

MR. M.M. TUYTEL

# Misbruik van voorwetenschap

Rb. Amsterdam 29 februari 2000, Parketnummer 13/009058-99 (Flexovit)\*

DOSSIER

2

Nr. 49 / december 2001

**D**e kranten maken met een zekere regelmaat melding van gevallen waarin sprake zou zijn van 'handel met voorkennis', dat wil zeggen dat er met voorwetenschap in effecten gehandeld is. Eind augustus is voormalig Philips-topman en Ahold-commissaris Cor Boonstra opnieuw in opspraak gekomen door het vermoeden van effectenhandel met voorkennis. Bij de lezer doen dergelijke nieuwsberichten vragen rijzen. Wanneer is er eigenlijk sprake van 'handel met voorkennis'? Hoe is een en ander wettelijk geregeld en hoe werkt dit in de praktijk uit? Interessante vragen die aanleiding geven een aantal uitspraken en de bijbehorende theorie nader te beschouwen.

Allereerst wordt aandacht besteed aan de historie van artikel 46 Wte. Artikel 46 Wte verbiedt handel met voorkennis. Bij de bespreking van artikel 46 Wte komt kort het HCS-arrest ter sprake. Vervolgens wordt stilgestaan bij de Flexovit-zaak en de Philips-zaak. In het licht van de problematiek 'verzuim melding transacties' wordt de vrijehandregeling toegelicht. Aansluitend komen de feiten en de voorwetenschapsaspecten van de Petroplus-zaak aan bod, waarna de behandeling van jurisprudentie afgesloten wordt met de Content-zaak.

De Europese regelgeving heeft niet stilgestaan. In mei van dit jaar heeft de Europese Commissie een nieuwe richtlijn ingediend inzake handel met voorkennis en marktmanipulatie. De hoofdlijnen van deze richtlijn worden besproken en waar nodig wordt het verschil aangegeven met de huidige richtlijn.

## Historie van artikel 46 Wte

In 1989 werd door de invoering van artikel 336a WvSr misbruik van voorwetenschap in ter beurze

genoteerde effecten strafbaar gesteld.<sup>1</sup> Op Europees niveau had dit onderwerp ook de aandacht en op 13 november 1989 werd de Richtlijn tot coördinatie van voorschriften inzake transacties van ingewijden aangenomen. Artikel 14 van deze richtlijn verplichtte de lidstaten maatregelen te treffen die nodig waren om voor 1 juni 1992 aan deze richtlijn te voldoen. In 1991 werd opnieuw een wetsontwerp inzake misbruik van voorwetenschap ingediend. Het doel was 'niet slechts door een "rechtspersoon of vennootschap", maar ook door een andere "instelling" uitgegeven effecten onder de strafbaarstelling te laten vallen'. Het artikel werd geherformuleerd tot een verbodsartikel en overgebracht naar de Wte (artikel 31a Wte). De strafmaat werd opgenomen in artikel 31c Wte. In 1992 trad deze nieuwe wet in werking. Zonder materiële wijziging<sup>2</sup> werden de desbetreffende bepalingen later in de Wte 1995 opgenomen in artikel 46 Wte. Naar aanleiding van het HCS-arrest<sup>3</sup> kondigde minister Zalm aan dat het misbruikartikel aangescherpt zou worden.

In de HCS-zaak werd J.A.J. van den Nieuwenhuyzen met twee anderen onder andere op verdenking van misbruik van voorwetenschap gedagvaard. Van den Nieuwenhuyzen maakte afspraken tijdens een besloten bijeenkomst in aanwezigheid van vertegenwoordigers van de banken van HCS en verkocht vervolgens op basis daarvan, mede namens medeverdachten, ruim 4 miljoen aandelen HCS via een buitenlandse rekening. Dit met het oog op het omlaag brengen van de koers van het aandeel HCS. Dit was gewenst, daar ter versterking van de vermogenspositie van HCS een emissie tegen een lagere koers en onderhands zou kunnen plaatsvinden. De koers voor die emissie zou niet hoger dan f 2 per aandeel moeten zijn, terwijl de laatste notering van HCS nog f 4 bedroeg. In de HCS-zaak moest beoordeeld worden of aan de voorwaarden van artikel 336a Sr voldaan was. Dit artikel bepaalde dat het verrichten of

\* Voor tekst volledige uitspraak zie [www.rechtspraak.nl](http://www.rechtspraak.nl) onder 'zoeken' en Elro nr/LJN nummer AA5016.

