en kerndefinities

De Verordening Marktmissbruik bepaalt dat PDMR's en CAP's van uitgevende instellingen¹⁵ zowel de uitgevende instelling als de toezichthouder op de hoogte moeten stellen

van transacties met betrekking tot deze uitgevende instellingen.¹⁶ In tegenstelling tot de termijn van vijf werkdagen uit de vervallen bepaling uit de Wft (artikel 5:60 lid 1) moeten dergelijke transacties onder de Verordening Marktmissbruik worden gemeld binnen drie werkdagen na de datum van de transactie. Net als voorheen hoeft niet iedere transactie gemeld te worden.¹⁷

De ratio van de meldplicht is tweeledig. Het melden resulteert niet alleen in waardevolle informatie voor marktdeelnemers (transparantie), maar vormt ook een extra hulpmiddel voor de bevoegde autoriteiten bij de uitoefening van het markttoezicht (preventie van marktmissbruik). Transparantie is een belangrijk uitgangspunt bij de meldplicht van artikel 19 Verordening Marktmissbruik. De Uniewetgever ziet volledige en passende markttransparantie als een belangrijke voorwaarde voor het creëren van vertrouwen van marktdeelnemers en met name ook het vertrouwen van aandeelhouders van de onderneming.¹⁸ Nieuw is dat de meldingsplichtige persoon, in beginsel, ook de transacties moet melden die namens hem of haar worden verricht worden door andere personen die discretionair handelen.¹⁹ In beginsel, omdat ook hierop weer een uitzondering is gemaakt in de Benchmark Verordening.

Artikel 19 lid 3 van de Verordening Marktmissbruik bepaalt dat de uitgevende instelling onverwijld en ten laatste drie werkdagen na de transactie, de gemelde informatie openbaar maakt op een manier die waarborgt dat snel en op niet-discriminerende wijze toegang tot de informatie in kwestie kan worden verkregen. Als alternatief kan in het nationaal recht worden bepaald dat een bevoegde autoriteit zelf de informatie bekend kan maken. De Nederlandse wetgever heeft op basis van dit artikel gekozen om artikel 1:107 lid 3 Wft te wijzigen en daarmee materieel de (vervallen) artikelen 5:25i en 5:60 Wft te vervangen. Op grond van deze wijziging moet de melding, net als in de oude situatie, worden gedaan aan de AFM. De uitvoeringsverordening (EU) 2016/523 van de Europese Commissie van 10 maart 2016 stelt eisen aan de vorm en het model van de notificatie.²⁰

8 Zie voor een uitgebreide uiteenzetting het Preadvis voor de Vereniging voor Financieel Recht van 2017, J. Italianer & A.W. van der Vegt, 'MAD II: Mutually Assured Destruction', *Ondernemingsrecht* 2016/15; D.R. Doorenbos, 'Openbaarmaking van voorwetenschap onder de Verordening marktmissbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83; J. Hoff, 'Openbaarmaking van voorwetenschap volgens het nieuwe regime van de Verordening marktmissbruik', *Ondernemingsrecht* 2016/83; C.J. Langendijk en A.L. Wilmink, 'Opgelet: nieuwe, verscherpte regels over marktmissbruik – vijf belangrijke verplichtingen uit de Verordening marktmissbruik toegelicht', *Jaarboek Compliance* 2016, p. 187-222 en de nieuwe druk van het Handboek Marktmissbruik, D.R. Doorenbos e.a., *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Wolters Kluwer 2018.

9 Hoofdstuk 5.4 van de Wft, artikelen 5:53 en verder.

10 Artikel 8 jo. 14 Verordening Marktmissbruik.

11 Artikel 10 jo. 14 Verordening Marktmissbruik.

12 Artikel 10 jo. 14 Verordening Marktmissbruik.

13 Artikel 12 en 15 Verordening Marktmissbruik.

14 Zoals bedoeld in artikel 3 lid 1 onder 21 Verordening Marktmissbruik.

15 Deze personen zijn materieel dezelfde personen als was opgenomen in het reeds vervallen artikel 5:60 lid 1 Wft jo. artikel 5 van het Besluit marktmissbruik Wft.

16 Artikel 19 lid 1 sub a Verordening Marktmissbruik. De meldplicht ziet overigens ook op PDMR's van deelnemers aan de emissierechtenmarkt en hun CAP's. Tevens geldt er een meldplicht voor PDMR's binnen elk veilingplatform, elke veilingmeester en de veilingtoezichthouder alsmede hun CAP's. Zie artikel 19 lid 1 sub b resp. lid 10 Verordening Marktmissbruik. Hier gaan wij niet nader op in.

17 Zie artikel 19 lid 8 Verordening Marktmissbruik voor een uitzondering indien transacties binnen een kalenderjaar minder bedragen dan € 5.000. Op grond van artikel 19 lid 9 Verordening Marktmissbruik heeft iedere bevoegde autoriteit de mogelijkheid om deze drempel op te trekken naar € 20.000 maar daar heeft de AFM geen gebruik van gemaakt. ESMA houdt een lijst bij met jurisdicties die de drempel hebben verhoogd, zie ESMA, *List of national competent authorities that have increased the thresholds for the notification of transactions of persons discharging managerial responsibilities and closely associated persons*, 13 February 2019, EMSA70-145-1020.

18 Zie overweging 58 en 59 Verordening Marktmissbruik.

19 Zie artikel 19 lid 7 sub b Verordening Marktmissbruik.

20 Uitvoeringsverordening (EU) 2016/523 van de Commissie 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 leidinggevenden overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad.

De gegevens die moeten worden gemeld zijn opgenomen in artikel 19 lid 6 van de Verordening Marktmissbruik.²¹

3.1.1 PDMR's

In de Verordening Marktmissbruik is de definitie van een PDMR als volgt:²²

- a) een persoon die lid is van een bestuurs- of toezichhoudend orgaan van de entiteit; en
- b) een persoon die een leidinggevende functie heeft maar die geen deel uitmaakt van de onder a) bedoelde organen en die regelmatig toegang heeft tot voorwetenschap die direct of indirect op de entiteit betrekking heeft, en tevens de bevoegdheid bezit managementbeslissingen te nemen die gevolgen hebben voor de toekomstige ontwikkelingen en bedrijfsvooruitzichten van die entiteit.

