

G.T.J. Hoff¹

iets over het aan- en uitkleden van het begrip 'VOORWETENSCHAP'

1. Inleiding

Als vader van twee prachtige dochters – tussen Indonesisch bruin en blank in – word ik geregeld in mijn werkkamer gestoord, en dat meestal met behulp van die aloude en onweerstaanbare smeekbede “eventjes maar, pap”, om een modeshow gade te slaan. De garderobe van mijn echtgenote trekt dan in allerlei kleurrijke variaties aan mijn ogen voorbij. Kledingstukken, damesschoeisel en accessoires vliegen daarbij wild in het rond. Hoe gekker uitgedost, hoe mooier lijkt het credo van mijn nageslacht te zijn. Vervuld van vaderlijke trots klap ik uiteraard mijn handen roodgloeiend en mijn aanstekelijk enthousiasme stimuleert de jongedames om zichzelf bij een volgende creatie weer te overtreffen.

Ook de wetgever geeft zich bij tijd en wijle over aan een soort van verkleedpartij, waarbij – al naar gelang de behoefte of de tijdgeest – wettelijke bepalingen worden aangekleed met extra voorschriften of juist worden uitgekled en ontdaan van voorschriften die bijvoorbeeld als niet effectief, overbodig of te knellend worden ervaren. Zo onderging de wetgeving aangaande marktmisbruik – waaronder zowel handel met voorwetenschap als marktmanipulatie wordt verstaan – in ongeveer twee decennia tijd een ware *total makeover*. Wat in februari 1989 begonnen is als een enkelvoudige strafbepaling betreffende misbruik van voorwetenschap in het Wetboek van Strafrecht (art. 336a) is sedertdien – na een reeks van wetswijzigingen in diverse versies van de Wet toezicht effectenverkeer – uitgegroeid tot een bonte lappendeken van uiteenlopende bepalingen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Van deze bepalingen is de gemeenschappelijke noemer dat zij alle in het teken staan van bestrijding van marktmisbruik. In hoofdstuk 5.4 Wft is een combinatie te vinden van tot een ieder gerichte (bestuurs)strafrechtelijk gesanctioneerde verbodsbepalingen en transparantieverplichtingen die aan diverse deelnemers aan de financiële markten zijn opgelegd.²

Gelijk bekend, speelt het begrip ‘voorwetenschap’ bij het vormgeven van de verbods- en gebodsbepalingen op het terrein van marktmisbruik een centrale rol. Van informatie die kwalificeert als voorwetenschap mag door insiders bijvoorbeeld

¹ Mr. G.T.J. Hoff is advocaat bij Hoff Advocaten te Haarlem.

² Zie voor een overzicht: G.T.J. Hoff, Marktmisbruik, in: *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 57, Deventer: Kluwer 2010, p. 719-753.

geen gebruik worden gemaakt bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten (art. 5:56 Wft, het transactieverbod). Het is degenen die beschikken over voorwetenschap ook niet toegestaan deze informatie – anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie – aan derden mede te delen (art. 5:57 Wft, het tipverbod). Ten slotte dienen uitgevende instellingen voorwetenschap, die rechtstreeks op haar betrekking heeft, in beginsel³ onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25i Wft, de openbaarmakingsplicht). De begripsinhoud van ‘voorwetenschap’ lijkt een multifunctionele bouwsteen te zijn die moeiteloos voor al deze sterk uiteenlopende voorschriften kan worden ingezet.

Het kernbegrip ‘voorwetenschap’ wordt in art. 5:53 lid 1 Wft als volgt omschreven:

“bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling als bedoeld in het vierde lid, onderdeel a, waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten.”

