

Enkele kanttekeningen bij het Ontwerp Modelcode Voorkoming Misbruik van Voorwetenschap

Mr G.T.J. Hoff is advocaat bij Loeff Claeys Verbeke te Amsterdam.

De Vereniging voor de Effectenhandel (de Vereniging) heeft op 31 januari 1996 een ontwerp gepubliceerd van een nieuwe Modelcode Voorkoming Misbruik van Voorwetenschap. De bestaande Modelcode, die als Bijlage IX deel uitmaakt van het Fondsenreglement, is met ingang van 1 januari 1987 ingevoerd en nadien niet meer gewijzigd.¹ De Modelcode bevat enkele verboden en registratievoorschriften die door bestuurders, commissarissen en aangewezen personen in acht dienen te worden genomen indien zij een transactie in effecten van de (eigen) uitgevende instelling verrichten.

De Vereniging is van oordeel dat de Modelcode thans dient te worden gewijzigd. Als reden geeft de Vereniging hiervoor op dat het wettelijk verbod van misbruik van voorwetenschap pas in februari 1989 als art. 336a Wetboek van Strafrecht van kracht is geworden, zodat bij het opstellen van de Modelcode geen rekening kon worden gehouden met de delictomschrijving. Daarnaast wordt als reden genoemd, dat de praktijk inmiddels heeft uitgewezen dat de strafrechtelijke handhaving van het wettelijk verbod tijdrovend en niet doeltreffend is gebleken. Volgens de Vereniging spelen daarbij strikte toepassing van de strafvorderingsregels en de precieze invulling van de delictomschrijving een rol.

Opmerkelijk is dat het bestuur van de Vereniging zich nog niet inhoudelijk over het ontwerp Modelcode heeft uitgesproken. Het ontwerp is door de Vereniging 'ter consultatie en openbare discussie' voorgelegd aan uitgevende instellingen en een brede kring van belangenorganisaties. Het is de intentie van de Vereniging om na ontvangst van reacties op het ontwerp de inhoud van de nieuwe Modelcode in de tweede helft van 1996 vast te stellen en in te voeren.²

De Vereniging heeft niet alleen een ontwerp van een nieuwe Modelcode gepubliceerd, maar ook enkele onderwerpen ter discussie gesteld die een versterking zouden kunnen betekenen van de beoogde preventieve werking van de Modelcode. Die onderwerpen zijn een verplichte openbaarmaking van effectentransacties van insiders, de instelling van een tuchtrechtelijk forum en een uitbreiding van de sancties die in geval van overtreding van de Modelcode kunnen worden opgelegd.

Deze onderwerpen zijn nog niet in het ontwerp Modelcode geregeld. De Vereniging heeft inmiddels wel al aangegeven dat zij bereid is de werking van de Modelcode verder uit te breiden, wanneer uit de consultatieronde zou blijken dat hiervoor een breed draagvlak bestaat.

Hierna zal ik de belangrijkste wijzigingsvoorstellen en de door de Vereniging ter discussie gestelde onderwerpen bespreken en van commentaar voorzien. Als inleiding lijkt het mij nog dienstig om kort aan te geven wat de inhoud is van de – overigens nauwelijks gewijzigde – verboden en registratievoorschriften van de Modelcode.

Het verbod om effectentransacties te verrichten wanneer een bestuurder³ beschikt over koersgevoelige informatie staat uiteraard voorop. Onder het verrichten van een effectentransactie wordt mede begrepen het bewerkstelligen van een effectentransactie door een ander (tipverbod). Hierbij is niet van belang of aan die ander de koersgevoelige informatie is medegedeeld. Dit voorschrift sluit nauw aan op het wettelijk verbod van misbruik van voorwetenschap, zoals dat met ingang van 31 december 1995 is neergelegd in art. 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995).⁴