De personen onder a) zijn bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling. Er is weinig toelichting over de personen onder b). Volgens Schutte gaat het hier om uitzonderingssituaties.²³ Echter, de AFM lijkt een ruimere reikwijdte voor ogen te hebben. De AFM noemt op haar website een aantal voorbeelden van leidinggevende functies die tevens kunnen voldoen aan de definitie hierboven onder b). Het gaat hier om leidinggevende functies binnen afdelingen Legal, Finance en Human Resources.²⁴

3.1.2 CAP's

Omdat zowel leidinggevende personen als hun CAP's meldingsplichtige transacties aan de uitgevende instelling en de AFM moeten melden, is het relevant wie deze CAP's zijn. In de Verordening Marktmissbruik is de definitie van een CAP als volgt:²⁵

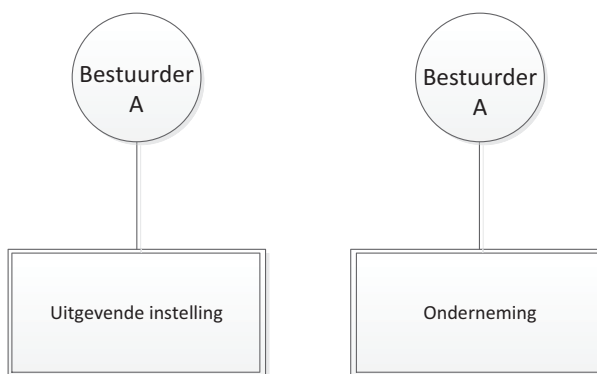
- a) een echtgenoot of echtgenote, of een partner van deze persoon die overeenkomstig het nationale recht als gelijkwaardig met een echtgenoot of echtgenote wordt aangemerkt;
- b) een overeenkomstig het nationale recht ten laste komende kind;
- c) een ander familielid die op de datum van de transactie in kwestie gedurende ten minste een jaar tot hetzelfde huishouden als de relevante persoon heeft behoord, of
- d) een rechtspersoon, trust of personenvennootschap waarvan de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij een persoon als bedoeld onder a), b) en c), die rechtstreeks of onrechtstreeks onder de zeggenschap staat van een dergelijke persoon, die is opgericht ten gunste van een dergelijke persoon, of waarvan de eco-

nomische belangen in wezen gelijkwaardig zijn aan die van een dergelijke persoon.

Deze definitie levert zo nu en dan onduidelijkheden op in de praktijk, met name subcategorie d). Gaat het in deze categorie om (i) een cumulatieve bepaling, inhoudende dat subcategorie d) pas van toepassing is als wordt voldaan aan alle genoemde criteria uit deze subcategorie; en (ii) ziet subcategorie d) enkel op de CAP's genoemd onder a)-c) of ook op rechtspersonen, trusts of personenvennootschappen gelinkt aan PDMR's? Met betrekking tot (i) geldt dat het niet gaat om een cumulatieve bepaling.²⁶ Dit is bevestigd door de Europese Commissie op 14 september 2016.²⁷ Elke genoemde persoon genoemd in subcategorie d) kan dus kwalificeren als een CAP.²⁸ Met betrekking tot (ii) geldt dat subcategorie d) ook ziet op PDMR's. Ook dit heeft de Europese Commissie op 14 september 2016 bevestigd.²⁹

Hoewel de definitie is verduidelijkt, kan deze bepaling toch voor onduidelijkheid zorgen. Dit wordt geïllustreerd aan de hand van het voorbeeld in figuur 1:

Figuur 1:



Feiten uit het voorbeeld:

- Bestuurder A is bestuurder van een uitgevende instelling en bestuurder van de Onderneming.
- De Uitgevende instelling en de Onderneming zijn niet gelinkt. Deze entiteiten behoren niet tot dezelfde groep van entiteiten.

In dit voorbeeld is evident dat Bestuurder A onder artikel 19 lid 1 Verordening Marktmissbruik transacties moet melden,

²¹ De AFM heeft haar notificatieformulier, dat voldoet aan de eisen van de Europese Commissie, beschikbaar gesteld op haar website.

²² Artikel 3 lid 1 onder 25 Verordening Marktmissbruik.

²³ Zie J.J.J. Schutte, *Meldingsverplichtingen en gesloten perioden, Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 342-345.

²⁴ Zie de uitleg van de AFM van het begrip 'voorwetenschap', te vinden op www.afm.nl.

²⁵ Artikel 3 lid 1 onder 26 Verordening Marktmissbruik.

²⁶ Dit volgde ook al uit het (vervallen) artikel 5 sub 4 onder 4 van het Besluit marktmissbruik Wft als Uitvoeringsrichtlijn 2004/72/EG onder de Richtlijn Marktmissbruik uit 2003 (Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie).

²⁷ Zie de Raad van de Europese Unie op 14 september 2016, te vinden via <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-9993-2016-INIT/en/pdf>, p. 75.

²⁸ Het gaat hier dus om een rechtspersoon, trust of personenvennootschap waarvan of (i) de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij een PDMR of een CAP; of (ii) die rechtstreeks of onrechtstreeks onder de zeggenschap staat van een dergelijke persoon; of (iii) die is opgericht ten gunste van een dergelijke persoon; of (iv) waarvan de economische belangen in wezen gelijkwaardig zijn aan die van een dergelijke persoon.

²⁹ *Ibid.*

aangezien Bestuurder A een PDMR is van de uitgevende instelling.³⁰ Wat minder evident is, is de vraag of de Onderneming uit dit voorbeeld, die niet tot dezelfde groep behoort als de Uitgevende instelling, een CAP is.

In lijn met subcategorie d) van de definitie van CAP is de Onderneming strikt genomen een rechtspersoon waarvan de leidinggevende verantwoordelijkheid berust bij een PDMR van de Uitgevende instelling uit dit voorbeeld. De Onderneming is dus in beginsel een CAP. Echter, als de Onderneming meerdere bestuurders heeft en de Onderneming verder op geen enkele wijze gelinkt is aan de Uitgevende instelling,³¹ dan valt niet goed in te zien dat Bestuurder A de Onderneming kan gebruiken om transacties in de Uitgevende instelling te verrichten om zo zijn meldingsplicht te omzeilen. Deze problematiek wordt ook in de literatuur herkend.³² Inmiddels heeft de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) bevestigd dat de Onderneming uit dit voorbeeld geen meldingsplicht onder artikel 19 Verordening Marktmisbruik heeft.³³ Dit kan volgens ESMA anders zijn indien Bestuurder A invloed uitoefent binnen de Onderneming om transacties te verrichten met betrekking tot de Uitgevende instelling uit dit voorbeeld.³⁴

3.1.3 Gesloten perioden³⁵

De Verordening Marktmisbruik schrijft in artikel 19 lid 11 een gesloten periode van dertig dagen voor voorafgaand aan de bekendmaking van tussentijdse financiële verslagen of jaarverslagen. Gesloten perioden waren onder het marktmisbruikregime van vóór de Verordening Marktmisbruik niet verplicht in Nederland.

