

6 Gebruik maken van voorwetenschap

Mr. dr. G.T.J. Hoff*

6.1 Inleiding

De verbodsbepaling van artikel 14 aanhef onderdeel a jo. artikel 8 lid 1 Verordening Marktmissbruik beoogt handel met voorwetenschap tegen te gaan. Handel met voorwetenschap is een van de verschijningsvormen van marktmissbruik.¹ Bij deze vorm van marktmissbruik maakt een insider gebruik van voorwetenschap (als omschreven in artikel 7 lid 1 sub a Verordening Marktmissbruik). Gewapend met een als 'voorwetenschap' aan te merken informatievoorsprong, die aan de insider veelal in een bijzondere hoedanigheid is toevertrouwd, wordt een transactie in financiële instrumenten verricht. Als voorwetenschap wordt aangemerkt niet openbaar gemaakte, concrete informatie omtrent één of meer uitgevende instellingen of financiële instrumenten die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Hiermee geeft de kennisvoorsprong de insider een gefundeerde verwachting over de koersontwikkeling van de financiële instrumenten. Aldus zal de insider gewoonlijk in staat zijn die informatievoorsprong te verzilveren door bijvoorbeeld op tijd aandelen voorafgaand aan een koerssprong te kopen of voorafgaand aan een koersdaling te verkopen. Insiders lopen dus niet dezelfde risico's als andere marktdeelnemers. In de gebruikelijke kwalificatie van dit gedrag als 'misbruik' van voorwetenschap ligt besloten dat een insider op een ongeoorloofde wijze voorwetenschap aanwendt voor het aangaan van een transactie in financiële instrumenten. Hierin schuilt ook het wezenskenmerk van deze vorm van marktmissbruik en de bijzondere reden voor de wetgever om dit marktversturende gedrag te verbieden. De achtergrond van deze verbodsbepaling is namelijk dat het *unfair* wordt gevonden en een oneigenlijke zelfverrijking zou betekenen indien insiders hun kennisvoorsprong, die aan hen in hun bijzondere hoedanigheid van bijvoorbeeld bestuurder of staffunctionaris van een beursgenoteerde uitgevende instelling is toevertrouwd, op de financiële markten ten eigen voordele zouden mogen uitbaten. Met die informatievoorsprong zal de insider

* Mr. dr. G.T.J. Hoff is advocaat bij Hoff advocaten te Haarlem.

¹ De andere verschijningsvormen van marktmissbruik zijn wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap (artikel 10 jo. artikel 14 Verordening Marktmissbruik) en marktmanipulatie (artikel 15 jo. artikel 12 Verordening Marktmissbruik).

beter in staat zijn dan outsiders – die dus (nog) niet over deze informatie beschikken – de kans op winst (of vermindering van nadeel) op de financiële markten te beïnvloeden. Dat is zogezegd *the name of the game* van deze vorm van marktmisbruik. Beleggers kunnen daardoor het vertrouwen in andere deelnemers aan die financiële markten verliezen en zich afwenden van die markten. Het goed functioneren van de financiële markten komt daardoor in gevaar. Met een verbodsbepaling tracht de wetgever dit vertrouwen te behouden en voor zover nodig te herwinnen.²

Op grond van artikel 14 aanhef onderdeel a Verordening Marktmisbruik is het een ieder verboden om te handelen met voorwetenschap. In artikel 8 lid 1 wordt een omschrijving gegeven van handel met voorwetenschap. Handel met voorwetenschap doet zich – voor de toepassing van de Verordening Marktmisbruik – voor “wanneer een persoon die over voorwetenschap beschikt die informatie gebruikt om, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden waarop de informatie betrekking heeft. Het gebruik van voorwetenschap door het annuleren of aanpassen van een order met betrekking tot een financieel instrument waarop de informatie betrekking heeft terwijl de order werd geplaatst voordat de betrokken persoon over de voorwetenschap beschikte, wordt eveneens als handel met voorwetenschap beschouwd.”³ Deze verbodsbepaling kwalificeert de transactie in financiële instrumenten, en wel in die zin dat uitsluitend dié transactie door het transactieverbod wordt getroffen waarbij gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Het transactieverbod legt aldus een bepaald verband tussen enerzijds de voorwetenschap waarover de insider beschikt en anderzijds de verrichte transactie(s) in financiële instrumenten. Het delictsbestanddeel ‘gebruiken’ is daarmee van cruciaal belang voor het afbakenen van de werkingssfeer van het transactieverbod. Zoveel is wel duidelijk dat het hier om een bestanddeel gaat dat op een voor buitenstaanders niet waarneembaar, intern proces ziet en dat zich dus uitsluitend ‘tussen de oren’ bij de insider afspeelt, te weten de besluitvorming van de insider over de wijze waarop wordt omgegaan met voorwetenschap. Eerst als van voorwetenschap waarover de insider beschikt daadwerkelijk gebruik is gemaakt bij het aangaan van een transactie in financiële instrumenten, komt – mits bovendien aan de overige bestanddelen van het transactieverbod wordt voldaan – overtreding van het transactieverbod in het vizier.⁴

² Zie daarvoor overweging 23 van de considerans van de Verordening Marktmisbruik en *Kamerstukken II* 2015/16, 34455, nr. 3, p. 1-2.

³ De verbodsbepaling maakt daarbij onderscheid tussen twee groepen normadressaten, te weten de primaire en secundaire insiders. Tot de zogeheten primaire insiders behoort iedere persoon die over voorwetenschap beschikt omdat deze persoon lid is van de bestuurs-, leidinggevende of toezichhoudende organen van de uitgevende instelling, deelneemt in het kapitaal van de uitgevende instelling, toegang heeft tot de informatie uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of functie of deelneemt aan criminele activiteiten (artikel 8 lid 4 Verordening). Deze insiders staan in een bijzondere relatie tot de uitgevende instelling en worden daarom geacht te beseffen dat zij over voorwetenschap beschikken. Secundaire insider is een ieder die geen primaire insider is en in het bezit is van de voorwetenschap. Een secundaire insider wordt uitsluitend door het transactieverbod getroffen als de betrokkene weet of zou moeten weten dat het voorwetenschap betreft (artikel 8 lid 4 slot Verordening). Met deze aanvullende eis wordt bereikt dat uitsluitend die derden met de verbodsbepaling worden geconfronteerd die zich realiseren dat hun informatievoorsprong voorwetenschap oplevert. Zie hiervoor verder hoofdstuk 4.

⁴ Uiteraard dient wel bewezen te kunnen worden dat de insider – ofwel een primaire insider, ofwel een secundaire insider – daadwerkelijk beschikte over voorwetenschap ten tijde van het verrichten van een transactie in financiële instrumenten. Zie hiervoor verder hoofdstuk 3.

In dit hoofdstuk worden inhoud en betekenis van het bijzondere bestanddeel ‘gebruiken’ van voorwetenschap aan een nader onderzoek onderworpen. Daartoe wordt in paragraaf 6.2 eerst met een brede penseel de wetshistorische achtergrond en de ontwikkelingsgang van dit bestanddeel geschetst. In de loop der tijd is de visie van de Europese en de nationale wetgever op het vereiste verband tussen de gewraakte transactie in financiële instrumenten en de voorwetenschap waarover de insider beschikt geëvolueerd en – zoals zo vaak – is die ontwikkeling niet langs één consistente, rechte lijn verlopen. Met deze eerste schets komen de complicaties die aan dit delictsafbakenende bestanddeel zijn verbonden alreeds voldoende duidelijk naar voren. In paragraaf 6.3 wordt het belangwekkende *Spector*-arrest van het Hof van Justitie van de Europese Unie uit 2009 besproken. In dit arrest is aan het in Richtlijn 2003/6/EG voorkomende bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap een verrassende uitleg gegeven die niet aanstonds blijkt uit de tekst van de verbodsbepaling. Met deze uitleg hadden de AFM en de Nederlandse straf- en bestuursrechter vanwege de in Richtlijn 2003/6/EG tot uitgangspunt genomen maximumharmonisatie rekening te houden. In paragraaf 6.4 worden de implicaties van het *Spector*-arrest *en détail* in kaart gebracht. De Nederlandse rechtspraak die inmiddels na het *Spector*-arrest is geweest, wordt in paragraaf 6.5 geanalyseerd. Het sluitstuk van dit hoofdstuk wordt gevormd door een blik te werpen in de vanaf 3 juli 2016 geldende Verordening Marktmissbruik (paragraaf 6.6). Als gezegd, op grond van de Verordening Marktmissbruik wordt in de omschrijving van handel met voorwetenschap eveneens als vereiste gesteld dat de insider de informatie waarover hij beschikt ‘gebruikt’ heeft om financiële instrumenten waarop die informatie betrekking heeft te verwerven of te vervreemden.

6.2 De wetshistorische achtergrond van misbruik van, handel met of gebruik van voorwetenschap

Teneinde inhoud en betekenis van het bestanddeel ‘gebruik maken van’ of ‘gebruiken’ van voorwetenschap in perspectief te kunnen plaatsen, is het nuttig de ontwikkeling van de verbodsbepaling van handel met voorwetenschap in de loop der tijd voor ogen te houden.⁵ Te onderscheiden zijn daarbij drie perioden tot aan de inwerkingtreding van de Verordening Marktmissbruik.

6.2.1 Misbruik van voorwetenschap (1989-1999)

De eerste periode loopt van februari 1989 tot 1 januari 1999. In deze periode is de verbodsbepaling achtereenvolgens opgenomen geweest in artikel 336a Wetboek van Strafrecht (Sr)⁶, artikel 31a Wet toezicht effectenverkeer (Wte)⁷ en arti-

⁵ Zie hiervoor ook Van der Vegt (2011).

⁶ Wet van 2 februari 1989 tot strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap (*Stb.* 1989, 16).

⁷ Wet van 1 juli 1992, houdende overbrenging van de strafbepalingen ter zake van publieksmisleiding en misbruik van voorwetenschap van het Wetboek van Strafrecht (artikelen 335 en 336a) naar de Wet toezicht effectenverkeer (*Stb.* 1992, 378).

kel 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995)⁸. Strafbaar was degene die, beschikkende over voorwetenschap, een transactie in effecten⁹ verrichtte of bewerkstelligde op een effectenbeurs, indien althans uit die transactie enig voordeel kon ontstaan.¹⁰ Opvallend aan deze delictsomschrijving is dat een bestanddeel ontbreekt dat uitdrukking geeft aan de vereiste relatie tussen de voorwetenschap waarover de insider beschikt en de verrichte effectentransactie. Strafbaar is de insider alreeds als hij handelt, terwijl hij op datzelfde moment beschikt over voorwetenschap. Het ontbreken van een dergelijke relatie is opvallend, omdat de *ratio legis* van de strafbaarstelling juist gelegen is in het ongerechtvaardigde gebruik dat door de insider van een bepaalde informatievoorsprong wordt gemaakt. Die *ratio legis* impliceert dat een causaal verband bestaat tussen de informatievoorsprong en het daarop gebaseerde handelen van de insider. Blijkens de wetsgeschiedenis¹¹ werd de afwezigheid van een dergelijke relatie in de delictsomschrijving als volgt gemotiveerd:

“Voor de strafbaarheid is niet vereist dat wordt bewezen dat tot de transactie is besloten op grond van voorwetenschap. Het loutere feit dat iemand handelt terwijl hij beschikt over voorwetenschap, maakt de handeling reeds strafbaar. Met andere woorden, degene die over voorwetenschap beschikt, dient welbewust de markt te mijden en zich ervan te onthouden anderen uit te lokken tot transacties, wil hij buiten het bereik van de strafbepaling blijven. Dit is belangrijk voor het leveren van bewijs van misbruik van voorkennis.”

Hieruit kan de conclusie worden getrokken dat in deze eerste periode voor het bewijs van overtreding van het transactieverbod het bestaan van een zogeheten ‘gelijktijdigheidsverband’ tussen de effectentransactie en de voorwetenschap waarover de insider beschikt klaarblijkelijk voldoende is. Niet wordt verlangd dat wordt aangetoond dat de beschikking over voorwetenschap de aanleiding of het motief is geweest om tot de effectentransactie te besluiten. Of anders gezegd: er behoeft geen bewijs geleverd te worden dat de insider gekocht of verkocht had omdat betrokkene beschikte over voorwetenschap. Dat zou naar de stellige overtuiging van de wetgever tot onoverkomelijke bewijsproblemen aanleiding geven.¹² Strafbaar is alreeds de insider die handelt terwijl wordt beschikt over voorwetenschap. Met andere woorden: een gelijktijdigheidsverband volstaat. Met deze delictsomschrijving heeft de wetgever willen voorkomen dat een verdachte eenvoudig aan zijn straf zou kunnen ontkomen door andere motieven voor zijn effectentransactie op te geven.

8 Wet van 16 november 1995, houdende het opnieuw vaststellen van de Wet toezicht effectenverkeer in verband met de uitvoering van de richtlijn betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten en van de richtlijn betreffende de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (Wet toezicht effectenverkeer 1995) (*Stb.* 1995, 574).

9 Zie artikel 1 onderdeel a Wte 1995 (oud) voor een omschrijving van het begrip ‘effect’.

10 Van de verbodsbepaling was uitgezonderd “*de tussenpersoon die, slechts beschikkend over voorwetenschap met betrekking tot de handel, volgens de regels van de goede trouw ter beurze handelt ter bediening van opdrachtgevers*”. Hiermee werd een uitzondering gecreëerd voor *commissionairs*, *hoeklieden* en *market makers* die in opdracht van cliënten handelden. De tussenpersoon die voor eigen rekening handelt of niet te goeder trouw is, valt niet onder deze uitzondering. Zie hiervoor ook *Kamerstukken II* 1997/98, 25095, nr. 1, p. 8.

11 *Kamerstukken II* 1986/87, 19935, nr. 3, p. 9.

12 *Kamerstukken II* 1987/88, 19935, nr. 5, p. 5.

Ondanks de lichte eis van een gelijktijdigheidsverband in de verbodsbepaling kan het delict met de term ‘misbruik van voorwetenschap’ in deze periode het meest treffend worden gekarakteriseerd. Daaraan heeft vooral het befaamde *HCS*-arrest van de Hoge Raad bijgedragen.¹³ De kern van deze zaak was dat de verdachte ten tijde van het opgeven aan zijn commissionair van omvangrijke verkooporders van aandelen in het beursgenoteerde automatiseringsfonds *HCS Technology N.V.* op de hoogte zou zijn geweest van bepaalde modaliteiten van een reddingsoperatie van dit beursfonds. De reddingsoperatie voorzag in een versterking van de vermogens- en liquiditeitspositie van *HCS*. De belangrijkste modaliteit was de afspraak tussen de deelnemers aan de reddingsoperatie van *HCS* – verdachte was daar één van – om een aantal dagen na de gehouden bijeenkomst en nadat een persbericht zou worden uitgegeven met een globale aanduiding van de contouren van de reddingsoperatie, op basis van de verdere ontwikkelingen op de beurs een beslissing te nemen over de emissiemodaliteiten, d.w.z. een openbare emissie (al dan niet een claimemissie, waarop bestaande aandeelhouders bij voorrang kunnen inschrijven) of een onderhandse emissie en de daarbij behorende emissiekoers. De Hoge Raad oordeelde dat, gelet op de strekking van de strafbepaling, moet worden aangenomen dat ten tijde van de effectentransactie naar objectieve maatstaven inzicht kon bestaan niet slechts in de omstandigheid dat de openbaarmaking van de niet-openbare bijzonderheid invloed zou hebben op de koers van de effecten, doch ook in de richting waarin de koers, bij openbaarmaking van die bijzonderheid, zich zou gaan bewegen. Die strekking van de strafbepaling komt er blijkens de wetsgeschiedenis namelijk op neer dat personen hun niet-openbare 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.¹⁴ Om die reden dient naar objectieve maatstaven redelijkerwijs te verwachten zijn dat de bekendmaking van de bijzonderheid zal leiden tot een stijging van de koers onderscheidenlijk tot een daling daarvan, aldus de Hoge Raad (r.o. 7.5 en 7.6). In andere woorden: in deze kennisvoorsprong over het redelijkerwijs te verwachten koersverloop bij openbaarmaking van de voorwetenschap en het door een insider anticiperen daarop met een effectentransactie ligt bij uitstek het ‘delictseigen’ karakter van misbruik van voorwetenschap besloten.

Niet onbelangrijk is dat de Hoge Raad in het *HCS*-arrest ook oordeelde dat tussen de effectentransactie en het ontstaan van enig voordeel een dusdanig rechtstreeks verband dient te bestaan dat het (mogelijke) voordeel geacht kan worden uit de transactie als zodanig voort te vloeien (r.o. 8.3). Hiervan is geen sprake indien het voordeel afhankelijk is van onzekere nieuwe ontwikkelingen die zich voordoen nadat de effectentransactie is verricht of bewerkstelligd. Daarmee verwierp de Hoge Raad het al te ruime oordeel van het Gerechtshof Amsterdam over het voordeelvereiste, inhoudende “*dat het onder andere zeer wel mogelijk zou zijn geweest dat na het plaatsgevonden hebben van de onderhandse emissie de koers van de aandelen zodanig zou zijn gaan stijgen door een toenemende vraag, omdat grootaandeelhouders en banken hun vertrouwen hebben geuit juist door het*

¹³ HR 27 juni 1995, *NJ* 1995/662, m.nt. T. Schalken (*HCS Technology*).

¹⁴ *Kamerstukken II* 1986/87, 19935, nr. 3, p. 1.

deelnemen aan de emissie”. Dat mogelijke voordeel stond volgens de Hoge Raad in een te ver verwijderd verband met de niet-openbare informatie waarover de insider in deze zaak beweerdelijk zou hebben beschikt en op basis waarvan hij de effectentransacties in aandelen HCS verrichtte. Om tot deze uitleg van het (in niet al te strenge bewoordingen omschreven) voordeelvereiste te komen, heeft de Hoge Raad zich mede beroepen op enkele passages uit de wetsgeschiedenis. In deze passages wordt beargumenteerd waarom de strenge eis van ‘voordeel trekken’ uit de delictsomschrijving, waarvoor door de wetgever in het wetsvoorstel van artikel 336a Sr aanvankelijk was gekozen, is komen te vervallen en is vervangen door de lichtere eis dat uit de transactie ‘enig voordeel kan ontstaan’. Te lezen valt in de wetsgeschiedenis¹⁵:

“De tweede aanpassing betreft het element ‘voordeel trekken’. Het geheel doen vervallen in de delictsomschrijving van iedere verwijzing naar het feit dat personen van voorwetenschap profiteren, althans hebben kunnen profiteren door hun handelen, gaat ons te ver. Daarin ligt ons inziens nu juist de ratio om dergelijk gedrag als misdrijf strafbaar te stellen.”