## Misbruik van voorwetenschap

bewerkstelligen van een transactie in effecten strafbaar zou zijn 'indien uit de transactie enig voordeel kan ontstaan'. De Hoge Raad stelde dat er naar objectieve maatstaven inzicht moet bestaan, niet alleen in de omstandigheid dat openbaarmaking van de geheime informatie invloed zal hebben op de koers, maar ook in de richting waarin de koers zich zal gaan bewegen.<sup>4</sup> Daarnaast oordeelde de Hoge Raad dat tussen de transactie 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. Hiervan is geen sprake indien het voordeel afhankelijk is van onzekere nieuwe ontwikkelingen die zich voordoen nadat de transactie is verricht of bewerkstelligd.<sup>5</sup> De Hoge Raad vernietigde het arrest van het Hof, daar de genoemde voorwaarden niet bewezen waren.<sup>6</sup>

In het nieuwe wetsvoorstel werd het bereik van de strafbepaling aanzienlijk uitgebreid.<sup>7</sup> Het voordeel en geheimhoudingscriterium zijn uit de wetsbepaling geschrapt. Daarnaast is wel invloed op de koers, doch niet voorzienbaarheid van de richting van de koers een vereiste. Ook valt niet alleen de handel met voorwetenschap in beursgenoteerde effecten, maar ook in effecten waarvan aannemelijk is dat zij spoedig tot de notering zullen worden toegelaten en in niet beursgenoteerde effecten die zijn afgeleid van effecten die wel aan een beurs zijn (of spoedig zullen worden) genoteerd onder de verbodsbepaling. In 1999 zijn vier nieuwe bepalingen in werking getreden waarvan onder andere het vorenstaande deel uitmaakt.<sup>8</sup>

De hoofdregel is thans dat een (rechts)persoon die beschikt over voorwetenschap geen effectentransactie in of vanuit Nederland mag verrichten of bewerkstelligen.<sup>9</sup> Artikel 46 Wte 1995 luidt:

*'1. Het is een ieder verboden om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in:*

*a. effecten die zijn genoteerd aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs dan wel aan een buiten Nederland gevestigde en van overheidswege toegelaten effectenbeurs of effecten waarvan aannemelijk is dat deze spoedig aan een zodanige beurs zullen worden genoteerd; of*

*b. effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van onder a bedoelde effecten.<sup>10</sup>*

*2. Voorwetenschap is bekendheid met een bijzonderheid omtrent de rechtspersoon, vennootschap of instelling, waarop de effecten betrekking hebben of omtrent de handel in de effecten:*

*a. die niet openbaar is gemaakt; en*

*b. waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de*

*koers van de effecten, ongeacht de richting van die koers'.*

Artikel 46 lid 3 Wte noemt een aantal uitzonderingen op de verbodsbepaling. Voor kennisneming van de voorkenniswetgeving moet ook worden gekeken naar lagere regelgeving, bestaande uit een algemene maatregel van bestuur die uitzonderingen formuleert op de verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995 en een ministeriële regeling die nadere uitwerking geeft aan verplichtingen uit hoofde van de artikelen 46b t/m 46d Wte 1995.<sup>11</sup>

## Jurisprudentie

### *De Flexovit-zaak*<sup>12</sup>

Op 29 februari 2000 deed de Rechtbank Amsterdam uitspraak in deze voorkenniszaak. Het aan de Amsterdamse Effectenbeurs genoteerde slijpschijvenbedrijf Flexovit werd in december 1997 benaderd door Diamond Tools Group (hierna: DTG). DTG bezat al ruim 10% van de aandelen Flexovit en toonde interesse in overname. De toenaderingspogingen van DTG hadden geen succes en in juni 1998 maakte DTG bekend een vijandig bod te willen doen op Flexovit. Dit resulteerde in een aanzienlijke koersstijging. Vervolgens liet Flexovit zich overnemen door het Franse Compagnie de Saint Gobain. De poging tot vijandelijke overname van de kant van DTG mislukte dus.