Binnen de gesloten perioden mag niet worden gehandeld. Hierop worden twee uitzonderingen gemaakt:

- (i) In geval van uitzonderlijke omstandigheden, zoals ernstige financiële moeilijkheden, die de onmiddellijke verkoop van aandelen rechtvaardigen; en
- (ii) Ingeval de transacties verband houden met aandelenregelingen van werknemers of activiteiten waarbij geen verandering optreedt in het belang in de instrumenten in kwestie.

Deze uitzonderingen worden nader uitgewerkt in artikelen 7, 8 en 9 van de gedelegeerde verordening (EU) 2016/522

van de Europese Commissie van 17 december 2015.³⁶ Onder beide gevallen dient de persoon te kunnen aantonen dat een bepaalde transactie niet op een ander ogenblik dan tijdens de gesloten periode kan plaatsvinden.

4. Meldingsplichtige transacties onder art. 19 Verordening Marktmisbruik

4.1 Categorie 1 en Categorie 2 instrumenten

Artikel 19 lid 1 van de Verordening Marktmisbruik bepaalt, als gezegd, dat PDMR's en diens CAP's een meldplicht hebben voor transacties met betrekking tot de 'eigen' uitgevende instelling. Deze verplichting is niet nieuw en bestond al onder de Richtlijn Marktmisbruik uit 2003.³⁷ De nieuwe regeling is echter een stuk ingewikkelder en gedetailleerder vormgegeven en bevat bijvoorbeeld een belangrijke uitbreiding naar meerdere financiële instrumenten die onder de meldplicht vallen. Het gaat om twee categorieën van meldingsplichtige transacties in financiële instrumenten: 1) transacties met betrekking tot 'aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling' (hierna ook kortweg Categorie 1 instrumenten); en 2) transacties met betrekking tot 'afgeleide of andere financiële instrumenten die ermee verbonden zijn' (hierna kortweg Categorie 2 instrumenten).

Het begrip 'transacties' in de zin van artikel 19 Verordening Marktmisbruik wordt ruim uitgelegd en gaat verder dan alleen de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten in de 'eigen instelling'.³⁸ Ook bepaalde specifieke transacties die zijn omschreven in artikel 19 lid 7 Verordening Marktmisbruik vallen onder de meldplicht. Het betreft onder meer het als zekerheid verstrekken of uitlenen van financiële instrumenten door of namens een meldingsplichtig persoon.

Met name transacties in Categorie 2 instrumenten kunnen in de praktijk vragen oproepen aangezien in de Verordening Marktmisbruik weinig duidelijkheid wordt verschaft over de vraag wanneer sprake is van instrumenten die afgeleid of verbonden zijn met de eigen instrumenten. Onder deze categorie kunnen in ieder geval rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging (beleggingsinstellingen) vallen maar ook gestructureerde producten of financiële instrumenten die een derivaat behelzen. In de Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522 heeft de Europese Commissie in artikel 10 lid 2 een nadere uitwerking gegeven aan meldingsplichtige transacties, door middel van een niet-limitatieve lijst van type transacties. Hierin is echter geen duide-

30 Ervan uitgaande dat het een uitgevende instelling betreft die binnen de reikwijdte van de Verordening Marktmisbruik valt.

31 De Onderneming is bijvoorbeeld geen onderdeel van de groep van de Uitgevende instelling.

32 Zie J.J.J. Schutte, *Meldingsverplichtingen, Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Wolters Kluwer 2006, p. 245-246. Volgens het voorbeeld dat Schutte gebruikt zou de situatie anders kunnen zijn indien de betreffende persoon de enige PDMR zou zijn. In ons voorbeeld zou dat betekenen dat Bestuurder A enig bestuurder is van de Onderneming.

33 Zie ESMA, *Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)*, Version 11, geüpdatet op 29 maart 2019, ESMA70-145-111, Q7.7 en A7.7, p. 24.

34 Zie J.J.J. Schutte, *Meldingsverplichtingen en gesloten periode, Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 347-348, voor een nuance ten aanzien van dit antwoord van ESMA.

35 *Ibid*, p. 386-402 voor een uitgebreide uiteenzetting van de bijzonderheden rondom gesloten perioden.

36 Gedelegeerde verordening (EU) 2016/522 van de Commissie van 17 december 2015 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 openbaar makingsdrempels, de bevoegde autoriteit voor kennisgevingen van uitstel, de toestemming voor handel tijdens afgesloten perioden en typen aan te melden transacties van leidinggevendenden.

37 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).

38 Zie hierover ook de interpretatie 'Meldingsregelingen' van de AFM, te vinden op www.afm.nl.

lijkheid gegeven over het criterium 'afgeleid of verbonden'. ESMA had voorgesteld om in dit kader een 20% drempel te hanteren ten aanzien van beleggingen in index-gerelateerde producten, mandjes, derivaten en beleggingsinstellingen. Dit hield, kort gezegd, in dat enkel sprake is van afgeleide of verbonden instrumenten indien deze voor meer dan 20% zijn blootgesteld aan de aandelen of obligaties van de uitgevende instelling.³⁹ Dit voorstel van ESMA werd niet door de Europese Commissie overgenomen, met als gevolg dat bij publicatie van de genoemde Gedelegeerde Verordening veel onduidelijkheid werd gelaten over de uitleg van Categorie 2 instrumenten.

4.2 De aanvullingen in artikel 19 Verordening Marktmisbruik

Niet veel later heeft alsnog een nodige aanpassing plaatsgevonden van artikel 19 Verordening Marktmisbruik. Zoals hierboven uiteengezet, deze aanpassing maakt sinds 3 juli 2016 integraal onderdeel uit van artikel 19 van de Verordening Marktmisbruik. Dat dit voor veel marktpartijen niet bekend is, is niet zo vreemd aangezien deze aanpassing min of meer via een achterdeur tot stand is gekomen. De aanpassing is namelijk verricht via artikel 56 van de Benchmark Verordening. Het deel uit artikel 56 van de Benchmark Verordening dat ziet op de aanvulling van artikel 19 van de Verordening Marktmisbruik luidt als volgt:⁴⁰

“Verordening (EU) nr. 596/2014 wordt als volgt gewijzigd:

- 1) Artikel 19 wordt als volgt gewijzigd:
 - a) het volgende lid wordt ingevoegd:

“1 bis. De in lid 1 bedoelde kennisgevingsverplichting is niet van toepassing op transacties in financiële instrumenten met betrekking tot aandelen of schuldinstrumenten van de in dat lid bedoelde uitgevende instelling, indien op het moment van de transactie is voldaan aan de volgende voorwaarden:

 - a. het financiële instrument is een eenheid of aandeel in een instelling voor collectieve belegging waarbij de blootstelling van de aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling niet meer bedraagt dan 20 % van de activa van de instelling voor collectieve belegging;
 - b. het financiële instrument behelst blootstelling voor een portfolio van activa waarbij de blootstelling van de aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling niet meer bedraagt dan 20 % van de activa van de portfolio;
 - c. het financiële instrument is een eenheid of aandeel in een instelling voor collectieve

belegging of behelst blootstelling voor een portfolio van activa, en de persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid of nauw daarmee verbonden persoon is of kan niet op de hoogte zijn van de beleggingssamenstelling of blootstelling van de instelling voor collectieve belegging of de portfolio van activa met betrekking tot de aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling, en er is bovendien voor die persoon geen reden om aan te nemen dat de aandelen of schuldinstrumenten van de uitgevende instelling de drempels van punt a) of b) overschrijden.