Uit deze omschrijving kan worden afgeleid dat informatie aan de volgende vier bestanddelen moet voldoen om als voorwetenschap te kwalificeren:

- a. de informatie is concreet;
- b. de informatie heeft (in)direct betrekking op de uitgevende instelling of de handel in financiële instrumenten;
- c. de informatie is niet openbaar gemaakt; en
- d. openbaarmaking van de informatie zou significante invloed kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten van de uitgevende instelling of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

Ik wijs er hier nog op dat deze omschrijving van het begrip ‘voorwetenschap’ in de loop der tijd allerminst onveranderlijk is gebleven. Bovenstaande omschrijving uit de Wft is ontleend aan art. 1 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik (2003/6/EG). Deze Europese richtlijn hanteert volledige harmonisatie als uitgangspunt. Heel veel ruimte voor speelse creativiteit is er voor nationale wetgevers dan niet meer om de teugels bij de omschrijving van het begrip ‘voorwetenschap’ in de implementatiewetgeving strakker aan te trekken of juist iets te laten vieren. Voorheen bestond die vrijheid van nationale wetgevers nog wel. De Richtlijn transacties van ingewijden (89/592/EEG) hanteerde namelijk minimale harmonisatie als uitgangspunt. Het is een nationale wetgever in dat geval weliswaar niet toegestaan naar beneden toe af te

3 Die onverwijld plicht tot openbaarmaking van voorwetenschap lijdt uitzondering ingeval aan de strikte voorwaarden van de uitstelregeling wordt voldaan (art. 5:25i lid 3 Wft). In dat geval kan en mag de uitgevende instelling ervoor kiezen openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen.

wijken van de Europese minimumregeling, maar een lidstaat mag wel aanvullende of strengere voorschriften vaststellen en daarmee een hoger niveau van regulering tot stand brengen.

De Nederlandse wetgever heeft vooral in 1999 ingrijpende wijzigingen in het begrip 'voorwetenschap' aangebracht.⁴ Met een onschuldig kinderverkleedpartijtje was die ingreep bepaald niet te vergelijken. In zijn ijver het Openbaar Ministerie te faciliteren in de succesvolle vervolging van misbruik van voorwetenschap heeft de wetgever bijna alle delictsbepalende voorschriften van het economisch misdrijf misbruik van voorwetenschap laten schrappen. Te wijzen valt op het vervallen van de vereisten dat (i) uit de verrichte of bewerkstelligde effectentransactie enig voordeel kan ontstaan en (ii) degene die de informatie kent, weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat zij niet openbaar is en dat zij niet zonder schending van een geheim buiten de kring van de geheimhoudingsplichtigen kan komen of is gekomen. Om duidelijk te maken dat meer gewicht toekomt aan het uitgangspunt dat een ieder die beschikt over voorkennis zich dient te onthouden van effectentransacties, werd bovendien bepaald dat (iii) alreeds sprake zou zijn van voorwetenschap indien men beschikt over niet-openbaar gemaakte informatie waarvan openbaarmaking "invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten, ongeacht de richting van de koers". Wat daarna aan aankleding van het begrip 'voorwetenschap' resteerde, leek nauwelijks nog enige bescherming te bieden tegen een onguur handhavingssklimaat. Het was namelijk uitdrukkelijk de bedoeling van de wetgever dat voortaan een heldere norm zou worden gesteld. Daarom diende niet alleen strafbaar te zijn de handel met voorwetenschap die in het concrete geval tot oneerlijke voordeelverwerving kon leiden, maar alle handel met voorwetenschap waaraan immers in het algemeen dat risico verbonden was.⁵

In deze bijdrage aan de jubileumbundel van onze vereniging besteed ik enige aandacht aan de betekenis van de bestanddelen concrete informatie (§ 3) en het koersgevoeligheidsvereiste (§ 4). Aanleiding daarvoor zijn de wijzigingsvoorstellen van de Richtlijn marktmisbruik (2003/6/EG) die de Europese Commissie onlangs heeft gepubliceerd (§ 2). Als sluitstuk van deze bijdrage wijd ik nog enkele woorden aan de invloed die het bestanddeel 'gebruik maken van' uit de delictsomschrijving uitoefent op de inhoud van het begrip 'voorwetenschap' (§ 5). In deze bijdrage blijft buiten beschouwing mijn pleidooi om het begrip 'voorwetenschap' voor de toepassing van de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft) te veredelen, omdat een te strikte hantering van dat begrip uitgevende instellingen ertoe zou kunnen nopen informatie in een (te)

4 Zie Wet van 26 maart 1998 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 teneinde de effectiviteit van deze wet op het gebied van het bestrijden van gebruik van voorwetenschap te verbeteren (Stb. 1998, 320).