De voormalig directeur van Flexovit had in de eerste helft van 1998 aandelen Flexovit gekocht. Deze directeur werd handel met voorkennis tenlastegelegd. Een andere mededirecteur werd eveneens als verdachte aangemerkt. De rechtbank acht met betrekking tot de directeur voorwetenschap bewezen en deze krijgt een voorwaardelijke gevangenisstraf opgelegd voor de duur van vijf maanden met een proeftijd van twee jaar.

Deze uitspraak doet de vraag rijzen waarom zelfs al kennis van een niet door de vennootschap serieus bevonden toenaderingspoging als voorwetenschap gezien wordt.<sup>13</sup>

De rechtbank overweegt dat:

- als bijzonderheden in de zin van de wet beschouwd wordt 'het samenstel van contacten tussen DTG en Flexovit, welke een aanvang namen met de mededeling dat DTG een belang van 10,1% in Flexovit had opgebouwd';
- de desinteresse die Flexovit van meet af aan toonde voor samenwerking c.q. overname niet van belang is;
- van belang is dat in de toenaderingspogingen van DTG vanaf het begin een concreet bod op alle

## Misbruik van voorwetenschap

uitstaande aandelen Flexovit niet uitgesloten werd;

- de toenaderingspogingen herhaalde malen door de Raad van Commissarissen en de directie van Flexovit zijn besproken, waarbij de inhoud van de te geven reacties aan de orde is gekomen en waarbij de verdachte een aantal malen aanwezig is geweest;
- de toenaderingspogingen, mede gezien in het licht van de teleurstellende gang van zaken bij Flexovit, het teleurstellende koersverloop van het aandeel Flexovit, de druk van een aantal grote aandeelhouders om veranderingen door te voeren, het bijstellen van de winstverwachtingen, het besluit tot reorganisatiemaatregelen, alsmede andere maatregelen, voorwetenschap vormen;
- het een feit van algemene bekendheid is dat geruchten over toenaderingspogingen of overnamevoornemens relevante informatie vormen voor het nemen van beleggingsbeslissingen;<sup>14</sup>
- het de directeur aangerekend moet worden dat hij gehandeld heeft in aandelen van zijn vennootschap, terwijl hij op de hoogte was van de koersgevoelige informatie. Hoewel de directeur voor het eerst handelde in aandelen, was hij zich terdege bewust van de zorgvuldigheid waarmee directeuren in dit soort situaties dienen te handelen.

Hoever bij dit oordeel van de rechtbank de overige omstandigheden, waaronder de slechte situatie van de vennootschap, van belang zijn, is niet duidelijk. Het gaat hier om een ingewikkelde problematiek. Wanneer (op welk moment) is een bepaalde omstandigheid te kwalificeren als een niet-openbare bijzonderheid omtrent de vennootschap? In de Flexovit-zaak is nog geen sprake van de onderhandelingsfase, doch er worden slechts verkennende besprekingen gevoerd. De toenadering vond in december 1997 plaats. In juni 1998 maakte DTG bekend Flexovit te willen overnemen. Daaraan voorafgaand, in de eerste helft van 1998, kocht de directeur de aandelen. De rechtbank acht het niet van belang dat Flexovit van meet af aan niet geïnteresseerd was in de samenwerking dan wel de toenaderingspogingen van DTG.

Ik wil er overigens op wijzen dat niet voorbij gegaan moet worden aan het feit dat DTG reeds in het bezit was van ruim 10% van de aandelen Flexovit. Dit heeft waarschijnlijk bij de overweging van de rechtbank een rol gespeeld.

Deze uitspraak van de rechtbank gaat ver. Insiders zullen niet in effecten van de eigen vennootschap

mogen handelen op het moment dat zij kennis hebben van niet door de vennootschap serieus beschouwde toenaderingspogingen (als in die toenaderingspogingen een concreet bod niet wordt uitgesloten). Het kennis hebben van toenaderingspogingen zoals geschetst, wordt beschouwd als bekendheid met een bijzonderheid.