Een andere passage uit de desbetreffende wetsgeschiedenis¹⁶ luidt:

“Met deze, sterk door die van art. 225 (valsheid in geschrift) geïnspireerde formulering – daar wordt van ‘enig nadeel’ gesproken – willen wij verduidelijken dat het niet ter zake doet of het voordeel toekomt aan degene die met voorwetenschap handelde of aan een ander. Bovendien behoeft niet vast te staan dat inderdaad voordeel is ontstaan, doch slechts dat de transactie van dien aard was dat voordeel kon ontstaan. Eerst als van dat laatste geen enkele sprake is, zien wij onvoldoende reden om het gedrag als misdrijf te kwalificeren.”

De wetgever en onze hoogste rechter in de HCS-zaak blijken zich zichtbaar moeite te hebben getroost het in de financiële markten te bestrijden euvel van *insider trading* strafbaar te stellen door middel van een daarop scherp toegesneden delictsomschrijving. De delictsomschrijving bevat daarom de nodige delictsbestanddelen die – in aanvulling op het kleur- en betekenisloze gelijktijdigheidsverband tussen de effectentransactie en de voorwetenschap waarover de insider beschikt – de contouren van *insider trading* precies beogen weer te geven, zoals (i) het koersgevoeligheidsvereiste en (ii) het voordeelvereiste. Daarenboven heeft de Hoge Raad aan een aantal van deze delictsbestanddelen een uitleg gegeven die past bij het delictseigen karakter van *insider trading*.

Samengevat komt het voorgaande mijns inziens hierop neer dat voorkomen moet worden dat insiders profiteren van koersbewegingen als gevolg van hen toevertrouwde informatie door te handelen in effecten voordat die voorwetenschap algemeen bekend wordt. Er bestaat mijns inziens dus een duidelijk verband tussen de koersgevoeligheid van de informatievoorsprong van de insider (samengebald in het begrip ‘voorwetenschap’) en het met behulp van de effectentransactie te verkrijgen voordeel. Aldus is, ondanks het ontbreken van een bestanddeel in de delictsomschrijving dat een causaal verband legt tussen de voorwetenschap en de

¹⁵ *Kamerstukken II 1987/88, 19935, nr. 8, p. 2-3.*

¹⁶ *Kamerstukken II 1987/88, 19935, nr. 8, p. 2-3.*

gewraakte transactie, (ten dele) een gelijkwaardig resultaat bereikt door bepaalde eisen te stellen aan de aard van de informatievoorsprong. Die informatievoorsprong moet de insider redelijkerwijze in staat stellen om met behulp van een bepaalde effectentransactie voordeel te behalen. Is de informatievoorsprong daarvoor niet bruikbaar, omdat bijvoorbeeld geen zinnig woord kan worden gezegd over de (richting van de) koersgevoeligheid van de informatievoorsprong, dan kan van misbruik van voorwetenschap niet worden gesproken.

Opgemerkt moet nog worden dat in Richtlijn 89/592/EEG het verbod op handel met voorwetenschap op een wezenlijk andere wijze was omschreven in artikel 2 lid 1:

“Elke lidstaat verbiedt personen die (...) over voorwetenschap beschikken, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk effecten van de emittent of van de emittenten op wie deze voorwetenschap betrekking heeft, te verwerven of te vervreemden met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap.”

De woorden ‘met gebruikmaking van’ lijken erop te duiden dat de Europese richtlijn een causale relatie vereist tussen de voorwetenschap en de effectentransactie die daarmee wordt verricht. Daarenboven wijst het subjectieve bestanddeel dat van de voorwetenschap ‘welbewust’ gebruik gemaakt moet zijn op het vereiste opziet. Onze nationale wetgever was ten tijde van de totstandkoming van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap in artikel 336a Sr echter niet bereid om deze wezenlijk andere Europese invalshoek over te nemen. Naar het oordeel van de wetgever gaat artikel 336a Sr op goede gronden verder door iedereen die handelt terwijl hij beschikt over voorwetenschap strafbaar te stellen ongeacht of bewezen wordt dat hij op grond van die wetenschap handelde, met uitzondering van degene bij wie schuld ontbreekt. Aangezien het voorstel van Richtlijn 89/592/EEG de lidstaten in artikel 4 de bevoegdheid geeft om bij wet strengere voorschriften vast te stellen, voldoet de strafbepaling volgens de nationale wetgever aan de richtlijn.¹⁷

6.2.2 Handel met voorwetenschap (1999-2005)

De tweede periode loopt van 1 januari 1999 tot 1 oktober 2005, het tijdstip waarop de Wet marktmisbruik (waarmee Richtlijn 2003/6/EG in de Wte 1995 werd omgezet) in werking is getreden. De verbodsbepaling is in deze tweede periode opgenomen geweest in artikel 46 Wte 1995.¹⁸ De wetgever heeft – in een directe reactie op het door de verantwoordelijke bewindslieden van de ministeries van Justitie en Financiën verguisde HCS-arrest – de wetgevingskoers rigoureus verlegd en de delictomschrijving van misbruik van voorwetenschap ingrijpend aangepast. Strafbaar werd degene die een effectentransactie verrichtte of bewerkstelligde, terwijl de betrokken insider gelijktijdig beschikte over voorwetenschap. Hiermee werd (opnieuw) tot uitdrukking gebracht dat geen eis van een causaal verband tussen de effectentransactie en de voorwetenschap waarover de insider

¹⁷ *Kamerstukken II* 1987/88, 19935, nr. 5, p. 5-6.

¹⁸ 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).

beschikt werd gesteld. Een gelijktijdigheidsverband was voldoende. Het voordeelvereiste kwam als bestanddeel in de vernieuwde delictomschrijving te vervallen. Ook het begrip ‘voorwetenschap’ kreeg een gedaanteverwisseling: voortaan werd uitdrukkelijk bepaald dat niet langer was vereist dat (objectief bezien) bij de insider inzicht bestond in de richting van de koers bij gelegenheid van de openbaarmaking van de bewuste informatie. Zo werd bepaald dat informatie alreeds koersgevoelig was als redelijkerwijs te verwachten was dat openbaarmaking van de bewuste informatie “invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten, ongeacht de richting van die koers” (artikel 46 lid 2 sub b Wte 1995). Met één pennestreek van de wetgever is de door de Hoge Raad in het HCS-arrest gegeven uitleg van het begrip ‘voorwetenschap’ naar de geschiedenisboeken verwezen. In deze periode zouden we het te bestrijden markteuvel dan ook het best kunnen kwalificeren met de term ‘handel met voorwetenschap’.

Omdat de wetgever ook wel inzag dat de grenzen van de verbodsbepaling op deze wijze (veel) te ruim zouden worden getrokken, is in een AMvB een groot aantal uitzonderingen op de delictomschrijving opgenomen. Het gaat dan om soorten van transacties die, indien een van de partijen daarbij over voorwetenschap beschikt, formeel bezien onder de werking van de verbodsbepaling vallen, maar die “desalniettemin geen bedreiging vormen voor de integriteit van de kapitaalmarkt of voor de belangen van de op die markt opererende partijen”.¹⁹ Uitzonderd van de delictomschrijving waren bij AMvB²⁰ bijvoorbeeld: (i) toekennen van personeelsopties of -aandelen in het kader van een personeelsregeling, (ii) koersstabilisatie in het kader van een uitgifte of herplaatsing van effecten en (iii) uitgeven van stockdividend. Om gebruik te kunnen maken van een uitzondering op de verbodsbepaling diende in een aantal gevallen te worden voldaan aan nauwkeurig omschreven voorwaarden. Werd aan één of meer van deze voorwaarden niet voldaan, dan gold de verbodsbepaling onverkort en konden de voorgenomen effectentransacties uitsluitend worden verricht of bewerkstelligd indien betrokkenen niet over voorwetenschap beschikten.

Typerend voor de *ratio legis* in deze periode is de volgende passage uit de wetgeschiedenis:

“De voorgestelde aanpassingen beogen de effectiviteit van de wetgeving inzake gebruik van voorwetenschap te verbeteren. (...) Bovendien wordt aan het uitgangspunt, dat een ieder die over voorkennis beschikt zich dient te onthouden van effectentransacties, meer gewicht toegekend. Het belang van een gezonde markt eist een heldere norm. Daarom dient niet alleen strafbaar te zijn de handel met voorwetenschap die in het concrete geval tot oneerlijke voordeelverwerving kan leiden, maar alle handel met voorwetenschap, waaraan immers in het algemeen dat risico is verbonden.”

In deze passage kunnen we de rechtvaardiging lezen voor een door de wetgever bewust te ruim bemeten verbodsbepaling: het tegengaan van elke kans dat enig

¹⁹ Zie *Kamerstukken II* 1997/98, 25095, nr. 9, p. 3.

²⁰ Besluit van 17 december 1998, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 46, vierde lid, van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (*Stb.* 1998, 717).

voordeel zou kunnen worden behaald door een insider met behulp van enige vorm van handel met voorwetenschap, ongeacht de vraag of de informatievoorsprong in kwestie daarvoor ook daadwerkelijk bruikbaar is.²¹ Het risico daarvan is dat hierdoor het zicht op het delictseigen karakter van *insider trading* wordt ontnomen. Ook gedrag wordt dan strafbaar gesteld dat met *insider trading* niets van doen heeft.

6.2.3 Gebruik van voorwetenschap (2005-2016)

De derde periode ten slotte loopt van 1 oktober 2005 tot 3 juli 2016. Ter uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG is de delictsomschrijving in die periode tot 1 januari 2007 opgenomen geweest in artikel 46 Wte 1995²² en vanaf dat tijdstip in artikel 5:56 Wft.²³ Strafbaar was degene die bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten²⁴ gebruik maakt van voorwetenschap. Het begrip ‘voorwetenschap’ werd in artikel 5:53 lid 1 Wft omschreven als:

“bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling (...) of omtrent de handel in financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten”.

In het voetspoor van Richtlijn 2003/6/EG verbood de verbodsbepaling van artikel 5:56 Wft uitdrukkelijk het ‘gebruik maken van’ voorwetenschap. Het is de vraag welk verband daarmee werd vereist tussen de gewraakte transactie in financiële instrumenten en de voorwetenschap waarover de insider beschikt. Uit de wetsgeschiedenis vallen op dit punt in elk geval *mixed messages* op te tekenen. Aanvankelijk werd bij de indiening van het wetsvoorstel waarmee Richtlijn 2003/6/EG werd geïmplementeerd nog opgemerkt²⁵:

“Een persoon die een transactie pleegt, maakt gebruik van voorwetenschap indien een instrumenteel verband bestaat tussen zijn kennis en de transactie die hij verricht.”

Deze passage lijkt erop te wijzen dat een logisch verband dient te bestaan tussen de aard van de voorwetenschap en de transactie in financiële instrumenten die op basis daarvan wordt verricht. Aldus zou bijvoorbeeld van positieve voorwetenschap (waarvan te verwachten is dat bij openbaarmaking daarvan een koerssprong plaatsgrijpt) slechts gebruik gemaakt kunnen worden als tevoren aande-

21 Zie hiervoor met name de filippica van Doorenbos die oordeelde dat met de gewijzigde wettekst het hart uit de strafbepaling was weggesneden. Zie Doorenbos (1996).

22 Wet van 23 juni 2005 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de Wet op de economische delicten en het Wetboek van Strafvordering ter implementatie van richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (*PbEU* L 96)... enz. (*Stb.* 2005, 346).

23 Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (*Stb.* 2006, 475).

24 Zie artikel 1:1 Wft voor een omschrijving van het begrip ‘financieel instrument’, waarvan ‘effecten’ deel uitmaken.

25 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 9.

len (of callopties op aandelen) zijn gekocht. Met die uitleg van dit bestanddeel voor ogen, zou een insider geen gebruik van voorwetenschap hebben gemaakt als met behulp van positieve voorwetenschap aandelen zijn verkocht (of putopties op aandelen zijn gekocht).²⁶

In een later stadium van de parlementaire behandeling van het voorstel van de Wet marktmisbruik werd op een vraag vanuit de Tweede Kamer waarom in de verbodsbepaling geen gebruik is gemaakt van het juridische begrip ‘causaal verband’ (gecorrigeerd voor een schrijffout) aldus geantwoord²⁷:

“Een persoon die een transactie pleegt, maakt gebruik van voorwetenschap indien deze zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet openbare bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten. Uitgangspunt is derhalve dat met het bewijs van ‘bewustheid’ het bestanddeel ‘gebruik maken van’ bewezen kan worden verklaard, maar daarmee wordt niet gedoeld op een causaal verband. Er hoeft derhalve niet bewezen te worden dat de transactie voor[t]komt uit de betreffende voorwetenschap.”

Uit deze passage volgt dat voor overtreding van de verbodsbepaling niet vereist is dat de bij de insider aanwezige voorwetenschap (mede) de reden is geweest om de transactie te verrichten. Een dergelijke causaal verband behoeft niet bewezen te worden. In de doctrine is op deze uitleg van de wetgever kritiek geleverd. In de eerste plaats wordt erop gewezen dat met deze uitleg geen verschil wordt gemaakt tussen de situatie dat een insider (slechts) weet of behoort te weten dat hij beschikt over voorwetenschap en de situatie dat een insider van die voorwetenschap bewust gebruik maakt door – met het oog op het behalen van voordeel – op grond van voorwetenschap een bepaalde beleggingsbeslissing te nemen of zich bij het bepalen van de transactiemodaliteiten te laten leiden of bevestigen door de voorwetenschap.²⁸ In de tweede plaats vereist deze uitleg dat wordt aangetoond dat ook primaire insiders zich ervan bewust zijn of behoren te zijn dat zij beschikken over voorwetenschap. Met een dergelijke uitleg lijkt het uitdrukkelijk in artikel 5:56 lid 2 en 3 Wft gemaakte onderscheid tussen primaire en secundaire insiders overbodig te zijn geworden.²⁹ Uitsluitend ten aanzien van secundaire insiders moet het OM aantonen dat de secundaire insider wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij beschikte over voorwetenschap (artikel 5:56 lid 3 Wft). Die bewijslast heeft het OM niet voor primaire insiders. In de derde plaats zou met deze uitleg van dit bestanddeel niet goed verenigbaar zijn dat de verbodsbepaling wordt overtreden in een geval waarin vaststaat dat de voorwetenschap waarover een persoon beschikt geen invloed heeft gehad op de beslissing om een transactie aan te gaan of daarvoor bepaalde transactiemodaliteiten te kiezen. Te denken valt aan een geval waarin de insider beschikt over positieve voorwetenschap, maar vervolgens door deze insider aandelen van het betreffende fonds

26 *Mutatis mutandis* kan hetzelfde worden gesteld ten aanzien van een transactie die wordt verricht met behulp van negatieve voorwetenschap (waarvan te verwachten is dat bij openbaarmaking daarvan een koersdaling plaatsgrijpt).

27 *Kamerstukken II 2004/05, 29827, nr. 7, p. 20.*

28 Kristen (2005), p. 614.

29 Hoff (2010), p. 722.

worden verkocht. Met het gegeven dat de insider wist dat hij over positieve voorwetenschap beschikte, is niet te rijmen dat desondanks een nadelige transactie wordt aangegaan.

Tot aan het hierna te behandelen *Spector*-arrest (zie hiervoor paragraaf 6.3) liet de Nederlandse rechtspraak in deze derde periode een wisselend beeld zien van de wijze waarop uitleg werd gegeven aan het bestanddeel ‘gebruik maken van’ uit de verbodsbepaling. Een innovatieve uitleg werd daaraan gegeven door het Gerechtshof Amsterdam in zijn arrest van 1 maart 2007.³⁰ De feiten van deze zaak lagen als volgt. Verdachte was *fund manager* van het beleggingsfonds Orange Fund N.V. In die hoedanigheid was hij op de hoogte gekomen van informatie met betrekking tot de beursfondsen Landis N.V. en Ring Rosa Products N.V. Toegerust met deze informatie had verdachte ten behoeve van het beleggingsfonds kooptransacties in aandelen van de betreffende beursfondsen verricht. De rechtbank veroordeelde verdachte daarvoor tot vier maanden voorwaardelijke gevangenisstraf en een taakstraf van 100 uur.³¹ In hoger beroep werd verdachte vrijgesproken van het verrichten van transacties met voorwetenschap in het aandeel Ring Rosa.³² Anders oordeelde het Hof over de koersgevoeligheid van de informatie waarover verdachte met betrekking tot het beursfonds Landis beschikte. Die informatie hield in dat Landis overeenstemming had bereikt met een aantal institutionele beleggers over een onderhandse plaatsing van aandelen Landis tegen een koers van EUR 6 per aandeel. Aan verdachte was door de bestuursvoorzitter van Landis verzocht transacties in aandelen Landis uit te voeren om de beurskoers richting EUR 6 te krijgen en deze koers aldus wat meer stevigheid te geven. Het Gerechtshof was van oordeel dat de informatie waarover verdachte beschikte ‘voorwetenschap’ opleverde, aangezien:

(...) in het onderhavige geval vijf gegevens – in onderlinge samenhang beschouwd – als ‘bijzonderheden’ in de zin van artikel 46 lid 2 Wv 1995 (oud) moeten worden aangemerkt: (1) de datum van de emissie, (2) de koers van de emissie, (3) de omvang van de emissie, (4) het onderhandse karakter van de emissie en (5) de aard van de deelnemers aan de emissie. Openbaarmaking van deze gegevens had naar ‘s hofs oordeel significante invloed kunnen hebben op de koers van de betreffende aandelen, aangezien (naar op grond van de ervaring mag worden aangenomen) een redelijk oordelende belegger deze gegevens – in onderlinge samenhang beschouwd – van voldoende belang zou hebben gevonden een transactie te overwegen. Daaraan doet niet af dat reeds op 3 juli 2001 door middel van een persbericht ruchtbaarheid was gegeven aan het voornemen een andere onderneming over te nemen en deze overname te betalen met aandelen Landis. Geen van de hiervoor genoemde bijzonderheden is daarmee immers openbaar gemaakt. Ook

30 Hof Amsterdam 1 maart 2007, *JOR* 2008/199, m.nt. F.G.H. Kristen (*Burgers*). Het Hof heeft zich daarbij laten inspireren door een uitleg die A-G Wortel alreeds had bepleit in zijn conclusie bij HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185, m.nt. J. Italianer (*Flexovit*).