In aanvulling op dit verbod is het een bestuurder niet toegestaan om in bepaalde perioden effectentransacties te verrichten, ongeacht of de bestuurder al dan niet over koersgevoelige informatie beschikt. De achtergrond van dit verbod is dat de kans groot is dat een bestuurder in deze perioden over koersgevoelige informatie beschikt. Door het verbod wordt iedere schijn vermeden dat een transactie met voorwetenschap wordt verricht. In een bijzonder geval kan de uitgevende instelling ontheffing van dit verbod aan een bestuurder verlenen. De verboden perioden zijn:

- de periode van twee maanden direct voorafgaande aan de eerste publikatie van de jaarrekening;
- de periode van 21 dagen direct voorafgaande aan de bekendmaking van (voorlopige) tussentijdse (jaar)cijfers⁵ of publikatie van een halfjaar- of kwartaalbericht of een aankondiging van een (interim)dividend;
- de periode van één maand direct voorafgaande aan de eerste publicatie van een prospectus voor een emissie;⁶
- een periode van zes maanden indien de effectentransactie tegengesteld is aan een eerder verrichte effectentransactie.⁷

1. Zie voor een beschouwing over de Modelcode: Drs B.F. Baron van Ietersum, Regelgeving van de Vereniging voor de Effectenhandel ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap, in: Misbruik van voorwetenschap, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 30, Deventer 1989, p. 39-53.

2. Ik wijs hier nog op de verplichting van de Vereniging om op grond van de noteringsovereenkomst in geval van een wijziging van de bepalingen van het Fondsenreglement overleg te voeren met de uitgevende instellingen. Eerst nadat een uitgevende instelling met die wijziging heeft ingestemd, is zij daaraan gebonden.

3. Dezelfde verboden gelden voor de overige functionarissen – zoals commissarissen en aangewezen medewerkers – die onder de werking van de Modelcode vallen.

4. In art. 48 Wte 1995 wordt (overbodig) bepaald dat een overtreding van de verbodsbepaling een misdrijf is. De overtreding is strafbaar gesteld in art. 1 sub 3° Wet op de economische delicten.

5. Deze verboden periode is onder meer van toepassing indien de uitgevende instelling kort na het verstrijken van het boekjaar een voorbericht publiceert van de jaarcijfers.

6. In de vigerende Modelcode geldt deze verboden periode uitsluitend voorafgaand aan een aandelen-emissie.

7. Deze bepaling keert zich tegen het behalen van 'short swing profits'.

Met het oog op het toezicht op de naleving van deze verboden gelden enkele registratievoorschriften. Hierbij is een belangrijke rol toegekend aan een centrale functionaris (of compliance officer) van de uitgevende instelling die een register⁸ bijhoudt van de door bestuurders, commissarissen en aangewezen personen verrichte effectentransacties.

Wat zijn nu de belangrijkste voorstellen van de Vereniging tot wijziging van de Modelcode?

1. In het ontwerp Modelcode wordt het begrip 'koersgevoelige informatie' als volgt omschreven: een niet-openbaar gegeven, indien van het openbaar worden van dat gegeven invloed op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven effecten redelijkerwijs is te verwachten. Uit deze omschrijving blijkt dat niet langer wordt vereist dat de invloed op de koers 'aanmerkelijk' moet zijn.⁹ De toelichting vermeldt dat de reden voor het laten vervallen van dit vereiste is, dat het wettelijk verbod van misbruik van voorwetenschap deze toevoeging ook niet kent.

Ik meen dat de Vereniging hier over het hoofd ziet dat in de memorie van toelichting steun is te vinden voor de opvatting dat deze toevoeging ook dient te gelden voor het wettelijk verbod. Aldaar wordt immers gesteld dat het bij koersgevoelige informatie dient te gaan om 'een soort van gegevens, waarvan de ervaring leert dat de openbaarmaking daarvan een duidelijk merkbaar effect op het koersverloop heeft'.¹⁰