5 Zie *Kamerstukken II*, 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 1.

ongepolijste vorm te publiceren.⁶ Dat acht ik vanuit het perspectief van de hoofd-doelstelling van deze openbaarmakingsplicht – en dat is de financiële markten voorzien van kwalitatief goede en betrouwbare informatie, opdat beleggers deugdelijk geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen kunnen nemen – nog steeds onwenselijk.⁷ Het lijkt er op dat de Europese wetgever op dit punt, ondanks alle gezaghebbende kritiek, alles bij het oude zal laten.⁸

2. Wijzigingsvoorstellen van de Europese Commissie

Op 20 oktober 2011 heeft de Europese Commissie een voorstel gepubliceerd voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik).⁹ Aan dit voorstel is een aantal consultaties over aanpassing van de Richtlijn marktmisbruik voorafgegaan.¹⁰ Met het voorstel wordt onder meer beoogd leemten in de regulering van nieuwe markten, handelsplatformen en over-the-counterinstrumenten op te vullen. Verder wordt gepoogd de doeltreffendheid van de Richtlijn marktmisbruik te verbeteren. Die doeltreffendheid wordt ondermijnd door een gebrek aan (afschrikwekkende) sancties, de vele lidstaatopties en vrije keuzes en door een gebrek aan duidelijkheid over bepaalde sleutelbegrippen. De keuze voor het rechtsinstrument van een verordening is mijns inziens toch wel verrassend te noemen. Een verordening is immers verbindend in al haar onderdelen en rechtstreeks toepasselijk in elke lidstaat van de Europese Unie.¹¹ Daarmee komt de nationale wetgever op het terrein van marktmisbruik voortaan buitenspel te staan. In nationaal verband behoeft hoofdstuk 5.4 Wft alleen nog maar geschrapt te worden. Aan de andere kant is die keuze voor een verordening ook weer een logische gelet op het streven uiteindelijk één gemeenschappelijk rechtskader in de gehele Europese Unie voor de bestrijding van marktmisbruik tot stand te brengen.¹²

6 Ik heb ervoor gepleit dat voor de toepassing van de publicatieplicht aansluiting wordt gezocht bij "any major new developments" uit de Noteringsrichtlijn (2001/34/EG), zodat die plicht dan uitsluitend behoeft te gelden voor belangrijke nieuwe ontwikkelingen bij de uitgevende instelling waarover met een zekere mate van precisie een eenduidige en coherente boodschap is te verkondigen. Zie hiervoor G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011, p. 314.

7 Zie G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011.

8 Zie ook de kritiek van het ESME Report, *Market Abuse EU Legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussel, 6 juli 2007.

9 COM(2011) 651 definitief.

10 Zie hierover: G.T.J. Hoff, *Weer een consultatie over een herziening van de Richtlijn marktmisbruik, Ondernemingsrecht 2010*, 12, p. 499-502.

11 Zie art. 288 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie.

12 Zie hiervoor de considerans van de Richtlijn marktmisbruik.

Voor mijn bijdrage is relevant te signaleren dat de omschrijving van het begrip 'voorwetenschap' in de ontwerp Verordening in essentie ongewijzigd blijft (art. 6 lid 1 sub (a)). Niet onopgemerkt mag echter blijven dat het voorwetenschapsbegrip een niet onbelangrijke uitbreiding ondergaat.¹³ Onder 'voorwetenschap' zal blijkens art. 6 lid 1 sub (e) voortaan *mede* worden begrepen:

"informatie (...) die betrekking heeft op een of meer instellingen die financiële instrumenten uitgeven of op een of meer financiële instrumenten, die niet algemeen toegankelijk is voor het publiek, maar die, indien zij beschikbaar zou zijn voor een redelijk handelende belegger, die regelmatig handel drijft op de betrokken markt en in het betrokken financiële instrument (...), door die persoon als relevant zou worden beschouwd bij beslissingen over de voorwaarden voor het verrichten van transacties met betrekking tot het financiële instrument (...)."