31 Rb. Amsterdam 3 december 2004, *JOR* 2005/113, m.nt. R. Ortlep (*Burgers*).

32 Naar het oordeel van het Hof waren de persberichten van 8 en 19 april 2001, mede in het licht van de op dat moment reeds publiekelijk bekende informatie over het bedrijf, van dien aard dat daaruit voor een redelijk oordelend belegger naar voren kon komen dat de situatie van Ring Rosa buitengewoon precair was. De in die persberichten niet vermelde, maar wel bij de verdachte aanwezige informatie omtrent de voorwaarden van de in het persbericht van 9 april 2001 bekend gemaakte leningen, waaronder het voornemen tot verpanding van Rings intellectuele eigendom en onzekerheid met betrekking tot de samenwerking met een Amerikaans bedrijf waren naar het oordeel van het Hof niet van dien aard dat openbaarmaking daarvan na genoemde persberichten nog significante invloed zou kunnen hebben op de beurskoers van Ring Rosa.

de omvang van de emissie in verhouding tot het totaal geplaatste kapitaal was niet zodanig minimaal dat koersgevoeligheid alleen al om die reden op voorhand uitgesloten moest worden geacht.”

Gelet op de maximumharmonisatie die met Richtlijn 2003/6/EG werd beoogd (in de woorden van het Hof: “*waarvan immers op geen enkele wijze mag worden afgeweken*”) oordeelde het Hof onder meer:

“Op grond van artikel 46 lid 1 Wte 1995 (oud) was het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in beginsel echter ook zonder enig causaal verband met de geconstateerde voorwetenschap verboden; de enkele omstandigheid dat iemand handelde op het moment dat hij over voorwetenschap beschikte was voor de strafbaarheid voldoende, tenzij één van de uitzonderingen van de leden 3 of 4 zich voordeed. (...)

Inmiddels is Richtlijn 2003/6/EG – aanvankelijk door middel van de Wet marktmisbruik en sedert 1 januari 2007 in de Wet op het financieel toezicht – in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd. Ook voor de uitleg van deze wetgeving is Richtlijn 2003/6/EG derhalve bepalend. Zoals uit de eerdergenoemde analyse van Wortel blijkt, stelt het in artikel 2 van Richtlijn 2003/6/EG neergelegde verbod van handel met voorwetenschap (evenals het verbod van artikel 2 van de thans ingetrokken Richtlijn 89/592/EEG), anders dan het oude artikel 46 lid 1 Wte 1995 (zoals dit luidde ten tijde van het tenlastegelegde), wél als eis voor de strafbaarheid dat sprake moet zijn van een causaal verband tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte handel. Met de raadsman is het hof dan ook van oordeel dat het op artikel 2 van Richtlijn 2003/6/EG gestoelde artikel 5:56 Wft blijk geeft van een gewijzigd inzicht van de wetgever in de strafbaarheid van de gewraakte gedragingen en dat toepassing van het huidige artikel 5:56 Wft voor de verdachte gunstiger is dan toepassing van artikel 46 Wte 1995 (oud), zoals dit luidde ten tijde van het tenlastegelegde.

In het licht van de totstandkoming van de wetgeving ter implementatie van Richtlijn 2003/6/EG is het hof van oordeel dat bij de toepassing van artikel 5:56 Wft moet worden uitgegaan van het met artikel 2, eerste lid, van Richtlijn 2003/6/EG verenigbare bewijsvermoeden dat sprake is van causaliteit wanneer een verdachte over voorwetenschap beschikte toen hij de transactie verrichtte of bewerkstelligde. Een verdachte kan dit vermoeden ontzenuwen, bijvoorbeeld door aannemelijk te maken dat hij op grond van zijn voorwetenschap redelijkerwijs niet tot de transactie kan zijn bewogen.

In het onderhavige geval is in dit verband door en namens de verdachte aangevoerd dat de gewraakte transacties verliesgevend waren en dat is aangekocht boven het destijds vigerende koersniveau.

Het hof is van oordeel dat deze omstandigheid in dit geval onvoldoende moet worden geacht ter weerlegging van het hiervoor bedoelde vermoeden van causaliteit. (...).³³

33 Het Hof verwerpt dit verweer van de verdediging door erop te wijzen dat de verdachte onmiddellijk na ontvangst van de informatie een opvallend groot aantal aandelen had gekocht en dat het aankoopbeleid, naar mag worden aangenomen, ook door andere factoren wordt bepaald dan de directe winstverwachting bij aandelentransacties. Deze motivering acht ik allerminst overtuigend (zie daarvoor mijn commentaar in paragraaf 5 van mijn noot bij het *Landis*-arrest (HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/293)).

Het Hof is aldus van oordeel dat causaal verband tussen de gewraakte transactie in financiële instrumenten en de voorwetenschap waarover de insider beschikt wel degelijk een te bewijzen delictsbestanddeel van artikel 5:56 Wft is, maar dat bij de toepassing daarvan moet worden uitgegaan van een weerlegbaar bewijz-vermoeden. Een dergelijk causaal verband wordt vermoed aanwezig te zijn als aan alle voorwaarden van de delictsomschrijving is voldaan. Een verdachte kan dit vermoeden van een causaal verband tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte handel ontzenuwen door aannemelijk te maken dat hij op grond van zijn voorwetenschap redelijkerwijs niet tot de transactie kan zijn bewogen.

Opmerkelijk genoeg maakt het Gerechtshof Amsterdam één jaar later alweer een volte face.³⁴ In dit geval oordeelde het Hof over een zaak waarin verdachten bestuurders waren van een vermogensbeheerder, Veer Palthe Voûte. Zij hadden (onder meer) in privé diverse transacties in aandelen van beursgenoteerde houdstermaatschappijen van Shell en Unilever (namelijk Calvé, Dordtsche, Moeara Enim en Maxwell) verricht. De koers van de aandelen in de houdstermaatschappijen was structureel lager dan de beurskoers van de onderliggende fondsen. Gelijktijdig met de verrichte transacties waren verdachten bezig met de voorbereidingen van een openbaar bod op deze houdstermaatschappijen. Onderdeel van die voorbereidingen waren de gesprekken die werden gevoerd met het ministerie van Financiën over een fiscale ruling die benodigd was alvorens een overnamebod zou kunnen worden uitgebracht op deze houdstermaatschappijen. Pas nadat met het ministerie van Financiën overeenstemming was bereikt over de fiscale ruling, werd door verdachten aangevangen met de onderhandelingen met de houdstermaatschappijen. Het Hof oordeelde dat verdachten niettemin over voorwetenschap beschikten. Ten aanzien van het verweer dat de verdediging had gevoerd, inhoudende dat geen gebruik was gemaakt van deze voorwetenschap, oordeelt het Hof als volgt:

“Voor het overige geldt echter dat volgens artikel 46 lid 1 (oud) Wte geen causaal verband tussen het verrichten of bewerkstelligen van een transactie en het beschikken over voorwetenschap bewezen hoeft te worden. De door de verdediging gevoerde verweren in dit verband die uitgaan van een te bewijzen causaal verband worden dan ook door het hof verworpen. Afgezien van een mogelijk beroep op een schuldsluitingsgrond is dus het enkele verrichten of bewerkstelligen van een transactie door degenen die over voorkennis beschikken en niet binnen de termen van het derde of vierde lid van artikel 46 (oud) Wte 1995 vallen reeds strafbaar.”

Volgens het Hof is een gelijktijdigheidsverband klaarblijkelijk voldoende om een overtreding van de verbodsbepaling in de derde periode aan te nemen (zie paragraaf 6.5 hierna voor het oordeel van de Hoge Raad in deze zaak). Aan het bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap zou aldus elke zin en betekenis worden ontnomen.

³⁴ Hof Amsterdam 13 juni 2008, JOR 2009/10, m.nt. F.G.H. Kristen (VPV).

6.3 Het Spector-arrest

Het Hof van Justitie van de Europese Unie heeft in een belangwekkende uitspraak van 23 december 2009 de knoop doorgemaakt over de betekenis die in de context van Richtlijn 2003/6/EG aan het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap moet worden toegekend. In verband met de maximumharmonisatie waarvan Richtlijn 2003/6/EG uitgaat, is die uitleg ook van belang voor artikel 5:56 Wft. Wij zullen hierna nog zien dat deze uitspraak zijn betekenis heeft behouden voor de Verordening Marktmissbruik (paragraaf 6.6).

In het *Spector*-arrest handelde het over het volgende feitencomplex.³⁵ Spector Photo Group N.V. (Spector) is een beursgenoteerde vennootschap naar Belgisch recht. In het kader van haar participatiebeleid heeft Spector haar personeel een aandelenoptieplan aangeboden. Om haar gedane toezegging na te kunnen komen ingeval deze opties zouden worden uitgeoefend, was Spector voornemens bij voorrang de aandelen die in haar eigen bezit waren daarvoor aan te wenden en zo nodig het resterende aantal aandelen op de markt in te kopen. Op 21 mei 2003 heeft Spector overeenkomstig de toen geldende Belgische regeling Euronext Brussel ingelicht over haar voornemen om eigen aandelen in te kopen ter uitvoering en afdekking van haar aandelenoptieplan. Van 28 mei t/m 30 augustus 2003 is Spector erin geslaagd in totaal 27.773 aandelen in te kopen, waarvan het grootste deel is geschied tegen een koers van gemiddeld EUR 9,97. Kort nadien maakte Spector gunstige informatie over haar resultaten en commerciële beleid bekend. De koers van het aandeel Spector is daarop gestegen. Per 31 december 2003 bedroeg de aandelenkoers EUR 12,50.

De Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), de Belgische toezichthouder, heeft voor een aantal van deze aankopen een geldboete van EUR 80.000 opgelegd aan Spector wegens verboden handel met voorwetenschap. Van Raemdonck kreeg als bestuurder van Spector daarvoor een boete van EUR 20.000. Spector en Van Raemdonck hebben tegen deze beslissing beroep ingesteld bij het Hof van Beroep te Brussel. Het Hof van Beroep heeft naar aanleiding van het door de verdediging gevoerde verweer enkele prejudiciële vragen voorgelegd aan het Hof van Justitie van de Europese Unie. De twee belangrijkste prejudiciële vragen zijn de volgende. Ten eerste: dient artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG aldus te worden begrepen dat het enkele feit dat een persoon bedoeld in artikel 2 lid 1 van die richtlijn – en dat zijn de primaire insiders – over voorwetenschap beschikt, voor eigen rekening of voor rekening van derden financiële instrumenten verkrijgt of vervreemdt waarop de voorwetenschap betrekking heeft, of zulks poogt te doen, meteen inhoudt dat hij gebruik maakt van zijn voorwetenschap? Ten tweede: indien het antwoord op de vorige vraag ontkennend luidt, moet dan worden aangenomen dat voor de toepassing van artikel 2 Richt-

35 HvJ EU 23 december 2009, zaak C-45/08, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group*). Zie ook de noot van D.R. Doorenbos: *Ondernemingsrecht* 2010/66; Lindeman (2010).

lijn 2003/6/EG wordt vereist dat een welbewuste beslissing tot het gebruik maken van voorwetenschap werd genomen?³⁶

In feite wenste de verwijzende rechter uit België van het Europese Hof van Justitie te vernemen of er alreeds sprake is van verboden 'gebruik maken van' voorwetenschap indien en zodra een primaire insider die over voorwetenschap beschikt, met de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft, een markttransactie verricht (anders gezegd: als enkel aan de objectieve voorwaarden van artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG wordt voldaan) dan wel of daarenboven moet zijn aangetoond dat deze persoon 'welbewust' van deze voorwetenschap gebruik heeft gemaakt (zoals dat ook *expressis verbis* werd vereist in Richtlijn 89/592/EEG, de voorganger van Richtlijn 2003/6/EG). De achtergrond van deze vraag is dat artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG het bestanddeel 'gebruik maken van' voorwetenschap objectief definieert zonder dat de subjectieve omstandigheden betreffende de bedoeling van de insider die tot deze handel leidt, uitdrukkelijk in de definitie is opgenomen. Dit laatste was gebeurd met het oog op de eenvormige harmonisatie van het recht van de lidstaten van de Europese Unie.

In zijn arrest verklaart het Hof van Justitie de afwezigheid van een moreel bestanddeel in artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG als volgt. In de eerste plaats wordt die afwezigheid verklaard door de bijzondere aard van handel met voorwetenschap (r.o. 36). De aanwezigheid van dit moreel bestanddeel kan evenwel worden vermoed zodra de in artikel 2 lid 1 genoemde constitutieve bestanddelen – te weten: (i) de personen die binnen de werkingssfeer van het verbod kunnen vallen en (ii) de materiële handelingen van de transactie – aanwezig zijn. Een verklaring hiervoor kan worden gevonden in het bestaan van een vertrouwensrelatie tussen de primaire insiders en de uitgevende instelling waarop de financiële instrumenten betrekking hebben. Deze vertrouwensrelatie impliceert een bijzondere verantwoordelijkheid voor de primaire insiders. Daarnaast kan er volgens het Europese Hof van Justitie op worden gewezen dat niet goed voorstelbaar is dat een markttransactie door een persoon wordt verricht zonder dat deze zich bewust is van zijn handelingen. Om die reden mag worden aangenomen dat deze informatie in beginsel een rol heeft gespeeld in zijn beslissingsproces.³⁷ In de tweede plaats wordt de afwezigheid van een moreel bestanddeel verklaard door de doelstelling van Richtlijn 2003/6/EG, die erin bestaat de integriteit van de Europese financiële markten te waarborgen en het vertrouwen van de beleggers in deze markten te vergroten (r.o. 37). Aan de doeltreffendheid van deze regeling zou afbreuk worden gedaan wanneer als voorwaarde zou gelden dat systematisch naar een moreel bestanddeel moet worden gezocht. Het voorgaande betekent dat zodra de in artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG genoemde constitutieve bestand-

36 Daarnaast wenste de Belgische verwijzende rechter het standpunt van het Europese Hof van Justitie te vernemen over: (i) het vermeende maximale harmonisatiekarakter van Richtlijn 2003/6/EG en (ii) de te hanteren criteria voor de proportionaliteit van de op te leggen sanctie bij overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap.

37 Ter vergelijking: in de Amerikaanse rechtspraak is die bijzondere aard van *insider trading* typerend toegelicht door de United States Court of Appeals van de Second Circuit: "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)).

delen van gebruik maken van voorwetenschap aanwezig zijn, de bedoeling van de persoon die deze markttransactie verricht kan worden vermoed (r.o. 38).

Het Hof van Justitie oordeelt verder dat dit vermoeden van de aanwezigheid van een moreel bestanddeel, inhoudende dat de handelende persoon de bedoeling heeft gehad om gebruik te maken van voorwetenschap, geen afbreuk kan doen aan de fundamentele rechten en in het bijzonder het beginsel van de onschuldpresumptie (zoals opgenomen in artikel 6 lid 2 EVRM) (r.o. 38). Dit vermoeden geldt namelijk onder eerbiediging van de rechten van de verdediging en inzonderheid van het recht om dat vermoeden te weerleggen. Aldus kan de bedoeling van de persoon die zich schuldig maakt aan handel met voorwetenschap impliciet worden afgeleid uit de materiële bestanddelen van deze inbreuk. Vanwege de onschuldpresumptie is dit vermoeden weerlegbaar en worden de rechten van de verdediging aldus gewaarborgd.

Het Hof van Justitie heeft er ook oog voor dat door een extensieve uitleg van artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG, die erop zou neerkomen dat elke primaire insider die over voorwetenschap beschikt en een markttransactie verricht, automatisch onder het verbod van handel met voorwetenschap valt, de werkingssfeer van dit verbod verder wordt uitgebreid dan wat passend en noodzakelijk is (r.o. 45). Een dergelijke uitleg zou leiden tot een verbod van bepaalde markttransacties die noodzakelijk afbreuk doen aan de door Richtlijn 2003/6/EG beschermde belangen. Daarom wordt het noodzakelijk gevonden een onderscheid te maken tussen 'gebruikmaking van voorwetenschap' waarbij afbreuk aan deze belangen kan worden gedaan en 'gebruikmaking van voorwetenschap' waarbij dit niet het geval is (r.o. 46). Om deze toetsing uit te voeren (en aldus het onderscheid tussen geoorloofd en ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap te kunnen maken), dient volgens het Hof van Justitie aangeknoopt te worden bij de doelstellingen van Richtlijn 2003/6/EG (r.o. 47). Die doelstellingen bestaan erin 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. Alleen gebruikmaking van voorwetenschap die in strijd is met deze doelstellingen, vormt verboden handel met voorwetenschap. Vervolgens omschrijft het Hof van Justitie de *ratio legis* van verboden handel met voorwetenschap in essentie als volgt (r.o. 52 en 53):

“Omdat voorwetenschap niet openbaar is gemaakt, concreet is en aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten, verschaft zij de ingewijde die erover beschikt, aldus een voordeel vergeleken met alle andere marktdeelnemers die daarvan niet op de hoogte zijn. Dankzij deze informatie kan deze ingewijde, wanneer hij bij zijn markttransactie handelt in overeenstemming met deze informatie, immers verwachten dat hij er economisch voordeel uit haalt zonder dat hij echter dezelfde risico's loopt als de andere marktdeelnemers. Het wezenlijke kenmerk van handel met voorwetenschap bestaat er dus in dat ongerechtvaardigd voordeel uit informatie wordt gehaald ten nadele van derden die niet ervan op de hoogte zijn, en dat er dus afbreuk wordt gedaan aan de integriteit van de financiële markten en aan het vertrouwen van de beleggers.

Bijgevolg geldt het verbod van handel met voorwetenschap wanneer een primair ingewijde die over voorwetenschap beschikt, ongerechtvaardigd gebruikmaakt van het voordeel dat deze informatie hem verschaft doordat hij in overeenstemming met deze informatie een markttransactie verricht."