Het stelt verder teleur dat de Vereniging in de toelichting op het ontwerp Modelcode geen aandacht besteedt aan de uitleg die de Hoge Raad in het HCS-arrest¹¹ heeft gegeven aan het begrip koersgevoelige informatie. De Hoge Raad oordeelt in r.o. 7.5 dat gelet op de ratio van het verbod van misbruik van voorwetenschap ten tijde van de effectentransactie niet alleen naar objectieve maatstaven inzicht dient te bestaan in de omstandigheid dat de openbaarmaking van het niet-openbare gegeven invloed zou hebben op de koers van de effecten, maar ook in de richting waarin de koers bij openbaarmaking van het niet-openbare gegeven zich zou gaan bewegen. Deze uitleg sluit mijns inziens in de kern aan bij het strafrechtelijk verwijt dat een insider wordt gemaakt.¹²

Het lijkt mij op zich verdedigbaar dat in de Modelcode strengere normen worden gehanteerd teneinde misbruik van voorwetenschap te voorkomen. De aansluiting op het wettelijk verbod is niet imperatief. De Vereniging dient die strengere norm dan wel in de toelichting te verdedigen, en niet – zoals thans is geschied – het verband te leggen met het wettelijk verbod.

Tenslotte wijs ik er op dat uit de omschrijving tevens blijkt dat het inzicht in de invloed van de openbaarmaking van het niet-openbare gegeven op de koers van de effecten geobjectiveerd is.¹³ Niet wordt vereist dat degene tot wie de norm zich richt ook zelf het inzicht had dat openbaarmaking van het gegeven die invloed zal hebben. Ook wordt niet vereist dat de koers zich daadwerkelijk wijzigt na openbaarmaking van het gegeven.

2. Een belangrijke vernieuwing in het ontwerp Modelcode is dat ook de uitgevende instelling onder de werking van de Modelcode wordt gebracht. Dit heeft

onder meer gevolgen voor de in- en verkoop van eigen aandelen door de uitgevende instelling. Een dergelijke in- en verkoop zal onder meer niet meer zijn toegestaan in één van de verboden perioden.

Ik acht deze uitbreiding van de werkingsfeer van de Modelcode weinig gelukkig, omdat de in- en verkoop van eigen aandelen aldus onnodig aan beperkingen wordt onderworpen. Die beperkingen drukken nog zwaarder op (semi) open-end beleggingsinstellingen (waaronder ook beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal, art. 2:76a BW), die zich jegens het belegend publiek hebben verbonden om doorlopend effecten uit te geven en in te kopen.

Wat te denken van het volgende geval? Stel, een cliënt geeft opdracht aan ABN AMRO Holding NV om aandelen in die bank te kopen (of te verkopen). Hoewel ABN AMRO Holding NV die opdracht in eigen naam doch voor rekening van een cliënt uitvoert, mag zij volgens het ontwerp Modelcode de opdracht niet uitvoeren in één van de verboden perioden.¹⁴ ABN AMRO Holding NV mag volgens het ontwerp Modelcode evenmin een cliënt adviseren een dergelijke effectentransactie te verrichten in één van de verboden perioden, omdat zij dan een transactie zou werkstelligen. Dit gevolg zal toch niet werkelijk serieus bedoeld zijn door de Vereniging?

Het lijkt mij dat de Vereniging zich nog eens dient te beraden over de wenselijkheid om de uitgevende instelling ook onder de werking van de Modelcode te laten vallen. Mij dunkt dat het wettelijk verbod van misbruik van voorwetenschap toereikend is.

3. De vigerende Modelcode bevat voorschriften voor onder meer bestuurders en commissarissen van de uitgevende instelling. In het ontwerp Modelcode worden die functionarissen aangeduid met de term 'insiders', omdat deze regelmatig over koersgevoelige informatie beschikken of kunnen beschikken.

De Modelcode geldt voorts voor 'aangewezen medewerkers', waartoe bijvoorbeeld hooggeplaatste medewerkers van de uitgevende instelling, bestuurders en commissarissen van dochterondernemingen en leden

8. Het register is een persoonsregistratie als bedoeld in art. 1 Wet persoonsregistraties en dient te worden aangemeld bij de Registratiekamer te Rijswijk.