De achtergrond van deze uitbreiding wordt in de toelichting slechts summier toegelicht:¹⁴

"Voorwetenschap kan worden misbruikt voor een uitgevende instelling de verplichting heeft deze openbaar te maken. Het stadium waarin de onderhandelingen over een overeenkomst zich bevinden, voorwaarden waarover tijdens de onderhandelingen over de overeenkomst voorlopig overeenstemming is bereikt, de mogelijkheid financiële instrumenten te plaatsen, voorwaarden waaronder financiële instrumenten in de handel zullen worden gebracht of voorlopige voorwaarden voor de plaatsing van financiële instrumenten kunnen relevante informatie voor beleggers vormen. Daarom moet dergelijke informatie als voorwetenschap worden aangemerkt. Dergelijke informatie kan echter zo onnauwkeurig zijn dat de uitgevende instelling geen verplichting heeft deze openbaar te maken. In dat geval moet het verbod op handel met voorwetenschap van toepassing zijn, maar de verplichting voor de uitgevende instelling om de informatie openbaar te maken niet."

Uit deze toelichting blijkt dat de Europese Commissie het aanvangsmoment van voorwetenschap uitsluitend voor de toepassing van het transactieverbod in de tijd vooruit wil schuiven. Ook informatie die (nog) niet concreet en onnauwkeurig is, kan al wel als voorwetenschap worden aangemerkt als deze informatie tenminste relevant voor beleggers is bij het nemen van beleggingsbeslissingen.

13 Bijzondere omschrijvingen van het begrip 'voorwetenschap' worden verder gegeven in relatie tot (i) van grondstoffen afgeleide instrumenten (art. 6 lid 1 sub (b)), (ii) emissierechten (art. 6 lid 1 sub (c)) en (iii) voor personen die belast zijn met de uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten (art. 6 lid 1 sub (d)).

14 Dezelfde tekst komt overigens voor in de considerans van de ontwerp Verordening onder (14).

3. Concrete informatie

Een eerste begrenzing van het begrip 'voorwetenschap' is te vinden in het vereiste dat de informatie "concreet" dient te zijn (art. 5:53 lid 1 Wft). Deze eis impliceert dat de (niet-openbare) informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Is de bewuste informatie niet (of niet voldoende) concreet of nauwkeurig dan kan zij niet als grondslag dienen voor het vaststellen van een overtreding van bijvoorbeeld het transactieverbod. Hoe concreet moet die informatie daarvoor dan eigenlijk zijn?

De Europese wetgever heeft door middel van de Lamfalussy-procedure aan dit vage bestanddeel iets meer kleur proberen te geven. In de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (2003/124/EG) heeft de Europese Commissie aangegeven dat informatie geacht wordt concreet te zijn:

"indien zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten."

Deze uitwerking in een uitvoeringsmaatregel van de Richtlijn marktmisbruik wordt in de ontwerp Verordening één-op-één overgenomen (art. 6 lid 2). Heel veel houvast zal aan deze meer gedetailleerde uitwerking van het bestanddeel 'concrete informatie' intussen niet ontleend kunnen worden. Met name bij zich geleidelijk ontwikkelende situaties of gebeurtenissen als overnameonderhandelingen of nieuwe ontwikkelingen op het terrein van *research & development* doen zich lastige praktijkvragen geregeld voor.¹⁵ Beslissender dan vast te stellen of informatie (voldoende) concreet is, lijkt overigens veeleer te zijn of die informatie – hoe weinig concreet die informatie misschien ook lijkt te zijn – niettemin koersgevoelig is.

Zoals hiervoor alreeds gesignaleerd, ondergaat het begrip 'voorwetenschap' een wezenlijke uitbreiding in art. 6 lid 1 sub (e) van de ontwerp Verordening. Het gaat dan om informatie die voor de meer professionele of ervaren beleggers (althans zo versta ik de verwijzing naar de redelijke handelende belegger die regelmatig handel drijft op de betreffende markt) relevant zou kunnen zijn bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Die informatie kan waardevol zijn voor bijvoorbeeld het nemen van een beslissing over het al dan niet doen van een transactie of (ook) over de bijzondere modaliteiten van een dergelijke transactie. Aan deze opvallende uitbreiding van het begrip 'voorwetenschap' zal mogelijk de gedachte ten grondslag liggen dat de betekenis (of waarde) van sommige informatie door een redelijk