Uit het voorgaande volgt dat het feit dat een primaire insider die over voorwetenschap beschikt met de financiële instrumenten waarop deze informatie betrekking heeft een markttransactie verricht, impliceert dat deze persoon van deze informatie 'gebruikmaakt' in de zin van artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG, evenwel onder voorbehoud van eerbiediging van de rechten van verdediging en inzonderheid van het recht om dit vermoeden te weerleggen (r.o. 54). Het Hof van Justitie benadrukt dat om het verbod niet verder uit te breiden dan passend en noodzakelijk is voor de verwezenlijking van de met de richtlijn nagestreefde doelstellingen het vereist kan zijn dat in bepaalde situaties de feitelijke omstandigheden grondig worden onderzocht, opdat men zich ervan kan vergewissen dat effectief ongerechtvaardigd gebruik wordt gemaakt van de voorwetenschap (r.o. 55).

Het verbod van handel met voorwetenschap mag dus niet mechanisch worden toegepast, zonder een open oog voor de feitelijke omstandigheden van elk individueel geval. Daarvan geeft het Hof van Justitie ook blijk door te verwijzen naar diverse overwegingen uit Richtlijn 2003/6/EG. In die overwegingen – genoemd worden overweging 18, 29 en 30 van de considerans van de richtlijn – worden situaties genoemd waarin het feit dat een primair ingewijde beschikt over voorwetenschap en een markttransactie verricht niet in zichzelf gebruikmaking van voorwetenschap zou mogen opleveren (r.o. 57 t/m 60).

Na deze uiteenzetting van het *Spector*-arrest zal in de volgende paragraaf worden ingegaan op de implicaties van het arrest voor wat betreft de inhoud en betekenis van de verbodsbepaling.

6.4 De implicaties van het Spector-arrest

Het meest in het oog springende gevolg van het *Spector*-arrest is gelegen in een vereenvoudiging van de bewijslast bij het vaststellen van een overtreding van de verbodsbepaling. Door aan te nemen dat het bewijs van 'gebruik maken van' voorwetenschap is geleverd indien en zodra (i) een primaire insider over voorwetenschap beschikt en (ii) deze primaire insider een transactie verricht of bewerkstelligt in financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft, wordt een causaal verband aanwezig verondersteld en die presumptie leidt tot een omkering van de bewijslast (en wel ten laste van de primaire insider). Dat het Hof van Justitie een dergelijk causaliteitsvermoeden heeft aangenomen op basis van het vervuld zijn van twee objectieve bestanddelen, levert zonder twijfel een welkome bijdrage op aan een doeltreffende handhaving van deze vorm van marktmissbruik. Dat gebeurt bovendien op een wijze die niet onverenigbaar is met de rechtsbescherming waarop de verdachte insider krachtens de in artikel 6 lid 2 EVRM opgenomen onschuldpresumptie aanspraak kan maken. Immers, het

bewijsvermoeden kan door de primaire insider worden weerlegd. Daarvoor is dan wel nodig dat de verdachte de hem bevrijdende omstandigheden of feiten concreet en gemotiveerd stelt.³⁸

Onderkend moet worden dat het *Spector*-arrest vanwege de door de verwijzende rechter gestelde specifieke vragen uitsluitend betrekking heeft op het aannemen van een bewijsvermoeden in het geval een *primaire* insider met voorwetenschap een transactie in financiële instrumenten heeft verricht. Bestaat er reden om het door het Hof van Justitie gecreëerde bewijsvermoeden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap ook toe te passen indien een secundaire insider een transactie met voorwetenschap heeft verricht? Daartegen zou pleiten dat het Hof van Justitie het bewijsvermoeden mede heeft gebaseerd op de bijzondere verantwoordelijkheid die op primaire insiders rust vanwege een bestaande vertrouwensrelatie tussen de primaire insiders en de uitgevende instelling waarop de financiële instrumenten betrekking hebben. Een dergelijke bijzondere verantwoordelijkheid hebben secundaire insiders niet ten opzichte van de uitgevende instelling. Daarvoor zou echter pleiten dat het Hof het bewijsvermoeden niet uitsluitend heeft gebaseerd op de bijzondere verantwoordelijkheid, doch mede op een exegese van artikel 2 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG en de wethistorische achtergrond daarvan. Die argumentatie geldt zonder meer ook voor secundaire insiders, aangezien de verbodsbepaling van artikel 2 lid 1 ook op secundaire insiders moet worden toegepast (artikel 4 Richtlijn 2003/6/EG). Een ander argument dat bij het aannemen van het bewijsvermoeden is gehanteerd, te weten de algemene doelstellingen die met Richtlijn 2003/6/EG worden nagestreefd – waarborgen van de marktintegriteit en beleggersbescherming – gaat ook gelijkkelijk op voor primaire en secundaire insiders. Om die reden lijkt er geen reden te bestaan het causaliteitsvermoeden niet te hanteren indien een secundaire insider een transactie met voorwetenschap verricht.

Een kanttekening die bij het *Spector*-arrest nog wel gemaakt moet worden, is dat overtreding van de verbodsbepaling eerst aan de orde kan zijn indien de insider – ofwel een primaire insider, ofwel een secundaire insider – ten tijde van het verrichten of bewerkstelligen van de transactie in financiële instrumenten daadwerkelijk beschikte over voorwetenschap. Van die beschikkingseis moet de vraag worden onderscheiden of de insider zich bewust was of moest zijn van het feit dat de informatie waarover hij beschikte voorwetenschap (als bedoeld in artikel 5:53 lid 1 Wft (oud)) opleverde, doordat die informatie niet openbaar was en bij openbaarmaking een significante invloed op de beurskoers zou kunnen hebben. Dat bewustzijn mag bij primaire insiders verondersteld worden (artikel 5:56 lid 2 Wft (oud)), terwijl bij secundaire insiders bewezen moet worden dat de betrokkene wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte (artikel 5:56 lid 3 Wft (oud)).

Uit het *Spector*-arrest kan worden opgemaakt dat er twee redenen bestaan om uit te gaan van de weerlegbaarheid van het bewijsvermoeden. In de eerste plaats is dat de in artikel 6 lid 2 EVRM opgenomen onschuldpresumptie (r.o. 39 t/m 44). In de tweede plaats hecht het Hof van Justitie er veel belang aan dat de werkings-

38 Zie ook Van Omme (2011) met verdere verwijzingen.

sfeer van de verbodsbepaling niet verder gaat dan nodig is om de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van beleggers te vergroten (r.o. 46 en 47). Om die reden acht het Hof het noodzakelijk dat een onderscheid wordt aangebracht tussen gebruikmaking van voorwetenschap waarbij afbreuk wordt gedaan aan de door Richtlijn 2003/6/EG beschermde belangen en gebruikmaking van voorwetenschap waarbij dit niet het geval is. Het kader waarbinnen het debat daarover vervolgens moet worden gevoerd, wordt als volgt door het Hof van Justitie onder woorden gebracht (r.o. 62):

“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.”

Slechts het gebruik maken van voorwetenschap dat in strijd is met deze doelstelling van Richtlijn 2003/6/EG vormt verboden handel met voorwetenschap (r.o. 61). Met dat toetsingskader van het Hof van Justitie zullen de gerechtelijke instanties van de lidstaten rekening hebben te houden. Teneinde te voorkomen dat de verbodsbepaling verder wordt uitgebreid dan passend en noodzakelijk is voor deze doelstelling, zullen volgens het Hof van Justitie in bepaalde situaties de feitelijke omstandigheden van een zaak grondig onderzocht moeten worden, zodat vastgesteld kan worden of ongerechtvaardigd gebruik is gemaakt van voorwetenschap door een insider. In welke gevallen zou een insider met succes het bewijsvermoeden kunnen weerleggen dat hij gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap? Hoe zou toetsing aan voornoemd kader in de praktijk kunnen uitwerken?

Ik onderscheid vier categorieën van gevallen. Als gezegd, steeds geldt als minimumeis dat door de bewuste transactie geen schade mag worden toegebracht aan de integriteit van de financiële markten en het vertrouwen van beleggers. Bovendien dient de insider de hem bevrijdende omstandigheden en feiten concreet en gemotiveerd te stellen ter weerlegging van het bewijsvermoeden.

Transacties verricht door professionals

De eerste categorie van gevallen zijn de transacties in financiële instrumenten die worden verricht door professionele marktdeelnemers die weliswaar in voorkomende gevallen over voorwetenschap kunnen beschikken, maar waarbij een generiek handelsverbod de normale werking van de financiële markten zou verstoren. In dit verband kan worden gewezen op de voorbeelden waarnaar het Hof van Justitie in het *Spector*-arrest verwijst en die zijn ontleend aan de considerans van Richtlijn 2003/6/EG (r.o. 57 en 58). Zo wordt in overweging 18 van de considerans verwezen naar de activiteiten van *market makers* en instanties die als tegenpartij mogen optreden (bijv. bij systematische internalisatie). In die gevallen mogen deze marktdeelnemers hun legitieme bedrijf van koop en verkoop van financiële instrumenten uitvoeren. Een ander voorbeeld dat wordt genoemd in overweging 18 is de commissaris die bevoegd is transacties van derden uit te voeren. Ondanks het bezit van voorwetenschap (omtrent de voorgenomen uit-

voering van transacties) mag hij de opgegeven orders van anderen uitvoeren. In al deze voorbeelden gaan deze marktdeelnemers uitsluitend vrijuit indien de voorwaarden waaronder transacties – al dan niet in opdracht van derden – worden uitgevoerd geen invloed ondergaan van de voorwetenschap waarover deze marktdeelnemers beschikken. In die gevallen zou het eigenlijk ook niet nodig moeten zijn om het causaliteitsvermoeden te weerleggen, omdat door deze marktdeelnemers nu eenmaal geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

Transacties verricht tussen gelijk geïnformeerde partijen

Een tweede categorie van gevallen zijn de transacties die door marktdeelnemers met voorwetenschap worden verricht, terwijl beide handelende partijen over dezelfde voorwetenschap beschikken. In dat geval kan niet worden gezegd dat door een van de partijen ongerechtvaardigd voordeel wordt behaald uit informatie ten nadele van derden die daarvan niet op de hoogte zijn. Dat laatste is volgens het Hof van Justitie in het *Spector*-arrest de kern van het verwijt dat bij handel met voorwetenschap aan de insider kan worden gemaakt (r.o. 52 en 53). Het Hof van Justitie heeft in het *Georgakis*-arrest om die reden uitgemaakt dat transacties in financiële instrumenten die tussen een groep van gelijk geïnformeerde personen worden verricht niet als een vorm van (welbewust) gebruik maken van voorwetenschap kan worden aangemerkt, aangezien geen van de leden van deze groep ten opzichte van de ander een ongerechtvaardigd voordeel kan behalen uit deze informatie.³⁹ In deze zaak had een aantal leden van de *Georgakis*-groep gezamenlijk besloten om de beurskoers van het aandeel Parnassos te ondersteunen. Daaraan is vervolgens in gezamenlijkheid uitvoering gegeven. Het Hof van Justitie stelde zich op het standpunt dat de kennis over het bestaan van de beslissing tot koersondersteuning en de inhoud daarvan voorwetenschap vormde voor degenen die deze beslissing gezamenlijk hadden genomen. Als gezegd, hadden de leden van de groep in dit geval geen gebruik gemaakt van voorwetenschap, omdat alle leden over dezelfde informatie beschikten, de transacties uitsluitend tussen de leden plaatsvonden en er dus geen ongerechtvaardigd voordeel ten koste van een ander kon worden behaald. In deze gevallen zou het vermoeden van ongeoorloofd gebruik maken van voorwetenschap weerlegd kunnen worden ingeval de insider en zijn tegenpartij ten tijde van de transactie over dezelfde voorwetenschap beschikken. Immers, indien beide partijen bij de transactie over dezelfde voorwetenschap beschikken, dan zullen deze partijen die informatie in hun beleggingsbeslissing (en de daarbij te hanteren modaliteiten) wel verdisconteerd hebben.

Transacties waarbij voorwetenschap in de modaliteiten is verdisconteerd

Een derde categorie van gevallen wordt gevormd door de transacties in financiële instrumenten waarbij (anders dan bij de voorgaande categorie van gevallen, waarbij alle partijen over dezelfde voorwetenschap beschikken) slechts een van de marktdeelnemers over voorwetenschap beschikt, maar deze voorwetenschap desondanks in de transactiemodaliteiten wordt verdisconteerd (zodat bijvoorbeeld positieve voorwetenschap waarover de insider beschikt leidt tot een hogere te betalen prijs dan op basis van openbare informatie gewettigd of te verklaren

39 HvJ EU 10 mei 2007, zaak C-391/04, JOR 2007/156, m.nt. G.T.J. Hoff (*Oikonomikon c.s./Georgakis*), r.o. 39.

zou zijn en andersom). In dat geval zal er geen sprake meer zijn van een voordeel dat door de insider met de informatievoorsprong kan worden behaald. Een voorbeeld daarvan is te ontleen aan overweging 29 van de considerans van Richtlijn 2003/6/EG. Aldaar wordt het volgende bepaald:

“Het hebben van toegang tot voorwetenschap over een andere onderneming en het aanwenden ervan in het kader van een openbaar overnamebod met het oog op het verwerven van de zeggenschap over deze onderneming of om een fusie met deze onderneming voor te stellen, mag op zich niet als handel met voorwetenschap worden aangemerkt.”

Het Hof van Justitie leidt in het *Spector*-arrest hieruit af dat het overnamebod of de fusie die ingevolge het verkrijgen van de voorwetenschap tegen een hogere koers dan de beurskoers plaatsgrijpt, in beginsel niet kan worden beschouwd als verboden handel met voorwetenschap, aangezien geen afbreuk wordt gedaan aan de door Richtlijn 2003/6/EG beschermde belangen (r.o. 59). Die conclusie valt mijns inziens uitsluitend te trekken als de voorwetenschap waarmee door de insider bij de vaststelling van de biedprijs of ruilverhouding rekening is gehouden tegelijk ook openbaar gemaakt wordt (bijv. in een biedingsbericht), zodat een ieder in staat is die informatie op waarde te schatten en er een eigen oordeel over te vellen of de informatie al dan niet op een adequate wijze in de biedprijs of ruilverhouding is verdisconteerd.

Transacties zijn niet in overeenstemming met voorwetenschap verricht

Een vierde categorie van gevallen zijn de transacties in financiële instrumenten die *niet* in overeenstemming zijn met de informatie waarover de insider beschikt. Immers, het uitgangspunt voor de door het Hof van Justitie geboden mogelijkheid om het bewijsvermoeden van gebruik van voorwetenschap te weerleggen is dat Richtlijn 2003/6/EG uitsluitend de situaties beoogt te bestrijden waarbij de insider (ongerechtvaardigd) gebruik maakt van het aan voorwetenschap verbonden voordeel, en wel doordat de insider *in overeenstemming met deze informatie* een transactie in financiële instrumenten verricht. Hieruit volgt dat de insider het vermoeden van ongeoorloofd gebruik van voorwetenschap kan weerleggen door het bewijs aan te dragen dat de desbetreffende transactie tegengesteld is aan de richting die redelijkerwijs te verwachten is van openbaarmaking van de voorwetenschap waarover de insider beschikt. Zo dient de insider vrijuit te gaan die aandelen koopt terwijl hij beschikt over negatieve voorwetenschap (en omgekeerd).

Soms is al snel duidelijk dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap en zal eenvoudig kunnen worden bepaald of transacties in overeenstemming met de voorwetenschap waarover de insider beschikt zijn verricht of dat de verrichte transacties juist tegengesteld daaraan zijn. In andere gevallen zal die duidelijkheid niet bestaan. In de regel zal dat moeten betekenen dat geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Het kan evenwel ook voorkomen dat een insider met een uitgekende beleggingsstrategie – bijvoorbeeld het gelijktijdig kopen van callopties en putopties op een fonds ten aanzien waarvan de insider over voorwetenschap beschikt en waarbij aldus geprofiteerd kan worden van een opwaartse of neerwaart-

se koersbeweging in reactie op openbaarmaking van het bedrijfsnieuws – er blijk van geeft wel degelijk gebruik te hebben gemaakt van voorwetenschap.

Hoewel het zeer wel mogelijk is effectief gebruik te maken van voorwetenschap zonder daarvoor een transactie in financiële instrumenten te verrichten, moet bedacht worden dat een dergelijke situatie *an sich* niet bestreken wordt door het verbod op handel met voorwetenschap. Te denken valt aan een insider die komt te beschikken over positieve voorwetenschap en daarna zijn eerdere voornemen herziet om financiële instrumenten waarop zijn voorwetenschap betrekking heeft te verkopen. Omgekeerd is de situatie denkbaar dat een insider komt te beschikken over negatieve voorwetenschap en deze insider daarna zijn eerdere voornemen herziet de bewuste financiële instrumenten aan te kopen. Verboden is kort gezegd het gebruik maken van voorwetenschap door het verwerven of vervreemden van financiële instrumenten. Het nalaten van een transactie – ook al wordt dat ingegeven door voorwetenschap – valt daar nu eenmaal niet onder.