Indien informatie over de beleggingssamenstelling van de instelling voor collectieve belegging of blootstelling voor de portfolio van activa beschikbaar is, verricht de persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid of de nauw daarmee verbonden persoon alle redelijke inspanningen om die informatie te verkrijgen.”

- b. in lid 7 wordt na de tweede alinea de volgende alinea ingevoegd:

„Voor de toepassing van punt b) is kennisgeving van transacties uitgevoerd in aandelen of schuldinstrumenten van een uitgevende instelling of derivaten of andere daaraan verbonden financiële instrumenten door beheerders van een instelling voor collectieve belegging waarin de persoon met leidinggevende verantwoordelijkheid of nauw daarmee verbonden persoon heeft geïnvesteerd, niet vereist indien de beheerder van de instelling voor collectieve belegging volledig discreet te werk gaat, hetgeen inhoudt dat de beheerder geen directe of indirecte instructies of voorstellen inzake de samenstelling van de portfolio ontvangt van beleggers in de instelling voor collectieve belegging.”

Met deze aanpassingen heeft de Uniewetgever twee inhoudelijke punten geadresseerd:

- (i) In de eerste plaats is het eerdere voorstel van ESMA inzake de 20% drempel alsnog geïntroduceerd. De aanpassingen ten aanzien van dit punt brengen met zich mee dat transacties in Categorie 2 instrumenten alleen bij overschrijding van de 20% drempel gemeld moeten worden (conform lid 1 bis a en b), tenzij de meldingsplichtige persoon kort gezegd niet op de hoogte is of kan zijn van de samenstelling of blootstelling van het betreffende instrument en er ook geen reden is om aan te nemen dat de drempels worden overschreden (conform lid 1 bis c).
- (ii) Het tweede inhoudelijke punt ziet op een specifieke uitzondering voor transacties met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die discretionair worden beheerd conform lid 7 sub b van artikel 19 Verordening Marktmisbruik. Dit luidt als volgt:

³⁹ ESMA, Final Report – ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 februari 2015 p. 45-56 en 94-98, te vinden op <https://www.esma.europa.eu>.

⁴⁰ Ter volledigheid merken we op dat ook artikelen 35 lid 5 (uitoefening van de delegatie) en 38 (verslag) Verordening Marktmisbruik zijn gewijzigd. Hier gaan wij niet op in.

“Ten behoeve van de toepassing van het eerste lid moeten onder meer ook de volgende transacties openbaar worden gemaakt: [...] b) transacties uitgevoerd door iedere persoon die beroepsmatig transacties aangaat of verricht of iedere andere persoon namens een persoon met leidinggevende verantwoordelijkheden of een persoon die nauw met hem is verbonden als bedoeld in het eerste lid, ook indien discretionaire bevoegdheid wordt uitgeoefend.”

4.2.1 De 20% drempel

Met de aanpassing onder het eerste punt zullen alle transacties in Categorie 2 instrumenten uitgezonderd blijven van de meldplicht voor zover de 20% drempel niet wordt overschreden. Transacties met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen⁴¹ vallen onder lid 1 bis a. Alle overige transacties in financiële instrumenten, waaronder derivaten en gestructureerde producten, zullen onder lid 1 bis b vallen. Voor wat betreft transacties met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen merken wij op dat instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (ICBE's) te maken hebben met wettelijke spreidingsregels zodat in de praktijk slechts bij uitzondering sprake zal zijn van een overschrijding van de 20% drempel. Deze spreidingsregels vloeien voort uit Richtlijn 2009/65/EG⁴² en zijn nationaal vastgelegd in het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.⁴³ Deze regels moeten waarborgen dat ICBE's uitsluitend in omschreven categorieën financiële instrumenten beleggen en het beginsel van risicospreiding voldoende in acht nemen.⁴⁴ Een van de hoofdregels is dat ICBE's niet meer dan 10% van de waarde van haar eigen activa belegt in effecten of geldmarktinstrumenten die door eenzelfde uitgevende instelling worden uitgegeven.⁴⁵ Voor alternatieve beleggingsinstellingen (ABI's) gelden geen wettelijk voorgeschreven spreidingsregels maar dat betekent niet dat in de praktijk geen

beleggingsdrempels worden gehanteerd. Voor ABI's gelden namelijk uitgebreide transparantievoorschriften richting beleggers over, onder andere, de beleggingsstrategie. ABI's dienen net als ICBE's de risico's effectief te beheren en moeten derhalve zelf vooraf eigen risicolimieten vaststellen en deze aan de beleggers bekendmaken overeenkomstig Richtlijn 2011/61/EU.⁴⁶ Net als de meeste ICBE's zullen ook vele ABI's die beleggen in aandelen en/of obligaties van uitgevende instellingen in de praktijk onder de 20% drempel blijven. Via raadpleging van de beleggingsstrategie van de ABI zal veelal een goed beeld ontstaan over de vraag of de 20% drempel kan worden overschreden.

De 20% drempel is overigens niet nieuw voor meldingsplichtige personen in Nederland. Ook onder het vervallen artikel 5:60 Wft werd deze drempel door de AFM gehanteerd ten aanzien van transacties in 'waarde-afhankelijke effecten' die voorheen eveneens onder de meldplicht vielen. Onder de oude regeling stelde de AFM zich in een interpretatieregeling op het standpunt dat indien het financieel instrument minder dan 10% van de waarde van de index of het mandje van fondsen uitmaakt, er geen sprake is van 'waarde-afhankelijkheid'. Bij 20% of meer was hier wel sprake van en in de gevallen tussen 10% en 20% verdiende het volgens AFM aanbeveling om 'de feiten en argumenten met betrekking tot de concrete casus aan de AFM voor te leggen, teneinde de AFM tot een oordeel te laten komen of wel of niet sprake is van een meldingsplicht'.⁴⁷ Met inwerkingtreding van de Verordening Marktmisbruik heeft de AFM de betreffende interpretatieregeling ingetrokken. In die zin is de huidige uitleg soepeler omdat een grijs tussengebied niet meer bestaat. Leidend is nu de ondergrens van 20% zoals neergelegd in artikel 19 lid 1 bis van de Verordening Marktmisbruik.