9. Deze toevoeging komt nog wel voor in art. 28h van het Fondsenreglement. In dit artikel wordt de uitgevende instelling verplicht om informatie waarvan moet worden aangenomen dat daarvan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan terstond te publiceren. De Vereniging overweegt om ook art. 28h te wijzigen teneinde de definities in het Fondsenreglement en het ontwerp Modelcode beter op elkaar te laten aansluiten.

10. TK 1986-1987, 19 935, nr 3, onder 45.

11. HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662, m.nt. Sch.

12. Vgl. TK 1986-1987, 19 935, nr 3, onder 1, alwaar wordt gesteld: 'Dit brengt mee dat moet worden voorkomen dat personen hun geheime voorkennis voor zichzelf benutten door ter beurze genoteerde effecten tijdig voor een koerssprong te kopen of zich, tijdig voor een koersval, van hun effecten te ontdoen.'

Ik vind het onbegrijpelijk dat de minister van Financiën in het wetsvoorstel, dat op 9 april 1996 naar de Raad van State voor advies is gestuurd, voldoende acht dat de openbaarmaking 'enigerlei invloed op de koers zou kunnen hebben'. In de toelichting wordt verder gesteld dat slechts de beschikking over voorwetenschap betreffende gegevens die naar redelijke verwachting geen invloed op de koers kunnen hebben, buiten het bereik van de strafbepaling valt. Wie durft als insider nu nog te beleggen in zijn eigen fonds?

13. Vgl. r.o. 7.4 van het HCS-arrest.

14. Het verbod van tegengestelde transacties binnen een periode van zes maanden zou er praktisch toe leiden dat ABN AMRO Holding NV hetzij uitsluitend koop- hetzij uitsluitend verkooporders in haar eigen fonds mag uitvoeren.

van de (centrale of groeps-) ondernemingsraad behoren. Nieuw in het ontwerp Modelcode is de categorie 'aangewezen derden', die uit hoofde van hun relatie tot de uitgevende instelling kunnen beschikken over koersgevoelige informatie. Hieronder dienen in ieder geval de vaste adviseurs van de uitgevende instelling (accountants, advocaten en notarissen) te worden verstaan, maar onder omstandigheden ook bankiers en fusiebemiddelaars. Het lijkt mij niet de bedoeling dat een accountants- of advocatenmaatschap in haar geheel als derde wordt aangewezen, maar uitsluitend die accountant of advocaat die daadwerkelijk over koersgevoelige informatie met betrekking tot de uitgevende instelling kan beschikken. Niet beslissend lijkt mij dat krachtens titel 7 van Boek 7 BW (Opdracht) de opdrachtnemer in beginsel de accountants- of advocatenmaatschap is.

De medewerkers en derden moeten door de uitgevende instelling worden aangewezen door ten minste een maal per jaar een lijst van deze medewerkers en derden op te stellen. Niet duidelijk is of de voorschriften van de Modelcode eerst voor een medewerker of een derde gelden nadat zij door de uitgevende instelling op een lijst zijn geplaatst. Het zou in ieder geval vreemd zijn dat een derde niet onder de werking van de Modelcode valt indien deze derde om welke reden dan ook niet op de lijst voorkomt. Verdedigbaar lijkt mij echter dat die plaatsing op de lijst wel beslissend is, en dat uitsluitend de uitgevende instelling door de Vereniging kan worden aangesproken op een onvolledige lijst.