Buiten deze onderverdeling in vier categorieën valt mijns inziens de categorie gevallen waarbij transacties worden verricht door een insider die over niet meer informatie beschikt dan zijn ‘eigen voorwetenschap’. Dit begrip vraagt om een korte introductie. Stel dat een bekende bedrijvenverzamelaar voornemens is een substantieel aandelenpakket in een beursfonds te verwerven. Die niet-openbare informatie is zonder meer koersgevoelig, en levert daarmee voorwetenschap op. De *securities broker* en de medewerkers van de bedrijvenverzamelaar die daarvan uit de eerste hand hebben vernomen, is het niet toegestaan om voorafgaand aan de uitvoering van de aankooporders (en daarmee anticiperend op de bij openbaarmaking daarvan redelijkerwijs te verwachten koersstijging) aandelen van de *target* te kopen. Daarmee zouden zij zich schuldig maken aan handel met voorwetenschap, aangezien zij over voorwetenschap met betrekking tot de handel in financiële instrumenten beschikken (*front running*). De vraag is vervolgens ook of de bedrijvenverzamelaar – gelet op het feit dat die informatie over zijn eigen voornemen koersgevoelig is en (voor anderen) voorwetenschap oplevert – zijn voornemen nog wel mag uitvoeren, omdat het transactieverbod daarvoor een *stain-de-weg* is. Dat laatste zou uiteraard een onwenselijke gevolgtrekking zijn. Het zou ook tot gevolg kunnen hebben dat de bedrijvenverzamelaar om transactievrijheid te verkrijgen eerst zijn aankoopvoornemen openbaar zou moeten maken, met alle prijsbederf van dien. Met gebruik maken van voorwetenschap heeft de handelwijze van de bedrijvenverzamelaar, die niets anders doet dan uitvoering geven aan zijn eigen voornemen of wilsbesluit, niets van doen.⁴⁰ Het is om die reden dat van het begrip ‘voorwetenschap’ eigen voornemens of besluiten van de handelende persoon zijn uitgezonderd. Dat blijkt ook met zo veel woorden uit de considerans van Richtlijn 2003/6/EG:

“Aangezien de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die de transactie ver-

⁴⁰ Zie in deze zin alreeds *Kamerstukken II 1997/98*, 25095, nr. 8, p. 4 en p. 8. Aldaar wordt gesteld dat wanneer een overnemende partij effectentransacties verricht en daarbij slechts gebruik maakt van een eigen voornemen, er geen sprake is van voorwetenschap. Zie over eigen voorwetenschap verder hoofdstuk 7.

richt, mag het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet als misbruik van voorwetenschap worden aangemerkt.”

In het *Cardio Control*-arrest⁴¹ en het *VHS*-arrest⁴² heeft de Hoge Raad inmiddels bevestigd dat de door de handelende persoon zelf geschapen bijzonderheden buiten het bereik van het transactieverbod vallen. Kortom, wat voor de één voorwetenschap is, hoeft dat voor een ander niet te zijn. Dit leidt tot de gevolgtrekking dat eigen voorwetenschap voor de handelende persoon geen voorwetenschap oplevert als bedoeld in artikel 5:53 lid 1 Wft (oud) en daarvan kan op grond van artikel 5:56 lid 1 Wft (oud) dus ook geen gebruik worden gemaakt.

Een laatste kwestie die hier nog beknopt gesignaleerd dient te worden, is de vraag naar de betekenis van de wettelijke uitzonderingen op het verbod van handel met voorwetenschap. Zo bevat artikel 5:56 lid 5 Wft (oud) enkele uitzonderingen op de verbodsbepaling. Daarnaast is in artikel 5:56 lid 6 Wft (oud) de mogelijkheid opgenomen dat bij AMvB bepaalde categorieën transacties worden aangewezen waarop de verbodsbepaling niet van toepassing is. Daaraan is uitvoering gegeven in artikel 2 Besluit marktmisbruik Wft. Deze aanwijzing heeft volgens de wetgever de volgende achtergrond:

*“Reden voor deze uitzonderingsmogelijkheid is dat in het verkeer van financiële instrumenten soorten transacties voorkomen die weliswaar naar de letter onder de delictomschrijving van het verbod op het gebruik van voorwetenschap vallen, maar die geen wezenlijke bedreiging vormen voor de integriteit van de markten in financiële instrumenten of voor de belangen van de op die markten opererende partijen. Een verbod op dergelijke op deze markten gebruikelijke transacties, zou in dat licht een onnodige en ongerechtvaardigde belemmering van de handel in financiële instrumenten betekenen.”*⁴³

Gelet op de uitleg die inmiddels volgens het Europese Hof van Justitie aan het bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap gegeven dient te worden, is het bepaald kwestieus dat al deze uitzonderingen zonder aanwijzing in de Wft of het Besluit marktmisbruik Wft zonder meer onder het bereik van de verbodsbepaling zouden vallen. Te denken valt bijvoorbeeld aan de uitoefening van een calloptie in het geval dat de schrijver van de optie op dat moment over voorwetenschap beschikt.⁴⁴ In dit geval wordt geen gebruik gemaakt van voorwetenschap, omdat op de schrijver van de optie een verplichting tot levering rustte die is ontstaan voordat hij over voorwetenschap beschikte. Daarnaast geldt dat ook in andere gevallen dan die in de Wft en het Besluit marktmisbruik Wft zijn ge-

41 HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73, m.nt. J. Italianer en J. Corthals. De Hoge Raad overwoog: “Indien sprake is van bijzonderheden die door de verdachte zelf zijn geschapen, moet zijn wetenschap daaromtrent worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties.”

42 HR 2 juli 2013, *JOR* 2013/279, m.nt. J. Italianer. In dit geval overwoog de Hoge Raad: “Aldus heeft de verdachte, samen met onder anderen de medeverdachte, deze bijzonderheden zelf geschapen. Dat brengt mee dat de bij de verdachte en de medeverdachte bestaande wetenschap van de onder c en e vermelde bijzonderheden kennis betreft omtrent het uitvoeren van het eigen voornemen bepaalde aankooptransacties te verrichten, en dat deze wetenschap dus niet kan worden aangemerkt als voorwetenschap in de zin van artikel 46 Wte 1995 (oud).” Die bijzonderheden zagen op de tussen verdachten gemaakte afspraken om door manipulatie de koers van de aandelen VHS hoog te houden. Zie ook de noot van G.T.J. Hoff, *Ondernemingsrecht* 2013/118.

43 *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 602.

44 Artikel 5:56 lid 5 sub a Wft (oud).

noemd of in het geval dat niet stipt aan alle voorwaarden verbonden aan een uitzonderingsmogelijkheid wordt voldaan, aangenomen kan worden dat in een specifiek geval geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Te denken valt bijvoorbeeld aan de verkoop van uit uitoefening van werknemersopties verkregen aandelen waarbij de termijn van vier maanden niet in acht is genomen.⁴⁵ Ook als die termijn niet in acht wordt genomen, kan er in voorkomend geval reden zijn om aan te nemen dat geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

6.5 Nederlandse rechtspraak gewezen na het Spector-arrest

Na het *Spector*-arrest van het Europese Hof van Justitie is onder vigeur van artikel 5:56 Wft (oud) (en artikel 46 Wte 1995 (oud)) inmiddels de nodige rechtspraak geweest, waarin de verdediging – met wisselend succes evenwel – een verweer heeft gevoerd om het weerlegbare bewijsvermoeden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap te ontzenuwen. De Hoge Raad heeft bovendien in twee arresten zijn licht over de betekenis van het *Spector*-arrest laten schijnen.

6.5.1 De Landis-zaak

De *Landis*-zaak heeft tot een opmerkelijk arrest van de Hoge Raad van 5 juli 2011 geleid.⁴⁶ In deze zaak werd verdachte – de oud-bestuursvoorzitter van een inmiddels gefailleerde beursvennootschap – verweten voorwetenschap te hebben verstrekt aan een professionele marktpartij. Die voorwetenschap hield in dat Landis Group N.V. overeenstemming had bereikt met een aantal institutionele beleggers over een onderhandse plaatsing van aandelen Landis tegen een koers van EUR 6 per aandeel. Aan deze marktpartij werd verzocht transacties in aandelen Landis uit te voeren om de beurskoers richting EUR 6 te krijgen, teneinde deze koers aldus wat meer stevigheid te geven. Volgens het OM zou verdachte zich schuldig hebben gemaakt aan het opzettelijk uitlokken van handel met voorwetenschap (artikel 46 Wte 1995 (oud) jo. artikel 47 lid 1 sub 2° Sr). Het Gerechtshof Amsterdam heeft verdachte daarvoor bij arrest van 1 maart 2007 veroordeeld tot een geldboete van EUR 14.000.⁴⁷

In verband met het bepaalde in artikel 1 lid 2 Sr (dat erop neerkomt dat bij een verandering in de wetgeving na het tijdstip waarop het feit is begaan, de voor de verdachte meest gunstige bepalingen worden toegepast) diende het Hof Amsterdam de voorliggende casus te beoordelen in het licht van het inmiddels in werking getreden artikel 5:56 Wft en (vanwege de daarbij te hanteren richtlijnconforme interpretatiemethode) Richtlijn 2003/6/EG. Interessant in dit verband is dat het Hof Amsterdam oordeelde dat voor de toepassing van het verbod van handel met voorwetenschap (ex artikel 46 Wte 1995 (oud)) uitgegaan moest wor-

⁴⁵ Artikel 2 sub b Besluit marktmissbruik Wft.

⁴⁶ HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/293, m.nt. G.T.J. Hoff (*Landis*).

⁴⁷ Hof Amsterdam 1 maart 2007, ECLI:NL:GHAMS:2007:BC9108. Zie ook *JOR* 2008/199, m.nt. F.G.H. Kristen voor het arrest van het Hof Amsterdam van 1 maart 2007, waarbij de feitelijk leidinggever van de professionele marktpartij wegens handel met voorwetenschap werd veroordeeld en hem een geldboete van EUR 22.500 werd opgelegd (zie verder daarover paragraaf 6.2.3).

den van een bewijsvermoeden dat sprake was van een causaal verband wanneer een verdachte over voorwetenschap beschikte toen hij de transactie verrichtte of bewerkstelligde (zie ook paragraaf 6.2.3). Dat is in wezen de essentie van de *Spector*-uitspraak van het Europese Hof van Justitie *avant la lettre*. Een verdachte kan – aldus het Hof – dit bewijsvermoeden ontzenuwen, bijvoorbeeld door aannemelijk te maken dat hij op grond van zijn voorwetenschap redelijkerwijs niet tot de transactie kan zijn bewogen. In de *Landis*-zaak werd het verweer door de verdediging gevoerd dat verdachte zich niet schuldig kan hebben gemaakt aan uitlokking, omdat de gewraakte transacties van de professionele marktpartij verlieslatend waren geweest en de aandelen Landis door de (getipte en zelfs uitgelokte) professionele marktpartij waren aangekocht boven het destijds vigerende koersniveau van het aandeel Landis. Dat verweer van de verdediging werd door het Hof verworpen.⁴⁸ Het Hof motiveerde zijn verwerping van het gevoerde verweer door erop te wijzen dat de professionele marktpartij onmiddellijk op basis van de door verdachte verstrekte informatie gehandeld had en een opvallend groot aantal aandelen Landis had aangekocht. Dat argument kan mij niet echt overtuigen. Om meer dan één reden kan een bij de uitvoering van een transactie in acht genomen *vitesse* verklaarbaar zijn. Die reden hoeft dus niet noodzakelijkerwijs te zijn geweest dat voorwetenschap was verstrekt die gezwind ter beurze verzilverd moest worden. Een ander argument van het Hof luidde dat het aankoopbeleid van grootaandeelhouders ook door andere factoren kan worden bepaald dan de (directe) winstverwachting bij aandelentransacties. Het Hof noemt als factoren: verwachtingen op langere termijn, overwegingen van zeggenschap, continuïteit en stabiliteit alsook verstandhouding met andere grootaandeelhouders. Ook wanneer geen direct geldelijk voordeel met de met voorwetenschap verrichte transacties wordt beoogd, kan gebruik zijn gemaakt van voorwetenschap, zo oordeelt het Hof kennelijk. Het gaat mij hier om de validiteit van het laatste argument in het licht van de strekking van de verbodsbepaling. Zijn deze door het Hof genoemde factoren wel bruikbaar voor het oordeel dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap door de uitgelokte professionele marktpartij, *ondanks* het feit dat er voor een koper ogenschijnlijk geen logica schuilt in het verrichten van effectentransacties (ruim) boven de marktwaarde en wetende dat een onderhandse aandelenemissie tegen EUR 6 per aandeel aanstaande is? Staan de door het Hof genoemde factoren (waarin kennelijk een voordeel (op termijn) besloten kan liggen) wel in een voldoende rechtstreeks verband met de door de professionele marktpartij verrichte transacties in het fonds Landis en kan daarvan ook gezegd worden dat die voordelen behaald zijn *dankzij* de door verdachte verstrekte informatie en met behulp van de *in overeenstemming daarmee* verrichte aankooptransacties? Bij kennisneming van de feiten van deze casus dringt zich ook een geheel andere vraag op. Heeft het gedrag van verdachte eigenlijk niet meer weg van uitlokking van koersmanipulatie in de zin van artikel 5:58 lid 1 sub a of b Wft (oud) en wordt deze destijds nog niet strafbare vorm van beursfraude wederom op een nogal gewrongen wijze door het OM vervolgd?⁴⁹ Daarmee bedoel ik dat die strafvervolgung langs een weg geschiedt die niet goed verenigbaar

⁴⁸ Zie hiervoor de conclusie van de A.G. onder 11.

⁴⁹ Zie daarvoor HR 2 juli 2013, *JOR* 2013/279, m.nt. J. Italianer (*VHS*). Zie daarover ook HR 2 juli 2013, *Ondernemingsrecht* 2013/118 m.nt. Hoff.

is met het ‘delictseigen’ karakter van misbruik van voorwetenschap. In feite is de betrokken professionele marktpartij toch alleen maar gevraagd te helpen de beurskoers op een door Landis gewenst niveau te legitimeren, *zonder* dat de daarbij door verdachte verstrekte informatie aan die marktpartij überhaupt enig voordeel kon verschaffen bij de uitvoering van de in dat verband te verrichten koersregulerende transacties?

Tegen ’s-Hofs verwerping van het verweer dat de desbetreffende aandelentransacties verlieslatend waren, was een van de cassatiemiddelen gericht. De Hoge Raad reageert daarop als volgt:

“Het middel, dat niet klaagt over het oordeel van het Hof ‘dat voor de strafbaarheid van een feit als het onderhavige (...) sprake moet zijn van een causaal verband tussen de aanwezige voorkennis en de gewraakte handel’, berust op de kennelijke opvatting dat voor een veroordeling ter zake van artikel 46, tweede lid (oud), Wte 1995 is vereist dat komt vast te staan dat ‘uit de transacties zelf (geldelijk) voordeel’ wordt of kan worden gehaald.

De aan het middel ten grondslag liggende opvatting is onjuist. In de eerste plaats biedt artikel 46 (oud) Wte 1995 voor die opvatting geen steun. Daarin is geen voordeelvereiste opgenomen. Anders dan het middel betoogt, kan voor die opvatting ook geen steun worden gevonden in het arrest HvJ EG 10 mei 2007 (Georgakis), zaak C-391/04, LJN BA7304, NJ 2007/418. Naar buiten redelijke twijfel is, moet uit dat arrest in dit opzicht het volgende worden afgeleid. De reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap wordt bepaald door het daarmee beoogde doel, namelijk het waarborgen van gelijkheid van partijen bij een beurstransactie. Het benutten van voorwetenschap impliceert een voordeel, hierin bestaande dat degene die over voorwetenschap beschikt in een gunstiger positie verkeert dan degenen die niet over die voorwetenschap beschikken. Bij een transactie tussen ingewijden – dus personen die over dezelfde voorwetenschap beschikken – is van voorwetenschap en het zo-even genoemde, daaraan inherente voordeel geen sprake. Voor de strafbaarheid van het gebruik van voorwetenschap is niet vereist dat enig ander voordeel – direct of indirect – door de met voorwetenschap verrichte transactie kan worden of is verkregen.”

De Hoge Raad stelt vooreerst vast dat het cassatiemiddel niet klaagt over het oordeel van het Gerechtshof dat voor de strafbaarheid van misbruik van voorwetenschap “sprake moet zijn van een causaal verband tussen de aanwezige voorkennis en de gewraakte handel”. Naar ik aanneem, had de Hoge Raad in dat geval ook alreeds in dit arrest zijn hierna in deze paragraaf nog aan te halen oordeel in de VPV-zaak daarover ten beste gegeven. Vervolgens oordeelt de Hoge Raad dat het middel op de kennelijke opvatting berust dat voor een veroordeling ter zake van artikel 46 lid 2 Wte 1995 (oud) is vereist, dat komt vast te staan dat “uit de transacties zelf (geldelijk) voordeel” wordt of kan worden gehaald. Naar mag worden aangenomen, is met het cassatiemiddel beoogd aan te geven dat voorwetenschap betrekking zou moeten hebben op informatie die door middel van een transactie (in beginsel) financieel te exploiteren zou moeten zijn. Immers, de kern van de begripsomschrijving van ‘voorwetenschap’ is dat van openbaarmaking van de niet-openbare informatievoorsprong een significante invloed zou kunnen uitgaan op de beurskoers van de bewuste financiële instrumenten (artikel 5:53 lid 1 Wft (oud)). Anders gezegd, en wel in de bewoordingen van de Spector-uit-

spraak: is de professionele marktpartij in dit geval wel door de verdachte uitgelokt om in overeenstemming met de doorgegeven voorwetenschap te handelen, omdat hij uit deze informatie economisch voordeel kan halen zonder dat hij bij het verrichten van de effectentransacties dezelfde risico's loopt als andere marktdeelnemers? Daarvan lijkt in het onderhavige geval toch geen sprake te zijn geweest? In dat licht bezien lijkt het in cassatie bestreden oordeel van het Hof Amsterdam ofwel getuigen van een onjuiste rechtsopvatting, ofwel van een ondeugdelijke dan wel onbegrijpelijke motivering van de bewezenverklaring.