¹⁵ Naar te verwachten valt, zal ESMA op dat terrein richtsnoeren en aanbevelingen publiceren.

handelende belegger – of anders gezegd: de doorsnee belegger – niet (spoedig) onderkend wordt, maar dat professionele of meer ervaren beleggers de betekenis daarvan wel zullen inzien en daarvan ook daadwerkelijk gebruik (kunnen) maken bij het verrichten van transacties in financiële instrumenten.¹⁶ Waar het op aankomt is dat informatie redelijkerwijs geschikt moet zijn om gebruikt te worden voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Daarbij moet onderkend worden dat de ene belegger daartoe eerder in staat zal zijn dan de andere. Middels een uitbreiding van het begrip 'voorwetenschap' wordt aan het gebruik maken van die bijzondere informatievoorsprong – hoe gering ook – door *professionals* een halt toegeroepen. Immers, ook die nieuwe vorm van voorwetenschap: 'relevante informatie' – in het Verenigd Koninkrijk al langer bekend onder het acroniem RINGA (*relevant information not generally available*)¹⁷ – zal voortaan als grondslag kunnen dienen voor een overtreding van het transactieverbod door een insider.

Welke informatie voortaan als 'relevante informatie' zal kunnen worden aange-merkt, is niet eenvoudig vast te stellen. Uit de toelichting die de Europese Commissie heeft gegeven (aangehaald in § 2), zou kunnen worden opgemaakt dat het slechts gaat om informatie die uiteindelijk door een uitgevende instelling toch wel openbaar zal worden gemaakt. Opvallend is namelijk de verwijzing naar lopende contractsonderhandelingen (in allerlei uitingsvormen) in de toelichting. Dat de uitbreiding van het begrip 'voorwetenschap' met 'relevante informatie' beperkt zal blijven tot dit soort informatie, acht ik zelf niet aannemelijk. Daarvoor geven de algemene bewoordingen van art. 6 lid 1 sub (e) van de ontwerp Verordening geen aanleiding.

Als mijn aanname juist is, dan zou deze uitbreiding van het begrip 'voorwetenschap' wel eens de doodsteek kunnen zijn voor de selectieve contacten die uitgevende instellingen met institutionele beleggers en andere marktpartijen plegen te onderhouden.¹⁸ Wordt het begrip 'voorwetenschap' in de ontwerp Verordening

16 Ook CESR heeft erop gewezen dat achter de redelijk handelende belegger een pluriforme groep van beleggers schuil kan gaan. Zo signaleerde CESR dat sommige informatie onvoldoende specifiek zal zijn voor de redelijk handelende belegger om er (nagenoeg) risicoloos een beleggingsbeslissing op te baseren, maar wel voldoende specifiek voor andere marktdeelnemers om daarvan meteen gebruik te maken door middel van de inzet van bepaalde financiële instrumenten. Zie CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.8.

17 Op grond van de RINGA-test wordt door de FSMA nog wel de aanvullende eis gesteld, dat het gedrag van de insider "is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market."

18 Zie hiervoor G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011, p. 505-605. Zie ook G.T.J. Hoff, Het onderhouden van selectieve contacten: een pleidooi voor verscherpte dijkbewaking, *Ondernemingsrecht* 2011, 14, p. 513-517.

daadwerkelijk uitgebreid tot 'relevante informatie' dan zal het tipverbod namelijk ook daarvan invloed ondervinden. Het tipverbod van art. 6 lid 3 en 4 van de ontwerp Verordening maakt immers gebruik van het begrip 'voorwetenschap', met inbegrip van de uitbreiding daarvan tot 'relevante informatie'. Is het niet meer mogelijk om 'relevante informatie' als bedoeld in art. 6 lid 1 sub.(e) vrijelijk uit te wisselen, dan zal van een dergelijk verbod ontegenzeggelijk tenminste een *chilling effect* op het onderhouden van selectieve contacten uitgaan. In een dergelijk geval lijkt het mijns inziens niet voor de hand te liggen dat een beroep kan worden gedaan op de generieke ontsnappingsmogelijkheid die het Hof van Justitie van de Europese Unie in de Spector Photo-zaak heeft gegeven.¹⁹ Die ontsnappingsmogelijkheid houdt in dat een overtreding van de Richtlijn marktmisbruik onderzocht moet worden op basis van de doelstelling van de richtlijn, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten, dat onder meer berust op de wetenschap dat zij met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap. Uitwisseling van informatie in selectieve contacten die voor *professionals* goed bruikbaar is bij het nemen van beleggingsbeslissingen is bezwaarlijk met die doelstelling te verenigen.²⁰