De wetsgeschiedenis zegt weinig over het begrip 'bijzonderheid'. De regering omschrijft bijzonderheid als een concreet feit. Een zekere bepaaldheid van het gegeven is vereist. Verder plaatst de regering het tegenover een 'op pure speculatie gebaseerde verwachting en uit de lucht gegrepen berichten uit onbevestigbare bron'.<sup>15</sup> Doorenbos<sup>16</sup> bekritiseert dit en stelt dat een concreet feit op zichzelf nog geen bijzonder karakter heeft. Daarnaast wijst hij erop dat indien de wetgever niet meer eisen heeft willen stellen aan het begrip 'bijzonderheid', het zuiverder was geweest in de wettelijke definitie simpelweg te spreken van bekendheid met een feit of omstandigheid c.q. gebeurtenis, zoals dat bijvoorbeeld ook het geval is in artikel 28 sub h van het Fondsenreglement van de AEX, de bepaling die beursgenoteerde ondernemingen verplicht tot onmiddellijke publicatie van 'elk feit of elke gebeurtenis betreffend de uitgevende instelling waarvan moet worden aangenomen dat hiervan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan'.

Wanneer het om een fusie of een overname gaat, stelt Euronext Amsterdam zich op het standpunt dat de beursvennootschap eerst een publicatie moet doen zodra de gewettigde verwachting is ontstaan dat overeenstemming kan worden bereikt.<sup>17</sup> Dit tijdstip van 'de gewettigde verwachting' is bijna het eindstadium van de onderhandelingen.<sup>18</sup> Het is insiders niet toegestaan vlak voor het tijdstip van publicatie nog te handelen in aandelen van de eigen vennootschap.

De Flexovit-zaak illustreert dat er al sprake kan zijn van voorwetenschap ex artikel 46 Wte terwijl er nog geen sprake is van toepasselijkheid van artikel 28 sub h van het Fondsenreglement van de AEX. Het tijdstip van artikel 28 sub h Fondsenreglement kan later liggen dan het tijdstip ex artikel 46 Wte.

Wat is dan het verschil tussen artikel 46 Wte en artikel 28 sub h Fondsenreglement? Artikel 46 Wte verbiedt, beschikkende over voorwetenschap, bepaalde handelingen te verrichten. Op grond van artikel 46 Wte is al sprake van voorwetenschap in het geval van een niet-openbaar gegeven, waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten waarop de voorwetenschap betrekking heeft.<sup>19</sup> Het verschil in de redactie van artikel 28h

## Misbruik van voorwetenschap

Fondsenreglement en artikel 46 Wte 1995 heeft tot gevolg dat het mogelijk is dat vervolging op grond van artikel 46 Wte plaatsvindt, terwijl niet in strijd met artikel 28h Fondsenreglement is gehandeld. In de literatuur<sup>20</sup> wordt dit als 'begrijpelijk' betiteld, aangezien uitgevende instellingen anders snel een dagtaak zouden hebben aan het opstellen en verspreiden van persberichten. Beide artikelen hebben gemeen dat zowel de voorwetenschap ex artikel 46 Wte als de koersgevoelige informatie van artikel 28h Fondsenreglement betrekking moet hebben op een concreet feit.

Het antwoord op de vraag op welk moment er sprake is van voorwetenschap in een overnameproces blijft moeilijk te geven. De Flexovit-zaak maakt toepassing in de praktijk niet eenvoudiger. 't Hart<sup>21</sup> heeft hier oog voor en geeft een meer praktijkgerichte visie. Hij stelt bij bespreking van de Flexovit-zaak dat van voorwetenschap (pas) sprake is vanaf het moment dat DTG aan Flexovit had medegedeeld een vijandig bod publiekelijk aan te zullen kondigen dan wel te willen doen of vanaf het moment waarop Flexovit (intern) besloot een witte ridder te gaan zoeken. Dit is praktischer daar ondernemingen immers voortdurend contact hebben over bijvoorbeeld samenwerking enzovoorts. Of deze visie conform de bedoeling van de wetgever is, is de vraag.

Hoe dan ook, als deze uitspraak in hoger beroep bekrachtigd wordt, ben ik met 't Hart van mening dat *compliance officers* er goed aan doen een verbod in te voeren op handel in eigen aandelen, behoudens handel krachtens vrijehandbeheer of in het kader van een personeelsoptieplan.