In de ogen van de Hoge Raad vindt de in het cassatiemiddel verdedigde opvatting geen genade. In de eerste plaats wijst de Hoge Raad erop dat in de wettekst geen voordeelvereiste is opgenomen. Dat moet de Hoge Raad uiteraard worden nagegeven. Het voordeelvereiste is, als voor het OM overbodige (bewijs)ballast, in de hiervoor in paragraaf 6.2.2 genoemde tweede periode geschrapt uit de delictomschrijving. Hoewel van het voordeelvereiste in de tekst van artikel 5:56 Wft (oud) geen gewag wordt gemaakt, ligt in het (ondanks een bewijsvermoeden wel degelijk geldende) wettelijk vereiste dat door de insider gebruik moet zijn gemaakt van voorwetenschap (en dat dus feitelijk als een gepresumeerd causaal verband kan worden aangemerkt, waarover hierna meer) mijns inziens besloten dat de insider daarmee een voordeel móet hebben kunnen behalen. Dat was, zoals hiervoor in paragraaf 6.3 is aangehaald, de essentie van de Spector-uitspraak. Als dat voordeel redelijkerwijs gesproken niet kan worden behaald (of als eventuele voordelen in een onvoldoende rechtstreeks verband staan met de transactie die met voorwetenschap is verricht), dan zou niet bewezen moeten worden dat door de insider ook daadwerkelijk op een ongeoorloofde wijze gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

In de tweede plaats wijst de Hoge Raad het beroep dat door de verdediging is gedaan op de Georgakis-uitspraak van het Europese Hof van Justitie als steun voor de in het cassatiemiddel verdedigde opvatting van de hand.⁵⁰ In die Griekse zaak had een groep bestuurders en aandeelhouders van een beursvennootschap op aanbeveling van hun financiële raadgevers besloten om de beurskoers van het fonds te ondersteunen op een tijdstip dat deze onder druk stond. De effectentransacties vonden alle tussen de groepsleden plaats, en dus niet met derden. Een van de leden van de groep werd vervolgens vervolgd voor misbruik van voorwetenschap. Het Hof van Justitie oordeelde dat de leden van de groep door uitvoering te geven aan deze gezamenlijk genomen beslissing niet welbewust gebruik hebben gemaakt van voorwetenschap, zoals de tekst van het verbod van Richtlijn 89/592/EEG luidt. De informatiegelijkheid was volgens het Hof van Justitie in dit geval niet in het geding, omdat alle partijen bij de beurstransacties over dezelfde informatie beschikten. Zij stonden dus op voet van gelijkheid met elkaar en daardoor was die informatie voor hen niet langer voorwetenschap bij de uitvoering van de door hen gezamenlijk genomen beslissing. Kortom, de les die uit de Georgakis-uitspraak lijkt te kunnen worden getrokken, is dat insiders straffeloos effectentransacties met elkaar kunnen verrichten, mits zij daarbij maar over dezelfde voorwetenschap beschikken.

⁵⁰ Zie HvJ EU 10 mei 2007, zaak C-391/04, *JOR* 2007/156, m.nt. G.T.J. Hoff (*Oikonomikon c.s./Georgakis*).

Volgens de Hoge Raad moet uit die Georgakis-uitspraak worden afgeleid – en dat zou zelfs “buiten redelijke twijfel” staan – dat de reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap bepaald wordt door het daarmee beoogde doel, namelijk het waarborgen van gelijkheid van partijen bij een beurstransactie. Ik merk vooreerst op dat de informatiegelijkheid van marktpartijen door de Hoge Raad hier wel heel erg verabsoluteerd wordt. Een dergelijke vorm van informatiegelijkheid valt niet in de Georgakis-uitspraak te lezen. Meer weten dan een ander komt volgens het Europese Hof van Justitie blijkens deze uitspraak pas in de gevarezone terecht als sprake is van voorwetenschap én met die informatievoorsprong door middel van het verrichten van effectentransacties een voordeel kan worden behaald. Het Europese Hof drukte het als volgt uit (r.o. 38):

“Derhalve wordt met het verbod van artikel 2 van richtlijn 89/592 beoogd de gelijkheid van partijen bij een beurstransactie te waarborgen, door te vermijden dat een van de medecontractanten die over voorwetenschap beschikt en derhalve een voordeel heeft ten opzichte van de andere investeerders, hiervan profiteert ten nadele van de andere, die hiervan niet op de hoogte is.”

De Hoge Raad zoomt in de *Landis*-zaak uitsluitend in op het eerste deel van de zin en negeert het tweede deel daarvan waarin de werking van het gelijkheidsbeginsel geclausuleerd wordt weergegeven (namelijk door het te beperken tot uitsluitend die informatievoorsprong die gelijk te stellen is aan voorwetenschap). Belangrijker is echter te constateren dat de Hoge Raad de plank mijns inziens mis slaat, omdat hij bij de bespreking van de merites van het cassatiemiddel geheel voorbij gaat aan de *pointe* van de *Spector*-uitspraak. Die *pointe* is, kort gezegd, dat niet alle gebruik van voorwetenschap door een insider zonder meer en onder alle omstandigheden valt aan te merken als *misbruik* en dat de verdediging vanwege de onschuldpresumptie van artikel 6 lid 2 EVRM in staat moet zijn een verweer te voeren tegen het weerlegbare bewijsvermoeden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Aan de beoordeling van de verwerping van het door de verdediging gevoerde verweer door het Amsterdamse Hof en de daarvoor gebruikte motivering (waarop, als eerder gezegd, het nodige aan te merken valt) komt de Hoge Raad opmerkelijk genoeg niet toe.

Of is de beoordeling van dat verweer (en dus het kennelijke oordeel dat het Amsterdamse Hof op deugdelijke gronden het verweer van de verdediging heeft verworpen) soms gelegen in de slotzinnen van de aangehaalde overweging van het arrest van de Hoge Raad? Opmerkelijk is dat de Hoge Raad zich enerzijds in zijn arrest veel moeite heeft getroost uit te leggen dat geen voordeelvereiste in de delictsomschrijving is opgenomen, maar dat hij anderzijds aan de aanwezigheid van voordeel toch weer wel enige betekenis lijkt toe te kennen. De Hoge Raad overweegt dat het “*benutten van voorwetenschap*” een voordeel impliceert, hierin bestaande dat “*degene die over voorwetenschap beschikt in een gunstiger positie verkeert dan degenen die niet over die voorwetenschap beschikken.*” Voor de strafbaarheid van voorwetenschap is klaarblijkelijk niet vereist dat enig ander voordeel – direct of indirect – door de met voorwetenschap verrichte transactie kan worden of is verkregen. Het gaat hier mijns inziens om een sterk verwaterde (of uitgekledede) vorm van het voordeel dat insiders hebben, waaraan geen enkel

onderscheidend vermogen toekomt voor de vaststelling van het ‘delictseigen’ karakter van misbruik van voorwetenschap. Ik kom tot die (dis)kwalificatie, omdat de Hoge Raad spreekt van het aan voorwetenschap “*inherente voordeel*”, een voordeel dat dus reeds *ipso facto* gelegen zou zijn in een “*gunstiger positie*” van de insider om de enkele reden dat hij beschikt over voorwetenschap, ook al maakt hij daarvan geen misbruik. Het lijkt erop dat de Hoge Raad ervan uitgaat dat het alreeds strafbaar is als een primaire insider een transactie in financiële instrumenten verricht met voorwetenschap (en die dus krachtens een bewijsvermoeden verondersteld wordt gedaan te zijn met gebruikmaking van voorwetenschap), *ongeacht* de modaliteiten van de bewuste transactie en de verdere omstandigheden waaronder de transactie door de insider is verricht. Een dergelijke visie op misbruik van voorwetenschap lijkt mij in strijd te zijn met het overduidelijke oordeel van het Europese Hof van Justitie in de *Spector*-uitspraak dat alleen gebruikmaking die in strijd is met de doelstelling van Richtlijn 2003/6/EG verboden handel met voorwetenschap vormt. Mij zou kunnen worden tegengeworpen dat de Hoge Raad in de aangehaalde overweging niet uitsluitend spreekt over het “*beschikken*” over voorwetenschap, maar ook over het “*benutten*” van voorwetenschap. Die tegenwerping zou naar mijn oordeel niet valide zijn, omdat het er juist om gaat in voorkomend geval vast te stellen *of* de insider op een geoorloofde dan wel een ongeoorloofde wijze gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap. Mijns inziens is nagelaten door de Hoge Raad de juistheid van die vaststelling door het Amsterdamse Hof in cassatie te toetsen, even aannemende dat het cassatiemiddel dat mede aan de orde wenste te stellen. Als gezegd, ben ik er niet van overtuigd dat het Amsterdamse Hof daarvoor een juiste maatstaf heeft aangelegd. Hoewel in de doctrine is betoogd dat het verbod van misbruik van voorwetenschap om een meer rationele dan een mechanische toepassing vraagt en dat de grenzen van het geoorloofde gebruik van voorwetenschap opnieuw in kaart gebracht moeten worden, houdt de Hoge Raad de deur daarvoor angstvallig gesloten.⁵¹

6.5.2 De VPV-zaak

Dan stap ik vervolgens over naar de VPV-zaak, waarin de Hoge Raad eveneens op 5 juli 2011 een opmerkelijk arrest heeft gewezen.⁵² In deze zaak heeft verdachte, een van de bestuurders van Veer Palthe Voûte N.V., op een aantal tijdstippen (en in verschillende hoedanigheden) aandelen gekocht van beursgenoteerde houdstermaatschappijen van Shell en Unilever. Tezelfdertijd was verdachte bezig met de voorbereidingen van een openbaar bod op deze houdstermaatschappijen. Onderdeel daarvan waren de gesprekken die werden gevoerd met het ministerie van Financiën over een fiscale vaststellingsovereenkomst of *ruling* die benodigd was alvorens een overnamebod zou kunnen worden uitgebracht op deze houdstermaatschappijen. Pas nadat met het ministerie van Financiën overeenstemming was bereikt, werd aangevangen met de overnameonderhandelingen met de houdstermaatschappijen. Het Gerechtshof Amsterdam heeft geoor-

51 Zie hiervoor HvJ EU 23 december 2009, zaak C-45/08, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group*). Zie ook de noot van D.R. Doorenbos, *Ondernemingsrecht* 2010/66.

52 HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/294, m.nt. G.T.J. Hoff (*VPV*).

deeld dat verdachte zich schuldig had gemaakt aan strafbare handel met voorwetenschap.⁵³ Daarvoor heeft het Hof een geldboete opgelegd van EUR 67.500. Tegen dit arrest is cassatieberoep ingesteld.

Om de betekenis van het arrest voor de uitleg van het bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap in perspectief te kunnen plaatsen, wordt iets uitvoeriger op deze zaak ingegaan. Van deze zaak is vooreerst het signaleren waard dat bij alle rechterlijke instanties een levendig debat is gevoerd over het tijdstip waarop bij verdachte voorwetenschap zou zijn ontstaan. Maar liefst vijf verschillende opvattingen kunnen daarover worden opgetekend.

De meest verstrekkende opvatting is die van het OM, die daarin door de rechtbank Amsterdam in haar vonnis van 11 februari 2005 werd bijgevalen.⁵⁴ Volgens de rechtbank moest worden uitgegaan van de aanwezigheid van voorwetenschap vanaf 9 september 1999. Daartoe overwoog de rechtbank onder meer: “*De onderhandelingen die tot een vaststellingsovereenkomst met de fiscus en uiteindelijk tot een openbaar bod moesten leiden bevonden zich op 9 september 1999 al in een zodanig vergevorderd stadium dat de contouren van de overname zichtbaar waren.*” Hiertegenover staat het oordeel van het College van Beroep voor het bedrijfsleven (CBB), dat blijkens zijn uitspraak van 12 september 2006 van oordeel was dat op 9 september 1999 nog geen sprake was van voorwetenschap.⁵⁵ Het CBB vond in de gedurende de onderhandelingen gewijzigde modaliteiten van het overnameplan, en daarmee samenhangend, met betrekking tot de onderbouwing van het als *lumpsum* aan het ministerie van Financiën af te dragen bedrag, bevestiging voor de opvatting dat op 9 september 1999 nog geen sprake was van een koersgevoelige bijzonderheid. In hoger beroep ging het Hof Amsterdam van een ander omslagpunt uit: op en vanaf 17 september 1999 zou sprake zijn geweest van voorwetenschap, omdat de onderhandelingen met het ministerie van Financiën “*zich in een zodanig concreet en vergevorderd stadium [bevonden], dat de contouren van een overname van de houdstervennootschappen zichtbaar waren.*”⁵⁶ Ten slotte moet hier nog de opvatting van de AFM genoemd worden. Volgens de AFM moest de aanwezigheid van voorwetenschap pas op en vanaf 15 november 1999 gesitueerd worden. Het kan verkeren, plegen we dan spreekwoordelijk te zeggen.

In cassatie worden de oordelen van het Hof Amsterdam over de informatievoorsprong waarover verdachte zou hebben beschikt en de koersgevoeligheid daarvan tevergeefs bestreden. Uiteraard stelt de Hoge Raad voorop dat de beantwoording van de vraag of sprake is van ‘concrete informatie’ als bedoeld in artikel 1 lid 1 Richtlijn 2003/6/EG en artikel 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG, in hoge mate afhankelijk is van een aan de feitenrechter voorbehouden weging en waardering van de omstandigheden van het geval. Het gevolg daarvan is dat het oordeel van de feitenrechter daaromtrent slechts in beperkte mate in cassatie kan worden getoetst. Hoewel het Hof, zoals hiervoor aangehaald, in onvoldoende

53 Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F.G.H. Kristen (*VPV*).

54 *JOR* 2005/74, m.nt. F.G.H. Kristen (*VPV*).

55 *JOR* 2007/14, m.nt. D.R. Doorenbos en M.J.C. Somsen (*VPV/AFM*).

56 Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F.G.H. Kristen (*VPV*).

mate een onderscheid had aangebracht tussen de onderhandelingen, enerzijds met het ministerie van Financiën over de fiscale *ruling* en anderzijds met de houdstermaatschappijen over het overnamebod, door te oordelen dat de contouren van een overname op 17 september 1999 alreeds zichtbaar waren, geeft de Hoge Raad aan 's-Hofs oordeel een welwillende uitleg. De Hoge Raad verwoordt de kern van dat oordeel als volgt. In de eerste plaats was voor een eventuele overname van de houdstermaatschappijen waarvoor in de markt belangstelling bestond en waarop de inspanningen van VPV ook waren gericht, het verkrijgen van financiële zekerheid vooraf over de fiscale gevolgen van essentieel belang. In de tweede plaats waren de besprekingen op 17 september 1999 tussen VPV en het ministerie van Financiën omtrent een voor een eventuele overname essentiële fiscale vaststellingsovereenkomst zo ver gevorderd, dat de contouren van overeenstemming met het ministerie van Financiën zichtbaar waren ten aanzien van de bandbreedte van de aan Financiën af te dragen *lumpsum* en het gedifferentieerde bod aan de aandeelhouders. Op deze wijze legt de Hoge Raad een harmonieus verband tussen beide van elkaar te onderscheiden onderhandelingsstrajecten (te onderscheiden zowel voor wat betreft het onderwerp, de onderhandelingspartners als de onderhandelingsperiode). Volgens de Hoge Raad geeft dat geparafraseerde oordeel van het Hof geen blijk van een onjuiste opvatting en is het toereikend gemotiveerd. Dat op 17 september 1999 nog in het geheel niet duidelijk was of en in hoeverre de inhoud van het nog uit te brengen overnamebod aanvaardbaar zou zijn voor het bestuur van de houdstermaatschappijen en de effectenhouders daarvan, doet er voor wat betreft de kwalificatie van deze informatie als 'voorwetenschap' klaarblijkelijk niet toe. Uiteraard komt daaraan geen beslissende betekenis toe, omdat reeds in een eerder onderhandelingsstadium sprake kan zijn voorwetenschap.⁵⁷ Waar het mijns inziens uiteindelijk op aankomt is of de overname van de houdstermaatschappijen op 17 september 1999 alreeds redelijkerwijs te verwachten was (als bedoeld in artikel 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG). De Hoge Raad keurt het kennelijk goed dat het Hof die conclusie heeft getrokken op basis van het "zichtbaar" zijn van "contouren van overeenstemming met Financiën", hoewel de Hoge Raad in zijn arrest dit enige juiste criterium om te beoordelen of informatie concreet genoeg is niet noemt.

Ook op een ander punt schiet de Hoge Raad het niet helemaal tekstvast Amsterdamse Gerechtshof te hulp met een welwillende uitleg. Het Hof had ter onderbouwing van zijn oordeel over de koersgevoeligheid van de bewuste informatie geoordeeld: "*Een belegger zal de informatie immers relevant hebben gevonden bij het nemen van beslissingen. Hiermee is de koersgevoeligheid gegeven.*" Met deze maatstaf zal door het Hof ongetwijfeld bedoeld zijn op het fenomeen van 'de redelijk handelende belegger', zoals die relevantiestandaard verder is uitgewerkt in artikel 1 lid 2 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG. Opgemerkt moet wor-

⁵⁷ Zie hiervoor HvJ EU 28 juni 2012, zaak C-19/11, *JOR* 2012/259, m.nt. G.T.J. Hoff (*Gell/Daimler*). Het Hof van Justitie oordeelt dat ook de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces (zoals overnameonderhandelingen) voorwetenschap kunnen opleveren. Het Hof van Justitie geeft tevens aan dat informatie voldoende 'concreet' is, indien de kans dat de toekomstige situatie of gebeurtenis zal plaatsvinden, op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens, voldoende reëel is. Daartoe is niet vereist dat deze situatie of gebeurtenis zich met grote waarschijnlijkheid zal realiseren.

den dat die standaard daar niet zo omschreven wordt. Het gaat aldaar om een “redelijk handelende belegger” die “waarschijnlijk gebruik zal maken” van informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Dat een belegger iets relevant (of interessant) vindt, zoals overwogen door het Hof, is voor een koersgevoeligheidsoordeel een te lichte maatstaf. Volgens de Hoge Raad heeft het Hof wel degelijk dit criterium voor ogen gehad en daarom zou het cassatiemiddel op een onjuiste lezing van het arrest berusten.

Het arrest van de Hoge Raad in de *VPV*-zaak is vooral vermeldenswaard in dit hoofdstuk vanwege de beoordeling van het vijfde cassatiemiddel. Met dit middel werd door de verdediging opgekomen tegen het oordeel van het Hof dat artikel 46 Wte 1995 (oud) geen causaal verband vereist tussen het verrichten of bewerkstelligen van de transactie en de voorwetenschap. Om die reden had het Hof de verweren van de verdediging verworpen die uitgaan van een te bewijzen causaal verband. Het Gerechtshof vervolgde dan met het leerstellige oordeel dat, afgezien van een mogelijk beroep op een schulduitsluitingsgrond, reeds het enkele verrichten of bewerkstelligen van een transactie door degenen die over voorkennis beschikken – en niet vallen binnen een van de in de Wft of de AMvB (te weten het Besluit marktmisbruik Wft) limitatief opgesomde uitzonderingsgevallen – strafbaar zijn (zie hierover paragraaf 6.2.3). Voor het bewijs van het bestanddeel ‘gebruik maken van’ is derhalve voldoende dat de verdachte een transactie heeft verricht of bewerkstelligd terwijl hij op dat moment over voorwetenschap beschikte. Hier passen meteen twee opmerkingen bij. Ten eerste dat het Amsterdamse Hof ‘om’ gaat ten opzichte van zijn eerdere oordeel in de *Landis*-zaak (zie hiervoor ook paragraaf 6.2.3). Ten tweede dat het arrest van het Amsterdamse Hof ongeveer anderhalf jaar is geweest *voorafgaand* aan de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de *Spector*-zaak en het Hof daarmee dus nog geen rekening kon houden.