Soms lijkt zelfs de Europese wetgever bevangen te worden door modegrillen. In het allerlaatste stadium van de voorbereidingen aan deze bijdrage is op 2 mei 2012 een nieuw voorstel voor een ontwerp Verordening gepresenteerd.²¹ Wie schetst mijn verbazing? Zo verrassend als de uitbreiding van het voorwetenschapsbegrip met 'relevante informatie' in art. 6 lid 1 sub (e) op de *catwalk* van marktmisbruik was verschenen, is zij daar ook alweer van verdwenen. De rechtspraak zal opgelucht kunnen ademhalen, omdat van het nog verder uitkleden van het begrip 'voorwetenschap' mijns inziens meer kwaad dan goed was te verwachten.

4. Koersgevoeligsvereiste ontleed

De belangrijkste begrenzing van het begrip 'voorwetenschap' is te lezen in het bestanddeel dat openbaarmaking van de informatie waarover de insider de beschikking had "significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële

19 HvJ EU 23 december 2009, JOR 2010/70 m.nt. M. Nelemans.

20 In *Het Financieele Dagblad* van 25 april 2012 (Top PostNL ziet dit jaar af van bonus na maatschappelijke onrust. Vertrek topman Koorstra 'donderslag bij heldere hemel' voor raad van commissarissen) was een opmerkelijk staaltje van informatie-uitwisseling met institutionele beleggers te lezen. De nieuwe bestuursvoorzitter had laten weten een aantal grootaandeelhouders te hebben gebeld naar aanleiding van het onverwachte vertrek van haar voorganger dat leidde tot speculatie over een strategiewijziging. "Die wilden weten of het vertrek een wijziging van de strategie betekende. Ik heb nee gezegd."

21 Zie het Inter-institutioneel dossier: 2011/0295 (COD).

instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten” (art. 5:53 lid 1 Wft). Bekend zal het levendige debat nog wel zijn dat in de doctrine en de Tweede Kamer is gevoerd over de precieze betekenis van het adjectief dat is gebruikt om de vereiste mate van koersinvloed vast te stellen; die invloed moet blijkens de wettekst een “significante” zijn.²² Wat moet daaronder worden verstaan?

Het debat over de aangewezen uitleg van het – feitelijk allesoverheersende – koersgevoeligheidsvereiste (als één van de vier bestanddelen van het begrip ‘voorwetenschap’ (§ 1)) werd vooral gevoerd aan de hand van drie argumenten. In de eerste plaats werd erop gewezen dat de tekst van de Richtlijn marktmisbruik duidelijk en niet voor tweeërlei uitleg vatbaar was. Aangezien art. 1 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik verlangt dat de openbaarmaking van de informatie “aanzienlijke” invloed op de beurskoers zou kunnen hebben, is daarmee bij uitstek en ook uitsluitend een *kwantitatieve* invulling aan het koersgevoeligheidsvereiste gegeven. Om te kunnen kwalificeren als voorwetenschap zou openbaarmaking van de bewuste informatie redelijkerwijs gesproken moeten leiden tot een zekere waarneembare verandering van de beurskoers. Het lijkt overigens niet mogelijk om die minimale koersverandering verder te kwantificeren. In de tweede plaats werd erop gewezen dat in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (2003/124/EG) van de Europese Commissie een wezenlijk andere uitleg aan (of een nadere uitwerking van) het koersgevoeligheidsvereiste was gegeven. In deze uitvoeringsrichtlijn wordt in art. 1 lid 2 onder “informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide instrumenten” verstaan:

“informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.”