### *De Philips-zaak<sup>22</sup>*

Op 26 november 1999 heeft de STE bij het Gerechtshof Amsterdam een klaagschrift ingediend op de voet van artikel 12 Strafvordering. Het was gericht tegen de beslissing van de Officier van Justitie te Amsterdam om de heer Van der Poel niet te vervolgen wegens handel met voorkennis als bedoeld in artikel 46 Wte 1995. Van der Poel zou geweten hebben dat zijn medebestuurder, de heer Pieper, per 1 juni 1999 bij Philips zou vertrekken. Van der Poel zou opties Philips hebben uitgeoefend en de daaruit verkregen aandelen hebben verkocht met de voorkennis, bestaande uit de hiervoor beschreven wetenschap. Ik volsta met weergave van de voor dit artikel relevante onderdelen uit de uitspraak van het Hof. De rechter moet artikel 46 Wte interpreteren conform de Europese richtlijn van 13 november 1989. Is het vertrek van Pieper uit de 'Board of Management' van Philips per 1 juni 1999 een bijzonderheid omtrent de rechts-

persoon die niet openbaar is gemaakt en waarvan de openbaarmaking, naar redelijkerwijs was te verwachten, een aanwijsbare<sup>23</sup> invloed op de koers zou kunnen hebben, ongeacht de richting van die koers? Het staat volgens het Hof vast dat het hier om een bijzonderheid gaat. Van der Poel was van deze bijzonderheid op de hoogte.

Het Hof concludeert dat de aankondiging van het vertrek van Pieper niet kan worden beschouwd als 'naar redelijkerwijs te verwachten van aanwijsbare invloed op het koersverloop'. Aan Pieper moet niet een overwegende positie worden toegedicht. Hij is een gewoon lid van het bestuur.

Voorts vervolgt het Hof dat 'de belegger' uit krantenartikelen, zoals het artikel uit het Financieele Dagblad van 11 september 1998 en de artikelen uit de San Jose Mercury News van 8 maart en 5 april 1999, kon opmaken dat Pieper zou kunnen vertrekken. Het was enkel nog niet bekend wanneer Pieper zou vertrekken. Voorwetenschap moet informatie betreffen die niet openbaar is gemaakt. Met betrekking tot het begrip 'openbaarmaking' in artikel 46 lid 2 Wte geven de Kamerstukken<sup>24</sup> aan dat het moet gaan om een 'in beginsel kenbaar zijn voor het beleggend publiek'. Italianer is van mening dat het Hof te makkelijk aanneemt dat hier sprake is van openbaarmaking.<sup>25</sup>

Het Hof overweegt ook dat uit het feitelijke koersverloop niet valt af te leiden welke invloed de aankondiging van de datum van het vertrek van Pieper heeft gehad, nu tegelijkertijd werd medegedeeld dat Philips besloten had tot samenwerking met de Koreaanse LC Electronics. Daarbij geeft het Hof aan dat het feitelijke koersverloop voor, tijdens en na de bekendmaking van de gebeurtenis waaromtrent voorkennis zou zijn, voor de strafbaarheid niet (zonder meer) relevant is.<sup>26</sup>

Het Hof billijkt derhalve de beslissing van de Officier van Justitie om Van der Poel niet te vervolgen en wijst het beklag af.

### *De 'vrijehandregeling'*

De zaak in de Endemol-transactie is nog in onderzoek als ex-bestuursvoorzitter en Ahold-commissaris Cor Boonstra opnieuw in opspraak komt. Vermoed wordt dat er sprake is van effectenhandel met voorkennis.

In de Endemol-zaak is een strafrechtelijk onderzoek ingesteld daar Boonstra een transactie in het aandeel Endemol verrichtte in de periode begin 2000, vlak voordat Endemol verkocht zou worden aan het Spaanse Telefonica. De levenspartner van Boonstra, mevrouw Sylvia Toth, was commissaris bij

## Misbruik van voorwetenschap

Endemol. Reden genoeg om een onderzoek te starten.

Eind augustus komt er dan een merkwaardige transactie naar voren: Boonstra verkocht vorig jaar zomer tegen de regels voor bijna f 700.000 aan aandelen en obligaties in Ahold, terwijl hij daar zelf commissaris is en Ahold vlak daarna met kwartaalcijfers naar buiten kwam. Het is commissarissen wettelijk verboden kort voor bekendmaking van bedrijfsresultaten te handelen in aandelen. Daarnaast vergat hij de transactie te melden bij zowel Ahold als bij de STE. Pas op 25 juli van dit jaar, elf maanden na de verkoop, heeft Boonstra de transactie bij de STE gemeld. Het OM is inmiddels op de hoogte. Wellicht zal spoedig blijken of ook hierin een onderzoek wordt ingesteld.