Teneinde de naleving van de interne regeling af te dwingen, dient de uitgevende instelling ervoor te zorgen dat insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden schriftelijk instemmen met de door de uitgevende instelling gehanteerde interne regeling. Omdat deze verplichting van de uitgevende instelling in het ontwerp Modelcode als een resultaatsverplichting is geformuleerd, zal de uitgevende instelling mijns inziens geen gebruik meer mogen maken van de diensten van een accountant of advocaat die de instemmingsverklaring weigert te ondertekenen.¹⁵

4. Aan insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden wordt in het ontwerp Modelcode een inspanningsverplichting opgelegd om binnen de grenzen van redelijkheid en billijkheid naar beste vermogen te bevorderen dat 'personen in hun naaste omgeving' geen effectentransacties verrichten die in strijd zijn met de Modelcode. Zo mag een met een insider verbonden persoon (bijvoorbeeld de man van de oudtante van de insider) geen transactie verrichten wanneer deze insider beschikt over koersgevoelige informatie. Evenmin mag een verbonden persoon een transactie verrichten in één van de verboden perioden.

De toelichting vermeldt dat de kring verbonden personen in ieder geval omvat de bloed- en aanverwanten en naaste medewerkers van insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden. Het ware mijns inziens beter geweest om de kring van verbonden personen te beperken tot de echtgeno(o)t(e) of partner en inwonende kinderen. Dit sluit beter aan op de ratio van de inspanningsverplichting en de mogelijkheden voor insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden om die verplichting waar te maken.

Op welke wijze kunnen insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden zich bevrijden van deze inspanningsverplichting? In de toelichting zal men tevergeefs zoeken naar aanknopingspunten om deze vraag te beantwoorden. Uit de toelichting kan slechts worden afgeleid dat de inspanningsverplichting zwaarder drukt op insiders dan op aangewezen medewerkers en aangewezen derden. Ook mag worden aangenomen dat de reikwijdte van de inspanningsverplichting varieert met de relatie tot de verbonden persoon.

5. Een moeilijk onderwerp in de bestaande Modelcode is de regeling met betrekking tot personeelsopties. Deze regeling is in het ontwerp (tekstueel) aanzienlijk vereenvoudigd. Het voor de Modelcode relevante moment is het verlenen of verkrijgen van een optie op effecten van de uitgevende instelling indien de uitoefenprijs van die optie wordt vastgesteld ten tijde van de verlening of verkrijging van de optie. Wordt de uitoefenprijs in een later stadium vastgesteld, dan is dat moment relevant. Daarna kan de optie te allen tijde worden uitgeoefend. De verboden dienen wel weer in acht te worden genomen, indien de effecten die op grond van de uitoefening van de optie zijn verkregen, worden vervreemd.¹⁶

Ik wijs er hier nog op dat in het ontwerp Modelcode de verboden ten aanzien van personeelsoptieregelingen in twee gevallen – zonder enige toelichting – buiten toepassing worden gelaten. De ene uitzondering betreft de verlening van opties aan een insider of een aangewezen medewerker waarbij de uitgevende instelling door een ander dan die insider of aangewezen medewerker wordt vertegenwoordigd. De andere uitzondering betreft een algemene personeelsoptieregeling waarbij opties tevens aan anderen dan insiders en aangewezen medewerkers worden verleend. Ik ben van oordeel dat geen van deze uitzonderingen is gerechtvaardigd, omdat die uitzonderingen namelijk niet uitsluiten dat misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap.

6. In het ontwerp wordt de externe accountant van de uitgevende instelling bij het toezicht op de naleving van de Modelcode betrokken. De uitgevende instelling dient namelijk in haar onderzoeksoopdracht aan de externe accountant op te nemen, dat deze controle zal uitoefenen op:

- de aanwezigheid van een interne regeling ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap, die ten minste voldoet aan de minimum-regeling van de Modelcode;
- de aanwezigheid van (jaarlijks opgestelde) lijsten van aangewezen medewerkers en aangewezen derden;
- de aanwezigheid van door insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden ondertekende instemmingsverklaringen;

15. Anders D.H. Cross, *Aanpassing van de Modelcode voorkoming misbruik van voorwetenschap*, TVVS 1996/3, p. 73.

16. De Vereniging heeft gehoor gegeven aan de door A. Voûte in zijn proefschrift gedane suggestie om de fictie in de Modelcode te schrappen, die inhoudt dat een bestuurder geacht wordt geen verbod te hebben overtreden indien hij de effecten binnen veertien dagen na uitoefening van de optie verkoopt. Zie *Aandelen voor werknemers*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-Instituut, deel 38, Deventer 1991, p. 138-139.