4.2.2 De interpretatie van de uitzondering voor discretionair beheerde beleggingsinstellingen

Zoals gezegd heeft de Uniewetgever naast de 20% drempel ook gekozen voor een extra uitzondering op de meldplicht met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die discretionair worden beheerd. Het betreft een lastig te lezen toevoeging aan artikel 19 lid 7 sub b Verorde-

41 Dit zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) en instellingen voor collectieve belegging die niet als ICBE kwalificeren (alternatieve beleggingsinstellingen ofwel ABI's).

42 Zie hoofdstuk VII, met name artikel 52 en 52, van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (Richtlijn ICBE's).

43 Zie § 10.3.2, met name artikelen 134 t/m 138, van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgf)

44 Richtlijn 2014/91/EU heeft de Richtlijn ICBE's op bepaalde punten voor ICBE beheerders gewijzigd (o.a. beloning, bewaring van activa, verantwoordelijkheden en aansprakelijkheid van de bewaarder en hergebruik van activa). Echter, er zijn geen wijzigingen aangebracht in de spreidingsregels voor ICBE's. Zie Richtlijn 2014/91/EU van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 tot wijziging van Richtlijn 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat bewaartaken, beloningsbeleid en sancties betreft.

45 Als de beleggingen in deposito's bij dezelfde instelling en OTC derivaten met betrekking tot dezelfde instelling hierbij worden opgeteld, dan geldt dat de gehele combinatie van beleggingen in dezelfde uitgevende instelling niet meer dan 20% van de waarde van de eigen activa mag overschrijden. Zie artikel 134 lid 4 Bgf. Voor bepaalde obligaties van banken ('covered bonds') geldt echter een uitzondering en ligt de drempel op 25%. Ook is er een uitzondering voor ICBE's die in het fondsreglement of in de statuten hebben vastgelegd dat het beleggingsbeleid erop gericht is de samenstelling van een bepaalde aandelen- of obligatieindex te volgen. In dat geval is het mogelijk om tot maximaal 20% in aandelen of obligaties van dezelfde uitgevende instelling te beleggen en in uitzonderlijke gevallen zelfs tot 35% indien op aanvraag een ontheffing is verkregen van de AFM. Zie artikel 138 Bgf.

46 Zie artikel 23 lid 4 sub c van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010. Zie tevens de nadere uitwerking in artikel 44 van Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht. Nationaal is er een schakelbepaling opgenomen die duidelijk maakt dat ABI's moeten voldoen aan de hier genoemde Europese regels, zie artikel 115k Bgf.

47 AFM interpretatie van 11 januari 2007 inzake 'Meldingsplicht van 'waarde-afhankelijke effecten'. De oude interpretatie is niet meer beschikbaar op de website van AFM. Onder de meldplicht van artikel 46b Wet toezicht effectenverkeer 1995, de voorloper van artikel 5:60 Wft, bestond een vrijwel gelijke interpretatie van de AFM. Zie mr. A. Franken, 'Vijf nieuwe AFM-interpretaties inzake de meldplicht van insiders', *Bedrijfsjuridische Berichten (Bb)* 2005/30.

ning Marktmisbruik, zoals opgenomen in 56 van de Benchmark Verordening.

In de eerste plaats is opvallend dat deze toevoeging is gekoppeld aan artikel 19 lid 7 sub b Verordening Marktmisbruik. Dit artikellid gaat over de situatie dat een derde beroepsmatig transacties verricht namens de PDMR of CAP, ook indien daarbij discretionaire bevoegdheid wordt uitgeoefend. Dit betekent dus ook dat transacties verricht door een vermogensbeheerder onder een vrije-hand beheerovereenkomst, onder de Verordening Marktmisbruik niet zijn uitgezonderd van de meldingsplicht.

Door de toevoeging aan artikel 19 lid 7 sub b Verordening Marktmisbruik is er echter alsnog een uitzondering op de meldplicht voor transacties verricht door een derde geïntroduceerd. De letterlijke tekst bepaalt dat de uitzondering ziet op transacties die worden uitgevoerd (onderstreping toegevoegd) “door beheerders van een instelling voor collectieve belegging”. De Europese Commissie ziet de beheerder van een beleggingsinstelling kennelijk ook als een derde die namens de PDMR of CAP transacties kan verrichten. Anders is het koppelen van deze uitzondering aan artikel 19 lid 7 sub b Verordening Marktmisbruik niet logisch. Gelet op de tekst menen wij dat de uitzondering bedoeld moet zijn voor de situatie dat de PDMR of CAP reeds een belang heeft genomen in een beleggingsinstelling en de *discretionaire* beheerder van deze beleggingsinstelling vervolgens transacties verricht in de uitgevende instelling van de PDMR of CAP (of in de daarmee verbonden instrumenten). Dergelijke transacties zijn nu alsnog uitgezonderd van de meldplicht. Het gaat hier dus niet om de aan- of verkooptransacties in deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling verricht door (een derde namens) de PDMR of CAP maar om de transacties van de discretionaire beheerder van de beleggingsinstelling waarin de PDMR of CAP reeds heeft geïnvesteerd, en welke transacties zien op de uitgevende instelling van de PDMR of CAP.

In de tweede plaats kan de lezer van deze bepaling zich afvragen hoe artikel 19 lid 7 sub b zich nu verhoudt met de 20% drempel uit artikel 19 lid 1 bis Verordening Marktmisbruik. Artikel 19 lid 7 verwijst namelijk naar artikel 19 lid 1. Artikel 19 lid 1 bevat de meldplicht, maar de artikel 19 lid 1 bis introduceert een 20% drempel ten aanzien van beleggingsinstellingen en portfolio's van activa. Indien het eerdere voorstel van ESMA hierbij in ogenschouw wordt genomen, wordt de bedoeling van de Uniewetgever mogelijk duidelijker.⁴⁸ Deze uitzondering moet volgens ESMA namelijk zien op reeds door de PDMR of CAP *aangekochte* deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen. Dit is in lijn met onze interpretatie hierboven. De extra uitzondering komt niet in plaats van de 20% drempel maar is daar slechts een verbijzondering van. ESMA licht eerst toe dat voor alle transacties met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen geldt – on-

geacht of de beleggingsinstelling discretionair wordt beheerd – dat bij het moment van aankoop en verkoop gekeken moet worden naar de 20% drempel om te achterhalen of de transactie in de beleggingsinstelling meldingsplichtig is. Dit is dus de toets aan de algemene uitzonderingsregel. Voor deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die reeds zijn aangekocht en discretionair worden beheerd, geldt dat de PDMR of CAP vervolgens niet hoeft te controleren of deze tussentijds de 20% drempel overschrijden. In dat geval zal namelijk geen meldplicht ontstaan omdat de tussentijdse transacties van de discretionaire beheerder van de beleggingsinstelling niet gezien kunnen worden als transacties van de PDMR of CAP. ESMA overweegt als volgt:⁴⁹