De woordvoerder van Boonstra liet weten dat Boonstra 'de regels over het hoofd heeft gezien, aangezien hij nog maar kort daarvoor benoemd was tot commissaris'. Deze opmerking lijkt aan te willen geven dat het om achteloosheid gaat. Wat ook de oorzaak moge zijn geweest, duidelijk is dat handelen met voorkennis en het niet melden van transacties grote gevolgen heeft.

De Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999<sup>27</sup> werkt de wettelijke meldingsverplichtingen uit en biedt een alternatief dat gebruikt kan worden ter (gedeeltelijke) voorkoming van de geschetste problemen. De regeling geeft namelijk een uitzondering op de meldingsverplichting: de vrijhandregeling. Deze vrijhandregeling houdt in dat de plicht om melding te doen vervalt indien het beheer over de effectenportefeuille aan een onafhankelijke derde wordt uitbesteed die daarin de vrije hand heeft:

*'In het geval dat de transacties worden verricht of bewerkstelligd door een gevolmachtigde aan wie door middel van een schriftelijke overeenkomst van lastgeving het vrije beheer van de effectenportefeuille is overgedragen, is melding door de volmachtgever noch de lasthebber, tevens gevolmachtigde verplicht. Hiervoor geldt wel de voorwaarde dat de volmachtgever op grond van de overeenkomst inzake vermogensbeheer geen invloed kan uitoefenen noch uitoefent op de effectenportefeuille en dit ook feitelijk niet doet.'*

De overeenkomst van vermogensbeheer moet van tevoren aan de STE worden overgelegd. In de praktijk bestaat onduidelijkheid over de vraag hoe zo'n regeling eruit zou moeten zien. Vast staat dat de volmachtgever de gevolmachtigde niet mag beïnvloeden. Doch in hoeverre mag bij het aangaan van de overeenkomst tot vrijhandbeheer een bepaalde strategie uitgestippeld worden? In hoeverre is het bijvoorbeeld toelaatbaar om deze strategie éénmaal of

meerdere malen per jaar aan te passen?<sup>28</sup> Het lijkt een moeilijk te controleren situatie en verdere wettelijke invulling is dan ook wenselijk.

Glasz<sup>29</sup> plaatst kritische kanttekeningen bij de vrijhandregeling. Informatie-uitwisseling tussen de bestuurder in kwestie en de onafhankelijke derde is nooit helemaal uit te sluiten. Ook is het denkbaar, dat het tijdstip waarop de vrijhandbeheerder op reguliere wijze en te goeder trouw een transactie verricht voor de onderneming slecht uitkomt, daar het mogelijk strijd op zou leveren met een zorgvuldig voorwetenschapsbeleid. Hij acht het uit hoofde van zorgvuldigheid raadzaam te overwegen ook bij overdracht aan een derde een toestemmingsstelsel via de voorzitter van de raad van bestuur resp. de president-commissaris aan te houden en in de beheersopdracht daarin expliciet te voorzien. Nadeel is dat de beheerder bij het onthouden van toestemming vanaf de toestemmingsinstantie zal begrijpen dat er iets koersgevoeligs speelt. Uitgaande van de integriteit van een dergelijke beheerder, lijkt dit nadeel minder groot dan de eerder geschetste risico's c.q. nadelen.

### *Petroplus/werknemer*<sup>30</sup>

Artikel 46d Wte 1995 verplicht een instelling, die effecten als bedoeld in artikel 46 lid 1 onder a heeft uitgegeven of zal uitgeven, een reglement vast te stellen waarin regels worden gesteld ten aanzien van het bezit van en transacties in op haar betrekking hebbende effecten door haar bestuurders, commissarissen en werknemers. Het reglement moet voldoen aan bij ministeriële regeling te stellen eisen. Dit is de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 en deze regeling schrijft voor dat een reglement moet regelen

- 1 de taken en bevoegdheden van een centrale functionaris (als er zo'n functionaris is);
- 2 de verplichtingen van bestuurders, commissarissen en werknemers ten aanzien van het bezit van en transacties in op de instelling betrekking hebbende effecten; en
- 3 de zogeheten 'gesloten periodes', waarin deze personen geen transacties in op de instelling betrekking hebbende effecten mogen verrichten of bewerkstelligen.