– de aanwezigheid van een (jaarlijks opgestelde) lijst met daarop vermeld de door de uitgevende instelling, insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden opgegeven effectentransacties.

De externe accountant dient zijn bevindingen hieromtrent te rapporteren aan het hoofd van het Controlebureau van de Vereniging. Deze beperkte uitbreiding van de onderzoeksopdracht lijkt mij niet bezwaarlijk. Bovendien wordt in de toelichting nadrukkelijk gesteld dat van de externe accountant geen actieve controle wordt verwacht op mogelijke overtredingen van de Modelcode.

Wél dient de externe accountant, indien hij bij de uitvoering van zijn onderzoeksopdracht of anderszins constateert dat de Modelcode door de uitgevende instelling wordt overtreden, daarvan aan het hoofd van het Controlebureau mededeling te doen. Ik vraag mij af, of de externe accountant aldus niet toch een actieve rol wordt toegekend dan de Vereniging het doet voorkomen. Dient de externe accountant bijvoorbeeld aan de hand van de lijst van de opgegeven effectentransacties na te gaan of transacties zijn verricht in één van de verboden perioden? De meldingsplicht van de externe accountant is nadrukkelijk beperkt tot overtredingen van de Modelcode door de uitgevende instelling. Strekt die meldingsplicht zich niet indirect ook uit tot overtredingen door insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden? De uitgevende instelling overtreedt namelijk de Modelcode, indien zij geen passende maatregelen neemt in geval van overtredingen door deze insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden.

7. In het kader van de controle op de naleving van de Modelcode wordt in het ontwerp een aantal onderzoeksbevoegdheden aan het hoofd van het Controlebureau toegekend. Een onderzoek kan eerst worden aangevraagd indien de Vereniging een redelijk vermoeden heeft van overtreding van de Modelcode door een uitgevende instelling, een insider, een aangewezen medewerker of een aangewezen derde. Tot die onderzoeksbevoegdheden van het hoofd van het Controlebureau behoren:

- de bevoegdheid om inzage te verlangen in de op grond van de Modelcode door een uitgevende instelling verzamelde gegevens en bescheiden, en daarvan afschrift te verlangen;
- de bevoegdheid om, voor zover dit voor een onderzoek redelijkerwijs noodzakelijk is, inzage te verlangen in overige in het kader van het onderzoek relevant geachte gegevens en bescheiden van de uitgevende instelling, en daarvan afschrift te verlangen;
- de bevoegdheid om, voor zover dit voor een onderzoek redelijkerwijs noodzakelijk is, inlichtingen in te winnen bij de compliance officer van de uitgevende instelling.

De toekenning van deze onderzoeksbevoegdheden aan het hoofd van het Controlebureau impliceert dat de uitgevende instelling de verplichting heeft om aan het onderzoek van het Controlebureau mee te werken. Dit geldt (indirect) ook voor de insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden, die op hun beurt verplicht zijn om alle gevraagde inlichtingen te verstrekken aan de compliance officer.

Deze ruim geformuleerde onderzoeksbevoegdheden –

en de daar tegenoverstaande verplichting van de gecontroleerde(n) aan een onderzoek mee te werken – zijn niet zonder complicaties. Misbruik van voorwetenschap is immers een strafbaar feit waarvoor de strafrechtelijke beginselen onverkort gelden. Dit betekent bijvoorbeeld dat zodra een redelijk vermoeden ontstaat dat een strafbaar feit is begaan, degene die daarvan verdacht wordt een zwijgrecht wordt toegekend (art. 29 lid 2 Sv). Meer in het algemeen geldt dat niemand verplicht of gedwongen kan worden aan zijn eigen vervolging mee te werken (nemo tenetur-beginsel).