Met deze uitleg (of invulling) lijkt veeleer gekozen te worden voor een *kwalitatieve* invulling van het koersgevoeligheidsvereiste. Het gaat niet om een meetbare invloed die van openbaarmaking van informatie op de beurskoers van een financieel instrument uitgaat, maar om informatie die relevant of betekenisvol kan zijn voor beleggers bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Hoewel toegegeven moet worden dat de relevantiestandaard van de ‘redelijk handelende belegger’ in nogal wollige bewoordingen is omschreven (met moeizaam te hanteren woorden als “waarschijnlijk” en “ten dele”), zou daaraan evenzogoed de conclusie kunnen worden verbonden dat bepaalde informatie om die reden dus al spoedig als koersgevoelig zal moeten worden aangemerkt.

²² Zie hiervoor G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011, p. 240-262.

In de derde plaats ten slotte werd er in het debat op gewezen dat de Richtlijn marktmisbruik een rangorde aangeeft voor genoemde twee alternatieve wijzen waarop invulling zou kunnen worden gegeven aan het koersgevoeligheidsvereiste. Uitgangspunt is immers volgens art. 17 lid 2 van de Richtlijn marktmisbruik dat uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie de essentiële bepalingen van een richtlijn niet kunnen wijzigen. Als de twee alternatieve wijzen van uitleg tot een verschillend resultaat zouden leiden, dan dient de uitleg volgens de tekst van de Richtlijn marktmisbruik te prevaleren.

In de ontwerp Verordening wordt een (voorlopig?) einde gemaakt aan de tweestrijd tussen een kwantitatieve en kwalitatieve uitleg van het koersgevoeligheidsvereiste. In art. 6 lid 1 sub (a) blijft voorop staan dat openbaarmaking "waarschijnlijk een aanzienlijke invloed zou hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten". Als dergelijke koersgevoelige informatie wordt in art. 6 lid 3 vervolgens echter aangemerkt "informatie (...) waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zou maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren". Uit deze nevenschikking in de ontwerp Verordening valt mijns inziens af te leiden dat betwijfeld mag worden of de hiervoor geschetste tegenstelling tussen een kwalitatieve en een kwantitatieve invulling van het koersgevoeligheidsvereiste wel op goede gronden gemaakt wordt. Het zal veeleer zo zijn dat de vaststelling dat bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de maatman-belegger, óók al kan die relevantie soms minder sterk zijn door het gebruik van woorden als 'waarschijnlijk' en 'ten dele' in de omschrijving van het fenomeen van de redelijk handelende belegger, tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie *dus* invloed zou kunnen hebben op de koers van de (afgeleide) financiële instrumenten waarin een insider een transactie heeft verricht of bewerkstelligd. Of anders uitgedrukt: hebben wij hier feitelijk niet van doen met twee kanten van dezelfde medaille?

5. Gebruik maken van voorwetenschap

Het begrip 'voorwetenschap' lijkt door de wetgever welbewust en ook op goede gronden in art. 5:53 lid 1 Wft als een zogeheten 'open norm' inhoud en vorm te zijn gegeven. Daarmee zou in beginsel alle bedrijfsinformatie – positief of negatief van aard – met enige relevantie voor het nemen van beleggingsbeslissingen door een redelijk handelende belegger getroffen kunnen worden door het transactieverbod. Lange tijd heeft de wetgever dat uitgangspunt ook daadwerkelijk aangehangen. Strafbbaar was degene die een effectentransactie verrichtte of bewerkstelligde, terwijl de betrokken insider gelijktijdig beschikte over voorwetenschap. Hiermee werd tot uitdrukking gebracht dat geen eis van een causaal verband tussen de transactie en de

voorwetenschap moest worden gesteld. Een gelijktijdigheidsverband was voldoende. Een ieder die beschikte over voorwetenschap – van welke aard ook – werd geacht de effectenmarkt bewust te mijden.