“125. As said at the beginning of this section, we are dealing here with situations where the UCITS/AIFs are managed with full discretion by their own managers, with no sort of influence by the fund's investors. For this reason, the composition of the UCITS/AIF that matters for the purpose of the notification is the composition at the time of the PDMR transaction in the unit/shares of the UCITS/AIF, and whether in this composition the 20% threshold is breached. Once the investment in a UCITS/AIF is made, for the purpose of notification, the PDMR would not need to notify in case of subsequent changes in the composition of the UCITS/AIF, as long as the PDMR does not carry out another transaction in the units/shares of the UCITS/AIF. For example, a PDMR buying units of an AIF will not have to count this transaction if, at this point in time, the 20% threshold is not breached. If, later, this PDMR sells those units and, at this second point in time, is aware of the AIF investment composition and that the 20% threshold is reached, the transaction will have to be counted. So every time a PDMR/closely associated person buys or sells UCITS/AIF units/shares, he needs to be aware whether the 20% threshold is breached.”

“126. Besides, the trading on the issuer's relevant financial instruments by the UCITS/AIF manager will not trigger a duty to notify on the PDMR/ closely associated person when he cannot influence the strategy of the fund, as these transactions are not made on his own account or on his behalf, but rather on the account of the UCITS/AIF itself.”

Voor deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die reeds zijn aangekocht en waarbij de PDMR of CAP *wel* invloed kan uitoefenen op transacties van de betreffende instelling moet volgens ESMA geen uitzondering gelden. In dat geval zullen de transacties die nadien door de beheerder van het betreffende beleggingsinstelling worden verricht wel door de PDMR of CAP in aanmerking genomen moeten worden voor de meldplicht en derhalve steeds gecontroleerd moeten worden op overschrijding van de 20% drempel. ESMA wijst bijvoorbeeld op bepaalde ABI's met een beperkt aantal klanten die geïnvesteerd hebben in de ABI

48 ESMA, Final Report 2015/224 – ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, 3 februari 2015, p. 46-48, nr. 117 t/m 126.

49 *Ibid.*, p. 48.

en die dus invloed zouden kunnen uitoefenen op de investeringsbeslissingen van de ABI.⁵⁰

De gehanteerde formulering van de Uniewetgever in artikel 19 lid 7 sub b Verordening Marktmissbruik is lastig te lezen en te begrijpen zonder nadere toelichting. Wij vermoeden dat hij het aanvullende voorstel van ESMA hierboven heeft willen overnemen maar deze wat ongelukkig heeft verwoord. Echter, wij gaan ervan uit dat geen (wezenlijke) inhoudelijke wijzigingen zijn beoogd ten opzichte van de uitleg van ESMA. Zoals hierboven uiteengezet, dit is ook in lijn met onze interpretatie op basis van de tekst van artikel 19 lid 7.

4.3 'Vrije hand beheer' niet uitgezonderd

Hoewel er een uitzondering is gecreëerd voor transacties verricht door de discretionaire beheerder van de beleggingsinstelling waarin de PDMM of CAP reeds heeft geïnvesteerd, doet dit niets af aan het feit dat transacties verricht onder een vrije-hand beheerovereenkomst niet langer zijn uitgezonderd van de meldplicht onder de Verordening Marktmissbruik. Artikel 19 lid 7 sub b en lid 14 van de Verordening Marktmissbruik en artikel 10 lid 2 sub o van de gedelegeerde verordening (EU) 2016/522 van de Europese Commissie van 17 december 2015 bepalen expliciet dat dergelijke transacties wel moeten worden gemeld. De AFM bevestigt dit ook in haar brochure 'Handel met voorwetenschap'.⁵¹ Praktisch zal dit betekenen dat de meldingsplichtige persoon met zijn vermogensbeheerder moet afspreken wie de melding aan de AFM zal verrichten, mocht een transactie plaatsvinden die onder dit artikel valt, of dat de vermogensbeheerder geen transacties zal verrichten in uitgevende instellingen waar de PDMM werkzaam is, noch in 'afgeleide of verbonden' financiële instrumenten. De AFM heeft in haar register een kolom toegevoegd waarin te zien is of een gemelde transactie is gemeld in het kader van een vrije-hand beheerovereenkomst of niet.

Onder de oude Nederlandse regeling, van vóór de Verordening Marktmissbruik, was de meldplicht niet van toepassing op transacties verricht in het kader van 'vrije hand beheer'.⁵² Een meldplicht voor dergelijke transacties werd als onpraktisch gezien omdat de meldingsplichtige persoon minder goed op de hoogte kon zijn van de individuele transacties die namens hem werden verricht door de vermogensbeheerder. Vanuit een perspectief van marktmissbruik was het belang van transparantie ook gering, omdat de meldingsplichtige persoon geen invloed uitoefende op de vermogensbeheerder en daardoor moeilijk kon handelen met voorwetenschap.

Aangezien transacties in vrije-hand beheer onder de Verordening Marktmissbruik niet zijn uitgezonderd van de

meldplicht, is het wel opmerkelijk dat er met artikel 19 lid 7 Verordening Marktmissbruik een specifieke uitzondering is gecreëerd voor beleggingsinstellingen die discretionair worden beheerd. De ratio van deze uitzondering verschilt niet veel van de ratio van de vervallen uitzondering ten aanzien van transacties verricht in het kader van 'vrije hand beheer'. De uitzondering voor transacties in 'vrije hand beheer' was in de praktijk overigens van geringe betekenis voor bestuurders en commissarissen, vanwege de onverwijld meldingsplicht van elke transactie in de eigen uitgevende instelling met betrekking tot aandelen op grond van artikel 5:48 lid 6 Wft.⁵³