In het cassatiemiddel wordt aan de orde gesteld dat het Gerechtshof blijk geeft van een te beperkte rechtsopvatting, omdat de verdediging onvoldoende ruimte wordt gelaten voor het leveren van tegenbewijs tegen het veronderstelde gebruik van voorwetenschap door de insider, ook buiten het kader van de schulduitsluitingsgronden en de in de Wft en het Besluit marktmisbruik Wft opgesomde uitzonderingen op het verbod van misbruik van voorwetenschap. Steun voor die opvatting kan worden gevonden in de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de *Spector*-zaak, aldus het cassatiemiddel. Opmerkelijk – en voor mij zelfs onbegrijpelijk – is dat de Hoge Raad het cassatiemiddel verwierpt (en daarbij geef ik uitdrukkelijk geen oordeel over de merites van het verweer van de verdediging). Mijn afwijzing geldt niet alleen voor de verwerping van het middel *an sich* waardoor de Hoge Raad het leveren van tegenbewijs tegen het veronderstelde gebruik van voorwetenschap categorisch lijkt uit te sluiten, maar uitdrukkelijk ook voor de daarvoor gegeven uiterst magere motivering. De Hoge Raad oordeelt slechts dat noch in de totstandkomingsgeschiedenis van Richtlijn 2003/6/EG en de wetsgeschiedenis van het daarop geënte artikel 5:56 Wft, noch in de *Spector*-uitspraak steun gevonden kan worden voor de opvatting dat een causaliteitsvereiste geldt tussen de transactie en de voorwetenschap. Volgens de Hoge Raad is dat (wederom) “niet voor redelijke twijfel vatbaar”.

Met het beroep dat de Hoge Raad doet op de wetsgeschiedenis van artikel 5:56 Wft heb ik in een aantal opzichten moeite. In de eerste plaats blijkt uit die wetsgeschiedenis een nogal zwalkende koers van de wetgever (zie ook paragraaf 6.2.3). Zo wordt enerzijds gesteld dat een insider gebruik maakt van voorwetenschap “*indien instrumenteel verband bestaat tussen zijn kennis en de transactie die hij verricht*”.⁵⁸ Anderzijds wordt in de wetsgeschiedenis gesteld dat door een insider gebruik gemaakt wordt van voorwetenschap “*indien deze zich bewust is of behoort te zijn van deze voorwetenschap*”.⁵⁹ Met dit bewijs van bewustheid kan het bestanddeel ‘gebruik maken van’ dus alreeds bewezen worden verklaard. In de tweede plaats gaat de Hoge Raad eraan voorbij dat het Gerechtshof Amsterdam een zelfs van deze wetsgeschiedenis afwijkende invulling heeft gegeven aan de delictsumschrijving. Immers, voor het Amsterdamse Hof was reeds een gelijktijdigheidsverband tussen de transactie en de voorwetenschap voldoende voor een veroordeling (vgl. de delictsumschrijving in de hiervoor in paragraaf 6.2.2 genoemde tweede periode), terwijl uit de wetsgeschiedenis blijkt dat gebruik maken van voorwetenschap bewezen moet worden en dat dit zou kunnen door bewijs van bewustheid van de voorwetenschap. Enige verwijzing naar het bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap wordt in het arrest van het Gerechtshof node gemist. In de derde plaats ten slotte volgt uit de wetsgeschiedenis dat de eis van causaal verband niet wordt gesteld, zodat niet bewezen behoeft te worden dat de transactie voortkomt uit de betreffende voorwetenschap.⁶⁰ Het is inderdaad een hachelijke zaak te bewijzen dat een insider, op grond van de voorwetenschap waarover hij beschikt, gebracht is tot de transactie die hij zonder die voorwetenschap niet, althans niet op dezelfde wijze en met deze modaliteiten, zou hebben verricht. Dat is de reden geweest waarom in nationaal verband bepleit is (vgl. het oordeel van de A.G. Wortel in zijn conclusie onder *JOR* 2005/185, onder 122 (zie paragraaf 6.2.3)) en ook zelfs al geoordeeld is (vgl. het arrest van het Amsterdamse Gerechtshof in de *Landis*-zaak (zie paragraaf 6.2.3)) dat sprake is van een weerlegbaar bewijsvermoeden van het gebruik van voorwetenschap indien aan de bestanddelen van de delictsumschrijving wordt voldaan.

Het voeren van een debat over het al dan niet gesteld zijn van een causaliteitsvereiste in de delictsumschrijving en de precieze betekenis daarvan neemt natuurlijk niet weg dat het ‘gebruik maken van’ voorwetenschap volgens de letter van de delictsumschrijving en de wetsgeschiedenis nog wel steeds bewezen moet worden. Ook moet geconstateerd worden dat het oordeel van het Hof over de toereikendheid van een gelijktijdigheidsverband tussen de transactie en de voorwetenschap daar haaks op staat. Als gezegd, kan het bewijs van het gebruik maken van voorwetenschap volgens de *Spector*-uitspraak van het Hof van Justitie in dit soort gevallen *in abstracto* verondersteld worden indien een primaire insider een transactie met voorwetenschap heeft verricht. In verband met de onschuldpresumptie van artikel 6 lid 2 EVRM is de keerzijde daarvan dat de verdediging het verweer mag voeren dat *in concreto* van die voorwetenschap geen (ongeoorloofd) gebruik is gemaakt, zoals de verdediging dat in de *VPV*-zaak bij het Am-

58 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 9.

59 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 7, p. 20.

60 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 7, p. 20.

sterdamse Gerechtshof ook uitvoerig heeft gedaan. De ruimte om dat debat te voeren, heeft het Hof ten onrechte niet willen bieden aan de verdediging. Voor alle duidelijkheid: het Hof heeft het verweer van de verdediging *niet* verworpen, het Hof heeft niet eens willen treden in een beoordeling van dat verweer. Daarbij komt dan nog dat het Hof van oordeel was dat uitsluitend in de in de Wft en het Besluit marktmissbruik Wft limitatief opgesomde gevallen strafbaarheid achterwege zal blijven. Het lijkt mij een schromelijke overdrijving van het voorstellingsvermogen van de wetgever om alle denkbare gevallen op te sommen waarin geen (ongeoorloofd) gebruik van voorwetenschap gemaakt kan worden. Dat lijkt mij ook in strijd met de generieke benadering die door het Europese Hof van Justitie in de *Spector*-zaak wordt voorgestaan: alleen gebruikmaking van voorwetenschap die in strijd is met de doelstellingen van Richtlijn 2003/6/EG, vormt verboden handel met voorwetenschap. Het verweer dat geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap kan de verdediging dus in alle gevallen voeren. Dat de Hoge Raad 's-Hofs oordeel goedkeurt met de enkele motivering dat geen causaliteitsvereiste zou gelden, is – naar ik stellig meen – geen adequate reactie op de volledige inhoud van het cassatiemiddel. Dat is 'half werk' van de Hoge Raad en het is ook een miskennis van de betekenis die – ook door de Hoge Raad – aan de uitspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie in de *Spector*-zaak moet worden toegekend.⁶¹

6.5.3 De *Qurius*-zaak

In de lagere rechtspraak is inmiddels ook een beroep gedaan op de *Spector*-uitspraak. De *Qurius*-zaak laat zien dat het voeren van een verweer dat geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap niet eenvoudig is. Aan verdachte was ten laste gelegd dat hij op 18 december 2006 door middel van diverse transacties in totaal 296.796 aandelen Qurius N.V. – een aan NYSE Euronext Amsterdam-genoteerd fonds – had gekocht, terwijl verdachte ervan op de hoogte was dat Parcom Ventures B.V. (een *private equity* onderdeel van ING Groep) interesse had om de aandelenbelangen van Prime Technology Ventures B.V. en ABN Amro Capital B.V. in Qurius over te nemen en dat diverse bijeenkomsten zouden worden georganiseerd die waren bedoeld ervoor te zorgen dat het management van Qurius en Parcom Ventures elkaar beter zouden leren kennen. Verdachte was ten tijde van de transacties een van de bestuurders van Qurius.

De rechtbank⁶² was van oordeel dat deze informatie waarover verdachte als primaire insider beschikte als 'voorwetenschap' (in de zin van artikel 46 lid 4 Wte 1995 (oud)) kon worden aangemerkt. Daarbij werd van belang geoordeeld dat Parcom Ventures een 100% dochter van ING was en werd gezien als een belangrijke speler op de financiële markten. Verder heeft Parcom Ventures vóór 18 december 2006 laten blijken concrete interesse te hebben in het aandelenpakket van Prime Technology Ventures en ABN Amro Capital. Parcom Ventures zou hier-

61 In kritische zin over deze uitspraak ook Kristen (2017). De betekenis van het *VPV*-arrest voor het uitleggen van het 'gebruik maken van' is komen te vervallen als gevolg van de rechtstreekse werking en de voorrang van de verordening.

62 Rb. Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232, m.nt. J. Italianer.

door in totaal ongeveer 20% van de aandelen Qurius verwerven en een belangrijke aandeelhouder van Qurius worden. De rechtbank oordeelde vervolgens:

“Bij de openbaarmaking van alle gegevens over de interesse van Parcom in de aandelen Qurius en de ontmoetingen tussen het management van Parcom en Qurius kon een rationeel handelend belegger tot de slotsom komen dat Parcom vertrouwen had in en serieuze belangstelling had voor het aandeel Qurius en dat door dat vertrouwen de koers van het aandeel positief zou worden beïnvloed. Daardoor kon hij zijn beleggingsbeslissing mede laten beïnvloeden. De koersgevoeligheid van de informatie staat daarmee, naar het oordeel van de rechtbank, vast.”

Hoewel de verdachte beschikte over voorwetenschap (bestaande uit voorkennis over een betekenisvolle wisseling van het aandeelhouderschap), spreekt de rechtbank hem niettemin vrij. Op grond van een viertal omstandigheden was volgens de rechtbank aannemelijk geworden dat de verdachte met de aankoop van aandelen Qurius “niet de intentie heeft gehad gebruik te maken van zijn voorwetenschap”. De rechtbank maakt daarbij gebruik van het toetsingskader, zoals dat door het Hof van Justitie is uiteengezet in zijn *Spector*-uitspraak van 23 december 2009 (zie paragraaf 6.3). Samengevat weergegeven, zijn deze vier omstandigheden de volgende:

- (i) het betrachten van interne openheid voorafgaand aan de transactie (in casu de melding in een e-mail van de voorgenomen aankoop aan de voorzitter van de raad van commissarissen, een medebestuurder en de *compliance officer* van Qurius);
- (ii) het hebben van een aanvaardbaar motief om te handelen (in casu de door een fusie in de aandelenportefeuille ontstane ruimte om aan te kopen zonder de aanmerkelijk-belanggrens te overschrijden, waarbij de verdachte de aankoop van aandelen in het eigen bedrijf door een bestuurder na een fusie een sterk signaal vond);
- (iii) het betrachten van externe openheid (in casu de onverwijld melding aan de AFM);
- (iv) het laten uitvoeren van de transacties op eigen naam.

Het slotoordeel van de rechtbank luidde dat de verdachte vanaf het begin openheid van zaken heeft gegeven over het voornemen en de reden tot aankoop van aandelen Qurius op 18 december 2006. Bij die stand van zaken is de rechtbank van oordeel dat aannemelijk is geworden dat de verdachte met de aankoop van aandelen Qurius op 18 december 2006 niet de intentie heeft gehad gebruik te maken van zijn voorwetenschap en dat hij daarvan moet worden vrijgesproken.

Italianer benadrukt in zijn annotatie bij het vonnis van de rechtbank dat de genoemde interne openheid een zware verantwoordelijkheid legt op degenen tegenover wie deze openheid wordt betracht om de toelaatbaarheid van voorgenomen transacties te beoordelen en deze eventueel te blokkeren. Die openheid zou kunnen zijn betracht ten opzichte van een *compliance officer*, medebestuurders of de (voorzitter van de) raad van commissarissen. Ik zou menen dat die verantwoordelijkheid eigenlijk alleen zou moeten worden aangenomen als ingevolge het insiderreglement voorafgaande toestemming voor een bepaalde transactie moet worden gevraagd. In andere gevallen zal slechts sprake zijn van een mel-

ding, vooraf of achteraf. Degene aan wie die melding gedaan wordt, zal lang niet altijd beschikken over alle informatie om de toelaatbaarheid van de voorgenomen transactie te beoordelen. Het zonder meer aannemen van een voor een *compliance officer* geldende onderzoeksplicht naar aanleiding van een gedane melding lijkt mij (te) ver gaan.

Italianer werpt verder nog de vraag op of de potentieel koersgevoelige omstandigheid, inhoudende de mogelijke deelname van Parcom Ventures in Qurius, niet “*geneutraliseerd*” werd door het feit dat twee andere belangrijke aandeelhouders (Prime Technology en ABN Amro Capital) kennelijk van hun 10% belang in Qurius af wilden. Volgens Italianer zou daar dan nog bijkomen dat het enkel onderhands in andere handen overgaan van een groot pakket aandelen doorgaans minder koersgevoelig is dan het door een serieuze partij in de markt opkopen van kleine pakketten aandelen teneinde een groot belang op te bouwen, mogelijk met het oog op een eventueel openbaar bod. Het komt mij voor dat elk informatiebestanddeel op zijn eigen merites beoordeeld moet worden en dat van compensatie van de koersinvloed van een boodschap die bestaat uit verschillende onderdelen niet mag worden uitgegaan. Indien en zodra informatie voldoet aan de bestanddelen van artikel 5:53 lid 1 Wft (oud) is sprake van ‘voorwetenschap’ en dan geldt voor insiders die daarvan op de hoogte zijn onder meer het transactieverbod (artikel 5:56 Wft (oud)) en het tipverbod (artikel 5:57 Wft (oud)).

In hoger beroep loopt de zaak wezenlijk anders af voor de verdachte.⁶³ Hij wordt veroordeeld tot een voorwaardelijke gevangenisstraf van drie maanden. Het Amsterdamse Hof is van oordeel dat op 18 december 2006 sprake is geweest van concrete informatie ten aanzien van het voornemen van Parcom Ventures tot het doen van een bod op ongeveer een 20% belang. Het Hof is verder van oordeel dat het aan te werven aandelenbelang dat Parcom Ventures als *private equity* onderneming van ING zou gaan nemen in Qurius, informatie is waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren (het zogeheten ‘koersgevoeligheidsvereiste’). Het Hof oordeelde in dit geval dat de verdachte er niet in was geslaagd het vermoeden dat hij heeft gehandeld met ‘gebruikmaking’ van voorwetenschap te weerleggen. Het Hof is concluderend van oordeel dat de verdachte gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap, waarbij afbreuk is gedaan aan de integriteit van de financiële markten en het vertrouwen van de beleggers. Redengevend voor dit oordeel is met name dat het Hof ‘allerminst aannemelijk’ acht dat de verdachte de aankoop slechts heeft verricht om een signaal af te geven dat ook het management blij was met de fusie. Daarbij wordt betekenis toegekend aan de voorafgaand aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders verzochte ontheffing van de *lock-up* regeling, die door verdachte als beklemmend werd ervaren, de tijdstippen van het verrichten van de transacties en de locatie van waaruit de transacties zijn verricht, direct na de vergadering en vanuit de ruimte waar werd vergaderd. Naar het oordeel van het Hof heeft de verdachte hiervoor

63 Hof Amsterdam 21 maart 2012, *JOR* 2012/183, m.nt. J. Italianer (*Qurius*). Het cassatieberoep tegen het arrest is verworpen (HR 8 juli 2014, *JOR* 2014/268, m.nt. J. Italianer). De cassatiemiddelen zagen overigens uitsluitend op de bewijslevering met betrekking tot twee onderdelen van het begrip ‘voorwetenschap’.

geen bevredigende verklaring kunnen geven. Bovendien acht het Hof redenevend dat aandelen door verdachte zijn verkocht in strijd met de *lock-up* regeling.

Interessant is ten slotte nog het volgende leerstellige oordeel van het Hof Amsterdam in de Qurius-zaak:

“Gebruik maken van’ voorwetenschap vereist – naar huidig recht – geen causaal verband tussen voorwetenschap en transactie. Wel is het de verdachte toegestaan een weerlegbaar vermoeden te formuleren op grond waarvan alsnog dit vermoeden kan worden ontzenuwd (Spector-arrest, par. 62).”

In deze (tekstueel enigszins kreupel ogende) passage wordt in de tweede zin beoogd een mijns inziens correcte aanvulling te geven op het arrest van de Hoge Raad in de *VPV*-zaak waarin de eis van een causaal verband tussen de voorwetenschap waarover de insider beschikte en de gewraakte transactie *tout court* werd afgewezen.⁶⁴

6.6 Het rechtsregime van de Verordening Marktmisbruik

6.6.1 Inleiding

Voor dit hoofdstuk over ‘gebruik maken van’ voorwetenschap is relevant te signaleren dat het transactieverbod op twee plaatsen in de Verordening Marktmisbruik is uitgewerkt. In de eerste plaats wordt in artikel 14 aanhef onderdeel a bepaald dat het verboden is om *“te handelen met voorwetenschap of trachten te handelen met voorwetenschap”*. In de tweede plaats wordt deze verbodsbepaling in artikel 8 lid 1 Verordening Marktmisbruik gecombineerd met een bepaling die uitlegt wat precies onder ‘handel met voorwetenschap’ moet worden verstaan:

“Voor de toepassing van deze verordening doet handel met voorwetenschap zich voor wanneer een persoon die over voorwetenschap beschikt die informatie gebruikt om, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden waarop die informatie betrekking heeft. Het gebruik van voorwetenschap door het annuleren of aanpassen van een order met betrekking tot een financieel instrument waarop de informatie betrekking heeft terwijl de order werd geplaatst voordat de persoon over de voorwetenschap beschikte, wordt eveneens als handel met voorwetenschap beschouwd. (...)”