Betwijfeld mag worden of het hoofd van het Controlebureau de uitgevende instelling – en indirect de insiders, aangewezen medewerkers en aangewezen derden – ondanks de ondertekende instemmingsverklaringen nog wel kan verplichten aan het onderzoek mee te werken indien inmiddels een redelijk vermoeden bestaat van (strafbaar) misbruik van voorwetenschap.¹⁷ Ten onrechte wordt aan deze sfeerovergang van controle naar opsporing geen aandacht besteed in de toelichting, terwijl praktijkgevallen mij inmiddels wel hebben geleerd dat de in het kader van een Modelcode-onderzoek verzamelde informatie in een daarop volgende strafrechtelijke procedure steeds voor het bewijs wordt aangewend. Dit geschiedt bijvoorbeeld door toezending van het controlerapport aan het Openbaar Ministerie bij gelegenheid van de aangifte,¹⁸ inbeslagname of uitlevering van stukken, of het horen van medewerkers van het Controlebureau als getuigen.

Tot zover een overzicht van de belangrijkste wijzigingen van het ontwerp Modelcode. Zoals hiervoor aangegeven, heeft de Vereniging ook enkele onderwerpen ter discussie gesteld die een versterking zouden kunnen betekenen van de preventieve werking van de Modelcode.

Ten eerste wordt de instelling van een tuchtrechtelijk forum ter discussie gesteld, waarin vertegenwoordigers van de Vereniging en de uitgevende instellingen zitting hebben. Dit forum zou overtredingen van de Modelcode op een snelle en efficiënte wijze kunnen bestraffen. Daarbij wordt gedacht aan maatregelen, zoals de oplegging van een boete of publikatie van de geconstateerde overtreding, die kunnen worden genomen tegen de uitgevende instelling alsook tegen degenen die de door de uitgevende instelling gehanteerde interne regeling hebben overtreden.

Het lijkt er op dat de Vereniging zich hier sterk heeft laten leiden door een gevoel van ontevredenheid over de falende strafrechtelijke handhaving van het verbod van misbruik van voorwetenschap.¹⁹ Voor die ontevredenheid kan ik misschien wel enig begrip opbrengen, maar dit is nog geen reden om zelfregulering als alternatief voor het strafrecht te propageren. De wetgever heeft een strafrechtelijke norm geformuleerd. Dit betekent dat een strafrechter over een overtreding van die

17. Niet juist lijkt mij de stelling dat krachtens verenigingsrecht of overeenkomst verplichtingen zijn opgelegd of aanvaard, waardoor de betrokkenen zich welbewust hebben blootgesteld aan het risico van een verzwakte strafrechtelijke positie.

18. In de Modelcode wordt gesuggereerd dat het hoofd Controlebureau uitsluitend verslag uitbrengt aan de Voorzitter van de Vereniging.

19. Slechts in de Orco Bank-zaak is de vervolging gestaakt na betaling van een schikkingsbedrag van f 100 000. De RDM- en de HCS-zaak zijn geëindigd in vrijspraak, terwijl de Borsumij Wehry-zaak is geseponeerd wegens 'onvoldoende aanwijzingen van schuld'.

norm dient te oordelen. Het lijkt mij niet juist dat ook een tuchtrechter over diezelfde norm zou mogen oordelen.

Tenslotte stelt de Vereniging de publicatie van effectentransacties van insiders ter discussie. Denkbaar is dat deze transacties – al dan niet geanonimiseerd – openbaar worden gemaakt. Deze preventieve maatregel acht ik zinvol en aanvaardbaar. De verplichting werpt een drempel op om te handelen met voorkennis, doordat de pakkans wordt vergroot. Het tegen publicatie in te brengen privacy-argument zou naar mijn oordeel geen beletsel meer mogen zijn na invoering in februari 1992