4.4 Bestuurders en commissarissen

Wij merken op dat bestuurders en commissarissen in Nederland in de praktijk weinig te maken zullen krijgen met de (inmiddels) ingewikkelde regeling van artikel 19 Verordening Marktmissbruik. Zoals eerder aangegeven hebben bestuurders en commissarissen van naamloze vennootschappen naar Nederlands recht die in de Europese Unie een notering hebben op een gereguleerde markt, reeds op grond van artikel 5:48 Wft een onverwijld meldingsplicht van elke transactie in aandelen van de eigen uitgevende instelling. Om de (administratieve) lasten te beperken van het dubbel moeten melden van transacties, beschouwt de AFM meldingen op basis van artikel 5:48 Wft ook als meldingen die zijn gedaan op basis van artikel 19 Verordening Marktmissbruik.⁵⁴ In de praktijk zal het daarom met name relevant zijn om te kijken naar de transacties in financiële instrumenten waar geen overlap bestaat tussen artikel 5:48 Wft en artikel 19 Verordening Marktmissbruik. Het gaat hier om obligaties van de eigen uitgevende instelling⁵⁵ en alle 'afgeleide en verbonden' instrumenten (Categorie 2 instrumenten). Aangezien veel deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen niet zullen kwalificeren als 'afgeleid of verbonden' op grond van de 20% drempel, ligt de praktische relevantie van artikel 19 Verordening Marktmissbruik vooral in de meldplicht voor transacties in obligaties van de eigen instelling en gestructureerde producten en derivaten die afgeleid of verbonden zijn met instrumenten van de eigen instelling.

4.5 Opgelet bij PDMMs van beleggingsinstellingen

Het is goed te bedenken dat transacties met betrekking tot deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen niet altijd transacties in Categorie 2 instrumenten hoeven te zijn. Een PDMM of CAP van een beleggingsinstelling zal de transacties in deelnemingsrechten van het 'eigen' fonds moeten melden als Categorie 1 instrument, dat wil zeggen onder de categorie 'aandelen

50 *Ibid.*, p. 48-49.

51 AFM, Brochure 'Handel met voorwetenschap' juli 2016 (update: juli 2017), www.afm.nl, p. 22.

52 Artikel 8 (vervallen) van het Besluit marktmissbruik Wft bepaalde dat de melding op grond van artikel 5:60 lid 1 Wft niet van toepassing is op transacties die op grond van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving worden verricht of bewerkstelligd door een vermogensbeheerder, indien de volmachtgever geen invloed uitoefent op de transacties ("vrije hand beheer").

53 Zie J.J.J. Schutte, *Meldingsverplichtingen en gesloten perioden*, *Handboek Marktmissbruik*, Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 370.

54 Dit geldt uiteraard alleen voor situaties waarin er sprake is van een overlap tussen artikel 5:48 Wft en artikel 19 Verordening Marktmissbruik. De AFM wijst erop dat dit een tijdelijke oplossing betreft, vooruitlopend op een geïntegreerd register waarin beide meldingen in één inlogpoging kunnen worden verricht. Zie AFM, Brochure 'Handel met voorwetenschap' juli 2016 (update: juli 2017), www.afm.nl, p. 22.

55 Voor zover deze obligaties niet gezien kunnen worden als 'aandeel' zoals gedefinieerd in artikel 5:33 lid 1b Wft. Waardebewijzen die het recht geven op aandelen (zoals converteerbare obligaties) worden beschouwd als aandeel in de zin van dit artikellid. Zie *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, 19, p. 587.

of schuldinstrumenten' zoals genoemd in artikel 19 lid 1 Verordening Marktmisbruik. Daar zal sprake van zijn indien de beleggingsinstelling kwalificeert als uitgevende instelling onder de Verordening Marktmisbruik en deelnemingsrechten van het fonds verhandeld worden op een handelsplatform.

In lid 4 van artikel 19 Verordening Marktmisbruik is het toepassingsbereik beperkt tot uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten kortgezegd worden verhandeld op een 'handelsplatform'.⁵⁶ Onder MiFID II gelden een gereguleerde markt, een multilaterale handelsfaciliteit (MTF) of een georganiseerde handelsfaciliteit (OTF) als een handelsplatform. Een PDMR van een uitgevende instelling genoteerd aan Euronext Amsterdam zal onder het toepassingsbereik van de meldplicht vallen maar of dit ook het geval is voor een PDMR van beleggingsinstellingen is maar de vraag. Dit ligt een stuk ingewikkelder omdat deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen niet per definitie hoeven te worden aan- en verkocht op een 'handelsplatform'.

4.5.1 Uitleg van 'handelsplatform' onder MiFID I(I)

In Nederland kunnen deelnemingsrechten in 'open end' beleggingsinstellingen⁵⁷ worden aan- en verkocht via Euronext Fund Service (EFS).⁵⁸ De AFM en Robeco Hollands Bezit N.V. e.a. (Robeco) zijn enige jaren geleden in een principiële rechtszaak verwickeld geraakt over de vraag of EFS kwalificeert als handelsplatform onder MiFID.^{59, 60} In hoger beroep neigde het Cbb naar de conclusie dat EFS geen geregle-

menteerde markt is, onder meer om de reden dat EFS meer lijkt op een bilateraal systeem waarin transacties worden aangegaan door enerzijds beleggers en anderzijds de beleggingsinstelling. Omdat het Cbb niet helemaal zeker van de zaak was en het hier gaat om de uitleg van een definitie onder de Europese richtlijn MiFID, werd een prejudiciële vraag voorgelegd aan het Hof van Justitie.⁶¹ Het Hof van Justitie gaf een uitleg van het begrip 'gereguleerde markt' waaruit blijkt dat systemen zoals EFS wel gezien kunnen worden als een gereguleerde markt.⁶²

In de literatuur is het arrest van het Hof van Justitie kritisch ontvangen.⁶³ Nagelkerke wijst erop dat deze uitspraak helaas weinig behulpzaam lijkt voor de toekomst aangezien de uitspraak zich beperkt tot de definities onder MiFID I. Onder MiFID II kan worden betoogd dat EFS geen gereguleerde markt is.⁶⁴ Al met al is de praktijk dus eigenlijk niet veel geholpen met het arrest van het Hof van Justitie. Er is nieuwe jurisprudentie nodig om antwoord te krijgen op de vraag hoe EFS, en andere diensten en systemen waar geen prijsvorming plaatsvindt, moeten worden gekwalificeerd onder MiFID II.

4.5.2 Categorie 1 transacties in beleggingsinstellingen

Gelet op het voorgaande doet de praktijk er verstandig aan rekening te houden met het feit dat systemen dan wel diensten als EFS onder het bereik van de marktmisbruikregels vallen. Het lijkt ook voor de hand te liggen dat de AFM de standpunten ten aanzien van EFS zal handhaven en EFS dus ook onder MiFID II als een gereguleerde markt blijft zien.