Naar valt aan te nemen, zal de gecombineerde toepassing van deze bepalingen uit de Verordening Marktmisbruik niet tot een gewijzigd inzicht leiden over het vereiste dat een persoon – ofwel een primaire insider, ofwel een secundaire insider – gebruik moet hebben gemaakt van voorwetenschap bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft. De tekst van artikel 14 aanhef onderdeel a Verordening Marktmisbruik geeft daar in elk geval geen aanleiding toe. Steun voor de opvatting dat

⁶⁴ HR 5 juli 2011, *JOR* 2011/294, m.nt. G.T.J. Hoff (*VPV*).

de Verordening Marktmissbruik de onder het regime van Richtlijn 2003/6/EG ingezette lijn voortzet, is in elk geval uitdrukkelijk te ontleen aan de considerans van de Verordening waarin de *pointe* van het *Spector*-arrest wordt aangehaald (zie hiervoor paragraaf 6.3). In feite is daarmee de rechtspraak van het Hof van Justitie in de Verordening Marktmissbruik gecodificeerd.⁶⁵ Het kan geen kwaad om aan het einde van dit hoofdstuk die vuistregels van deze *landmark decision*, die te vinden zijn in overweging 23 en 24 van de considerans van de Verordening Marktmissbruik, nog eens goed in te prenten:

“Het essentiële kenmerk van handel met voorwetenschap is dat een oneerlijk voordeel wordt behaald uit voorwetenschap ten nadele van derde partijen die niet van deze informatie op de hoogte zijn en dat, in het verlengde hiervan, sprake is van ondermijning van de integriteit van financiële markten en het beleggersvertrouwen. Bijgevolg is het verbod op handel met voorwetenschap van toepassing wanneer een persoon die over voorwetenschap beschikt ongerechtvaardigd voordeel haalt uit het voordeel dat deze informatie hem verschaft door in overeenstemming met deze informatie transacties aan te gaan door voor eigen rekening of voor rekening van een derde, direct of indirect, financiële instrumenten waar die wetenschap betrekking op heeft te kopen of te verkopen, of te proberen deze instrumenten te kopen of te verkopen, of een koop- of verkoopopdracht met betrekking tot deze instrumenten te annuleren of te wijzigen, of te proberen te annuleren of te wijzigen. (...).”

en

“Wanneer een rechtspersoon of een natuurlijke persoon die over voorwetenschap beschikt, handelend voor eigen rekening of voor rekening van een derde, direct of indirect, financiële instrumenten waar die voorwetenschap betrekking op heeft koopt of verkoopt, of probeert deze te kopen of te verkopen, moet dit inhouden dat die persoon die wetenschap heeft gebruikt. Dit vermoeden geldt onverminderd de rechten van de verdediging. De vraag of een persoon het verbod op handel met voorwetenschap heeft overtreden, of een poging daartoe heeft ondernomen, moet worden beantwoord op basis van de doelstelling van deze verordening, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het beleggersvertrouwen te vergroten, dat op zijn beurt berust op de zekerheid dat beleggers op voet van gelijkheid zullen verkeren en beschermd worden tegen misbruik van voorwetenschap.”

Uit deze laatste passage blijkt ten slotte ook dat voor de toepassing van het weerlegbare bewijsvermoeden dat de insider bij het verrichten van een transactie in financiële instrumenten gebruik heeft gemaakt, van voorwetenschap geen onderscheid zou moeten worden gemaakt tussen primaire en secundaire insiders (zie paragraaf 6.3 hiervoor).⁶⁶ Dat lijkt mij juist. Het weerlegbare bewijsvermoeden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap geldt gelijkelijk voor beide groepen normadressaten. Omdat de Uniewetgever in de considerans van de Verordening Marktmissbruik ondubbelzinnig steun heeft betuigd aan de *pointe* van het *Spector*-arrest kan gevoeglijk worden aangenomen dat de in paragraaf 6.4 uiteenge-

⁶⁵ De EU-wetgever heeft dat ook gedaan met de uitspraak van het Hof van Justitie in de *Gelt/Daimler*-zaak (HvJ EU 28 juni 2012, zaak C-19/11, *JOR* 2012/259, m.nt. Hoff). Zie hiervoor uitdrukkelijk artikel 7 lid 2 en 3 Verordening Marktmissbruik en overweging 16 en 17 van de considerans van de Verordening.

⁶⁶ De primaire insiders zijn opgenomen in artikel 8 lid 4 aanhef en onderdelen a t/m d van de Verordening Marktmissbruik. Secundaire insiders zijn omschreven in de slotalinea van artikel 8 lid 4.

zette implicaties van dat arrest ook voor de Verordening Marktmissbruik zullen gelden.

6.6.2 *Van het transactieverbod uitgezonderde transacties*

Deelnemers aan de financiële markten kunnen in voorkomend geval hun toevlucht zoeken tot de mogelijkheid om het vermoeden van gebruik van voorwetenschap te weerleggen, maar dat zal toch vaak een hachelijke zaak blijken te zijn. Bij een dergelijke omkering van de bewijslast staat de betrokken insider in een strafzaak of een boeteprocedure – met een wedstrijdstand gesproken – met 2-0 achter. Naar valt aan te nemen, heeft het nodige lobbywerk ertoe geleid dat in de Verordening Marktmissbruik een aantal uitzonderingen – ofwel *safe harbours* – met zoveel woorden is opgenomen. Indien een beroep gedaan kan worden op een van de in de Verordening Marktmissbruik opgenomen uitzonderingen, en wel in die zin dat volledig en bewijsbaar aan de gestelde uitzonderingsvoorwaarden wordt voldaan, is het transactieverbod van artikel 14 aanhef en onderdeel a jo. artikel 8 lid 1 niet van toepassing.⁶⁷ Het gaat om de volgende categorieën van uitzonderingen.

In de *eerste* plaats is in artikel 5 lid 1 t/m 3 Verordening Marktmissbruik opgenomen dat met inachtneming van bepaalde voorwaarden de handel in eigen aandelen door de uitgevende instelling in het kader van terugkoopprogramma's is uitgezonderd van het transactieverbod van artikel 14 (en van het verbod van marktmanipulatie van artikel 15). In de *tweede* plaats is in artikel 5 lid 4 en 5 Verordening Marktmissbruik opgenomen dat onder bepaalde voorwaarden de handel in effecten of gerelateerde instrumenten voor de stabilisatie van effecten van dezelfde verbodsbepalingen is uitgezonderd. Aan ESMA is opgedragen om technische reguleringsnormen op te stellen ter nadere bepaling van de voorwaarden waaraan dergelijke terugkoopprogramma's en stabilisatiemaatregelen moeten voldoen, waaronder handelsvoorwaarden, beperkingen betreffende tijd en volume, openbaarmakings- en rapporteringsverplichtingen en koersvoorwaarden (artikel 5 lid 6 Verordening Marktmissbruik). Zie hiervoor de gedetailleerde uitwerking in de Gedelegeerde Verordening 2016/1052. In de *derde* plaats is op generieke wijze een uitzondering gemaakt inzake beheersactiviteiten met betrekking tot het monetair beleid en de overheidsschuld en voor activiteiten in het kader van klimaatbeleid (artikel 6 Verordening Marktmissbruik). Deze activiteiten vallen geheel buiten het bereik van de Verordening Marktmissbruik.

In de *vierde* plaats en ten slotte kent het transactieverbod enkele uitzonderingsgevallen die zijn opgenomen in artikel 9 Verordening Marktmissbruik onder het kopje 'legitieme gedragingen'. In al deze gevallen betekent het enkele feit dat een (rechts)persoon in een bepaalde situatie beschikt of heeft beschikt over voorwetenschap op zichzelf niet dat deze (rechts)persoon die voorwetenschap heeft gebruikt en aldus met voorwetenschap heeft gehandeld bij een verwerving of vervreemding van financiële instrumenten. Als legitieme gedragingen worden aangemerkt:

⁶⁷ Zie hiervoor ook Besluit uitvoering verordening marktmissbruik (*Stb.* 2017, 300), p. 35-36.

Transacties met inachtneming van Chinese walls

Uitgezonderd van het transactieverbod zijn transacties waarbij adequate en doeltreffende interne regelingen en procedures zijn vastgesteld, toegepast en onderhouden die waarborgen dat degene die het besluit heeft genomen (of degene die daarop mogelijkwijs enige invloed had) om financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft te verwerven of te vervreemden, niet over de voorwetenschap beschikte en de betrokkene die een dergelijk besluit heeft genomen daartoe niet is aangemoedigd of anderszins is beïnvloed door degene die over voorwetenschap beschikte (artikel 9 lid 1 Verordening). Het gaat hier dus om een situatie waarbij sommige personen binnen een rechtspersoon weliswaar beschikken over voorwetenschap (en daarmee ook de rechtspersoon), maar niet degene die het besluit over het verwerven of vervreemden van de financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft, neemt.⁶⁸ In een dergelijk geval is het besluit om een financieel instrument te verwerven of te vervreemden niet ingegeven of beïnvloed door de binnen de rechtspersoon wel aanwezige voorwetenschap, zodat door de betrokkene ook geen gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap. Het is dan ook een legitieme vraag waarom deze uitzondering is opgenomen als geen gebruik van voorwetenschap wordt gemaakt.

De interne regelingen en procedures binnen de rechtspersoon dienen een deugdelijke *ringfencing* te waarborgen, zodat voorkomen wordt dat degene die het besluit neemt besmet is of wordt met de binnen de rechtspersoon bij anderen aanwezige voorwetenschap. Omdat elk verband tussen de transactie en de voorwetenschap in kwestie ontbreekt, wordt in een dergelijk geval geen gebruik gemaakt van voorwetenschap. Naar mag worden aangenomen, gaat het niet alleen om het *an sich* bestaan van interne regelingen en procedures, maar zal in voorkomend geval aannemelijk gemaakt moeten worden dat deze regelingen en procedures ook daadwerkelijk het doorleken van voorwetenschap hebben voorkomen. Ook als niet aangetoond zou kunnen worden dat de met behulp van interne regelingen en procedures gebouwde *Chinese walls* waterdicht zijn en niet van bordkarton – en dus geen beroep gedaan kan worden op deze uitzondering – zou de rechtspersoon nog steeds conform de hoofdregel kunnen weerleggen dat in een concreet geval gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

Transacties door tussenpersonen

Uitgezonderd van het transactieverbod zijn verder transacties van een *market maker* of een persoon die gemachtigd is om als tegenpartij op te treden voor het financieel instrument waarop die informatie betrekking heeft en de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten op rechtmatige wijze plaatsvindt in het kader van de normale uitoefening van hun hoedanigheid als *market maker* of tegenpartij voor het financieel instrument in kwestie (artikel 9 lid 2 sub a Verordening). Het gaat hier om tussenpersonen die beroepsmatig in de handel werkzaam zijn. In het verlengde hiervan bestaat ook een uitzondering voor degene die gemachtigd is namens derden orders uit te voeren en de verwerving of vervreem-

68 Een bekend voorbeeld is de situatie waarin de kredietafdeling van een bank beschikt over voorwetenschap omtrent cliënten (beursgenoteerde ondernemingen). Indien medewerkers van de effectenafdeling van die bank in effecten van een dergelijke cliënt handelen, dan zou de bank met voorwetenschap handelen, ook al zouden deze medewerkers niet over deze voorwetenschap hebben beschikt.

ding van financiële instrumenten waarop de order betrekking heeft, indien dit op legitieme wijze geschiedt om een dergelijke order uit te voeren in het kader van werk, beroep of functie van die persoon (artikel 9 lid 2 sub b Verordening).⁶⁹

Transacties ter voldoening aan een contractuele of wettelijke verplichting

Deze uitzondering betreft: (i) een transactie die wordt gesloten voor het verwerven of vervreemden van financiële instrumenten wanneer die transactie te goeder trouw plaatsvindt in het kader van de uitoefening van een opeisbaar geworden verplichting en niet om het transactieverbod te omzeilen en (ii) die verplichting voortvloeit uit een order die geplaatst is of een overeenkomst die gesloten is voordat de persoon in kwestie over die voorwetenschap beschikte of de transactie is uitgevoerd om te voldoen aan een wettelijke of reguleringsverplichting die is ontstaan voordat de persoon in kwestie over die voorwetenschap beschikte (artikel 9 lid 3 Verordening). Een voorbeeld daarvan is de situatie dat een calloptie wordt geschreven en de schrijver van de optie daarna over voorwetenschap komt te beschikken. Indien de houder van de calloptie de optie uitoefent, dan is de schrijver contractueel verplicht de onderliggende effecten te verkopen en te leveren. Door deze uitzondering wordt die transactie niet belemmerd als gevolg van het transactieverbod.

Transacties in het kader van een openbaar bod

Deze uitzondering betreft het geval dat een persoon de voorwetenschap heeft verkregen in het kader van een openbaar bod op of een fusie met een andere onderneming en die persoon die wetenschap uitsluitend gebruikt voor het voortzetten van die fusie of dat openbaar bod, op voorwaarde evenwel dat alle voorwetenschap op het moment van goedkeuring van de fusie of van aanvaarding van het bod door de aandeelhouders van de onderneming in kwestie openbaar is gemaakt of anderszins opgehouden is voorwetenschap te zijn (artikel 9 lid 4 Verordening). Deze uitzondering is niet van toepassing op *stakebuilding*. Daaronder wordt gewoonlijk verstaan het opbouwen van een aandelenbelang in de doelvennootschap in het kader van een nog uit te brengen openbaar bod. *Stakebuilding* vindt plaats om een reeks van redenen, waaronder het financiële motief dat de aandelen in een doelvennootschap voorafgaand aan de eerste openbare mededeling over een openbaar bod – of in het geval van het uitlekken van informatie of bij geruchtvorming daarover – tegen een gunstige prijs kunnen worden verworven. Naar ik aanneem, is de achtergrond voor het opnemen van deze generieke *carve-out* voor *stakebuilding* gelegen in het ervaringsgegeven dat een aspirant-bieder gedurende het overnameproces in een relatief vroeg stadium niet zelden over voorwetenschap zal komen te beschikken. Dat zou kunnen gebeuren nadat contacten zijn onderhouden met het bestuur van de doelvennootschap en/of medeaandeelhouders dan wel nadat aangevangen is met het uitvoeren van een *due diligence*-onderzoek. In dit geval zullen de marktintegriteit en de bescherming van beleggers er meer bij gebaat zijn dat deze uitzondering niet zonder meer en onder alle omstandigheden geldt voor *stakebuilding*. Het wordt dan aan de betrokken aspirant-bieder overgelaten aan te tonen dat hij bij de opbouw van

⁶⁹ Zie voor deze uitzonderingen ook overweging 29 en 30 van de considerans van de Verordening Marktmissbruik.

zijn aandelenbelang in de doelvennootschap geen gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap.⁷⁰

Transacties op grond van eigen voorwetenschap

Onder eigen voorwetenschap wordt gemeenlijk verstaan de eigen beslissing van de handelende persoon om over te gaan tot verwerving of vervreemding van financiële instrumenten. Die niet-openbare informatie kan uiteraard koersgevoelig zijn indien aannemelijk is dat de uitvoering van de transactie koersinvloed zal hebben. In dat geval zou de beslissing die daaraan vooraf gaat als voorwetenschap kunnen worden aangemerkt. Uitzonderd van het transactieverbod is echter het enkele feit dat een persoon bij het verwerven of vervreemden van financiële instrumenten gebruik maakt van zijn eigen kennis van het feit dat hij besloten heeft de financiële instrumenten in kwestie te verwerven of te vervreemden (artikel 9 lid 5 Verordening). Dat gebruik houdt op zichzelf niet in dat gebruik gemaakt wordt van voorwetenschap.⁷¹

Ondanks de met zoveel woorden in artikel 9 Verordening Marktmissbruik opgenomen en uitgeschreven uitzonderingen op het transactieverbod kan aan een insider in voorkomend geval niettemin een beroep daarop ontzegd worden. Zo bepaalt artikel 9 lid 6 Verordening Marktmissbruik dat een inbreuk op het transactieverbod kan “worden geacht zich te hebben voorgedaan indien de bevoegde autoriteit vaststelt dat voor de orders, transacties of gedragingen in kwestie een onrechtmatige reden schuilgaat”. Gelet op het woordgebruik mag worden aangenomen dat de insider tegen dit vermoeden tegenbewijs mag leveren en alsnog zou mogen aantonen dat – ondanks de vaststelling door de AFM – in het bewuste geval geen gebruik is gemaakt van voorwetenschap (en er dus een rechtmatige reden bestond voor een beroep op een van de uitzonderingsgevallen).

6.7 Slot

Het laatste woord zal vast en zeker nog niet gezegd zijn over de reikwijdte van het belangrijke bestanddeel ‘gebruik maken van’ voorwetenschap en de specifiek benoemde uitzonderingen op het transactieverbod. De ontwikkeling die de (delicts) omschrijving van het nog immer tot de verbeelding sprekende fenomeen van handel met voorwetenschap heeft doorgemaakt, laat zien dat de Uniewetgever bepaald oog heeft gehad voor de ‘delictseigen’ inhoud daarvan. Het *Spector*-arrest heeft aan de handhaving van het verbod van handel met voorwetenschap een welkome bijdrage geleverd door het formuleren van een causaliteitsvermoeden. Weerlegging daarvan dient te gebeuren aan de hand van de in de Verordening Marktmissbruik genoemde abstracte doelstellingen van bescherming van de marktintegriteit en het beleggersvertrouwen. Dat vraagt om een bereidheid van de

⁷⁰ Zie hiervoor ook Doorenbos (2008), p. 878-885; Van der Vegt (2014), p. 71 e.v.

⁷¹ Gesignaleerd moet worden dat de Nederlandse tekst van de Verordening een evidente verschrijving bevat. In artikel 9 lid 5 wordt namelijk bepaald dat in dat geval niet geldt dat er sprake is van geen gebruik van voorwetenschap. Dat sprake is van een verschrijving blijkt ook uit overweging 31 van de considerans van de Verordening.

rechter zich in voorkomend geval te willen verdiepen in de door de verdediging aangevoerde zaakspecifieke feiten en omstandigheden waaruit volgt dat door de insider geen ongeoorloofd gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Het *Spector*-arrest, waarvan de *pointe* gecodificeerd is in de Verordening Marktmisbruik, zal ongetwijfeld leiden tot een verbetering en versterking van marktintegriteit en beleggersbescherming. Het overtuigende bewijs dat zulks niet ten koste van adequate rechtsbescherming voor de verdachte insider hoeft te gaan, dient in de rechtspraak nog wel geleverd te worden.