Met de Richtlijn marktmisbruik en de daarin tot uitgangspunt genomen volledige harmonisatie moest onze nationale wetgever deze koers opeens rigoureuze verleggen. Strafbaar is thans degene die bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten gebruik maakt van voorwetenschap (art. 5:56 lid 1 Wft). In de ontwerp Verordening zal daarin geen verandering komen (art. 7 lid 1). Aan het bestanddeel 'gebruik maken van' is door het Hof van Justitie van de Europese Unie in de Spector Photo-zaak een bijzondere uitleg gegeven.²³ Aan het Hof was de prejudiciële vraag voorgelegd of er "reeds sprake is van verboden handel met voorwetenschap zodra een primaire ingewijde die over voorwetenschap beschikt, met de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft, een markttransactie verricht dan wel of daarenboven moet zijn aangetoond dat deze persoon "welbewust" van deze voorwetenschap gebruik heeft gemaakt". Het Hof van Justitie oordeelde dat een primaire insider die

"over voorwetenschap beschikt, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft, verkrijgt of vervreemdt of tracht te verkrijgen of te vervreemden, inhoudt dat deze persoon van deze informatie van deze informatie "gebruikmaakt" in de zin van deze bepaling, onder voorbehoud van eerbiediging van de rechten van verdediging en inzonderheid van het recht om dat vermoeden te weerleggen. De vraag of deze persoon het verbod van handel met voorwetenschap heeft overtreden, moet worden onderzocht op basis van de doelstelling van deze richtlijn, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten, dat onder meer berust op de wetenschap dat zij met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap."

De *pointe* van deze uitspraak is mijns inziens dat niet alle gebruik van voorwetenschap door een insider zonder meer valt aan te merken als *misbruik*. Zo valt niet goed in te zien dat een insider die beschikt over positieve voorwetenschap het transactieverbod zou overtreden als hij aandelen verkoopt, bijvoorbeeld om met de opbrengst daarvan een vakantiehuis op Bali te kopen. De logica gebiedt dat mag worden uitgegaan van een bewijsvermoeden dat door de insider gebruik zal zijn gemaakt van voorwetenschap, omdat de insider nu eenmaal over die voorwetenschap beschikte en niet goed

²³ HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70 m.nt. M. Nelemans.

voorstelbaar is dat voorwetenschap ongebruikt blijft.²⁴ Vanwege de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM zal de verdediging echter in staat gesteld moeten worden een verweer te voeren tegen dat bewijsvermoeden. De rechter zal de validiteit van een dergelijk verweer hebben te beoordelen en bij verwerping gemotiveerd moeten verwerpen.

Kortom, het stellen van een nadere eis in de Richtlijn marktmisbruik en de ontwerp Verordening – de insider overtreedt pas het transactieverbod als hij gebruik maakt van voorwetenschap – heeft tot gevolg dat niet alle informatie die op zichzelf wel kwalificeert als voorwetenschap zonder meer en onder alle omstandigheden getroffen wordt door het transactieverbod. Daarvoor lijkt het in elk geval nodig te zijn dat een insider met die informatie een voordeel zou moeten kunnen behalen.²⁵ Slechts in dat geval kan met recht en reden worden betoogd dat een insider op een ongeoorloofde wijze gebruik heeft gemaakt van een informatievoorsprong en in het onfaire gebruik van die informatievoorsprong die aan een insider om een bijzondere reden is toevertrouwd, schuilt de grondslag voor de strafbaarstelling. Van een ongeoorloofd gebruik kan alleen maar worden gesproken als in overeenstemming met (en dus niet contrair aan) de informatie waarover de insider beschikt een transactie wordt verricht of bewerkstelligd. Met een afsluitende knipoog naar die verkleedpartijen van mijn dochters zeg ik dan maar dat sommige kleuren goed bij elkaar passen en andere met elkaar vloeken.

24 Een dergelijk bewijsvermoeden komt ook overeen met de door de United States Court of Appeals van de Second Circuit als volgt verwoorde realiteit: "Because the advantage is in the form of information, it exists in the mind of the trader. Unlike a loaded weapon which may stand ready but unused, material information can not lay idle in the human brain" (987 F.2d 112 (2d Cir. 1993)).

25 Ten onrechte nog anders: HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/293 (Landis) en HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/294 (VPV) m.nt. G.T.J. Hoff.