De EFS zaak zag primair niet op de meldplicht maar heeft hier, al dan niet bedoeld, wel belangrijke gevolgen voor aangezien uitleg is gegeven aan een kernbegrip bepalend voor het toepassingsbereik van de meldplicht. Voor PDMRs van beleggingsinstellingen is het overigens goed te bedenken dat transacties in de eigen beleggingsinstelling geen overlap hoeven te hebben met de meldplicht van artikel 5:48 Wft. In de toelichting bij dit artikel is namelijk uitdrukkelijk bepaald dat open-end beleggingsinstellingen niet worden aangemerkt als uitgevende instelling voor toepassing van artikel 5:48 Wft, waardoor bestuurders en commissarissen van een dergelijke instelling hun belangen in die instellingen niet hoeven te melden op basis van dit artikel.⁶⁵

56 De Verordening Marktmisbruik hanteert hier de definities die gelden onder Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (MiFID II). Zie artikel 4 lid 1 (19 t/m 24) MiFID II.

57 Beleggingsinstellingen kunnen worden onderscheiden in twee typen, open-end en closed-end. Een beleggingsinstelling is van het open-end type, wanneer zij verplicht is deelnemingsrechten in te kopen op verzoek van deelnemers. Ontbreekt zo'n inkoopverplichting, dan spreekt men van een closed-end beleggingsinstelling.

58 EFS is een door Euronext Amsterdam N.V. ontwikkelde oplossing voor de verhandeling van deelnemingsrechten in 'open end' beleggingsinstellingen.

59 Rechtbank Rotterdam 24 december 2013, ECLI:NL:RBROT:2013:10878; College van Beroep voor het bedrijfsleven 2 december 2015, ECLI:NL:CBB:2015:379. Zoals uiteengezet in de uitspraak van Rechtbank Rotterdam, EFS is een zelfstandig handelssysteem dat door Euronext is ontwikkeld voor de verhandeling van deelnemingsrechten in 'open-end' beleggingsinstellingen. Op EFS vindt de handel plaats door middel van 'forward pricing'. Beleggers kunnen orders plaatsen tot 16.00 uur, waarna de intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling wordt berekend. Uitvoering van de geplaatste orders vindt plaats om 10.00 uur de volgende dag op basis van de berekende intrinsieke waarde, met een op- of afslag voor transactiekosten. Ieder 'open-end' beleggingsinstelling heeft zijn eigen 'fund agent' die namens hem optreedt, handelt voor rekening en risico van de beleggingsinstelling en 'member' is van Euronext. De aangesloten 'brokers' voor een transactie in een bepaald fonds handelen met de aangewezen 'fund agent'. De 'fund agents' verrichten onderling geen transacties binnen het systeem; voor de 'brokers' geldt hetzelfde. Saldering vindt plaats buiten het systeem van EFS.

60 MiFID kwalificeerde een gereguleerde markt als volgt: een door een marktexploitant geëxploiteerd en/of beheerd multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van de markt tot de handel zijn toegelaten, en waaraan vergunning is verleend en die regelmatig werkt, overeenkomstig het bepaalde in titel III (gereguleerde markten).

61 Van der Velden is het eens met deze voorlopige conclusie van het Cbb maar juicht toe dat duidelijkheid wordt gevraagd aan het Hof van Justitie, zie *JOR* 2016/10, m.nt. Van der Velden.

62 Hof van Justitie EU 16 november 2017, C-658/15, ECLI:EU:C:2017:870, m.nt. mr. E.J. van Praag (*Robeco Hollands Bezit e.a.*). Met de uitleg van het Hof van Justitie heeft het Cbb vervolgens geconcludeerd dat EFS een gereguleerde markt is. Zie College van Beroep voor het bedrijfsleven 28 augustus 2018, ECLI:NL:CBB:2018:403.

63 Onder andere door Van der Velden en Van Praag. Zie *JOR* 2018/279, m.nt. Van der Velden; mr. E.J. van Praag, 'Wat is een handelsplatform onder MiFID I(I)', *Ondernemingsrecht* 2018/41. Zie ook zijn noot bij het arrest van het Hof van Justitie.

64 Zie *JOR* 2018/42, m. nt. Nagelkerke en F.F. Nagelkerke, 'Wanneer is sprake van een gereguleerde markt', *Tijdschrift voor Financieel Recht* 2018/7.

65 *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, 41, p. 91 en 92.

In dergelijke gevallen zal de meldplicht dus enkel op basis van artikel 19 Verordening Marktmissbruik getriggerd kunnen worden.

5. Slot

De reikwijdte van de insider meldplicht is er onder artikel 19 Verordening Marktmissbruik niet duidelijker op geworden. Niet alleen moet bij een onderzoek of deze meldplicht van toepassing is, de Verordening Marktmissbruik erop worden nageslagen, maar ook artikel 56 van de Benchmark Verordening. Overigens helpt het ons inziens ook als de geconsolideerde versie van de Verordening Marktmissbruik wordt aangehouden. Zo zijn alle relevante bepalingen zichtbaar in

één document en zijn deze niet verspreid over twee verordeningen.

Afgezien hiervan is een ogenschijnlijk simpel onderwerp als de insider meldplicht niet gemakkelijk te doorgronden, met name door het gebruik van lastige formuleringen maar ook door het ontbreken van helderheid ten aanzien van belangrijke kernbegrippen die bepalend zijn voor het toepassingsbereik van (artikel 19 van) de Verordening Marktmissbruik.

Wij hebben hetgeen wij in onze bijdrage uiteenzetten, zichtbaar gemaakt in schema 1 waarin artikel 19 van de Verordening Marktmissbruik versimpeld is weergegeven. Wij hopen dat dit enige duidelijkheid verschaft.

Schema 1:

Meldplicht artikel 19 Verordening Marktmissbruik					
PDMR /CAP →	– Uitgevende instelling – Financiële instrumenten verhandeld op gereguleerde markt, MTF of OTF				
Transacties → ↓	Categorie 1 Instrumenten van 'eigen' instelling		Categorie 2 'Afgeleide of verbonden' instrumenten		
	Aandelen	Schuld-instrumenten (obligaties)	Deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen discretionair beheerd	Deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen niet-discretionair beheerd	Gestructureerde producten & derivaten
	– Iedere volgende transactie boven de geldende drempel per kalenderjaar				
Rechtstreeks (ex-only/advies) of via een derde (vermogensbeheer incl. 'vrije hand' beheer)	Meldplicht	Meldplicht	Geen meldplicht bij aan- en verkoop van de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling, tenzij overschrijding 20% drempel	Geen meldplicht bij aan- en verkoop van de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling, tenzij overschrijding 20% drempel	Geen meldplicht, tenzij overschrijding 20% drempel
			Geen meldplicht indien de 20% drempel na aankoop van de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling wordt overschreden door transacties van de beheerder van de beleggingsinstelling	Alsnog meldplicht indien de 20% drempel na aankoop van de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling wordt overschreden door transacties van de beheerder van de beleggingsinstelling	