De gedachte achter het reglement is dat de meldingsplicht op grond van artikel 46b Wte beter wordt gewaarborgd.<sup>31</sup> Het reglement moet voor inwerking-treding aan de STE worden toegestuurd.<sup>32</sup> Zowel de STE als de VEUO hebben een modelreglement opgesteld. Het STE-reglement is zeer beperkt, terwijl

## Misbruik van voorwetenschap

het VEUO-reglement uitgebreid is. Italianer wees er op het seminar 'Naar de beurs of niet?'<sup>33</sup> op dat het reglement preventief werkt ten aanzien van het verrichten of bewerkstelligen van effectentransacties met voorwetenschap.<sup>34</sup>

Petroplus heeft een dergelijk reglement vastgesteld. In dat reglement wordt voorgeschreven dat een voorgenomen handelen in aandelen Petroplus dient te worden aangemeld bij de aangewezen *central officer*, de zogenaamde 'pre-notificatieplicht'. Op 9 juli 1998 werd de *managing director* als insider gekwalificeerd en op 19 mei 1999 was hij nogmaals gewezen op de verplichting om transacties in eigen aandelen te laten goedkeuren. Petroplus trad op 14 juli 1999 in onderhandeling met Shell ter zake van de overname van de Cressier raffinaderij in Zwitserland. Op 22 december 1999 werd de overname publiekelijk bekend gemaakt. Desgevraagd laat de *managing director* op 11 januari 2000 weten dat hij op 22 en 25 november 1999 respectievelijk 2000 en 3000 aandelen Petroplus heeft gekocht en dat hij op 23 december 1999 6000 aandelen Petroplus heeft verkocht, maar zonder toestemming van de *compliance officer*. Op 13 januari 2000 werd de *managing director* door Petroplus op staande voet ontslagen.<sup>35</sup> Als grond voor het ontslag op staande voet wordt aangevoerd dat de *managing director* in strijd met zijn pre-notificatieplicht heeft gehandeld en dat hij zich vermoedelijk schuldig heeft gemaakt aan misbruik van voorwetenschap, omdat hij nauw betrokken was bij de Cressier-acquisitie. Petroplus verzoekt de kantonrechter de arbeidsovereenkomst te ontbinden – voorzover in enige gerechtelijke procedure zal blijken dat deze nog zou bestaan – wegens gewichtige redenen. De *managing director* heeft zich zodanig gedragen dat dit een dringende reden als bedoeld in artikel 7:678 lid 1 BW heeft opgeleverd. Petroplus is bovendien van mening dat sprake is van een verandering in de omstandigheden van zodanige aard, dat de arbeidsovereenkomst tussen partijen billijkheidshalve terstond behoort te eindigen.<sup>36</sup> De kantonrechter is van oordeel dat op voorhand onvoldoende is komen vast te staan dat sprake is van een dringende reden voor ontslag, maar volgt Petroplus in de stelling dat de *managing director* op ernstige wijze de verplichting heeft geschonden om in de grootst mogelijke transparantie en zuiverheid zijn handelen te bepalen. Die verplichting rustte op hem, omdat hij in hoge mate bij de voorbereiding van de overname betrokken was. Het noodzakelijke vertrouwen is op een onherstelbare manier geschonden en daarin is de grond gelegen om tot ontbinding van de arbeidsovereenkomst over te gaan, zonder enige vergoeding naar billijkheid.

Ik wil volstaan met het bespreken van enkele relevante voorwetenschapsaspecten. De *managing director* heeft kennelijk de verplichting voor insiders voorgenomen transacties vooraf bij de *central officer* te melden en hem toestemming daarvoor te vragen, overtreden. Als dat niet wordt gedaan, keert de schijn zich tegen je. Overigens: wie de transactie wel meldt, is niet automatisch 'off the hook'.<sup>37</sup> Tussen de transacties van de *managing director* en de bekendmaking van de overname ligt een maand. Eerder was bekend gemaakt dat Petroplus en Shell in onderhandeling waren. De kantonrechter brandt zich hier niet aan de vraag die in de Flexovit-zaak beantwoord moest worden, namelijk of de kennis waarover de *managing director* beschikte, beschouwd diende te worden als een niet openbaar gemaakte koersgevoelige bijzonderheid in de zin van artikel 46 lid 2 Wte 1995. De vraag of er gehandeld was in strijd met het interne reglement was eenvoudig te beantwoorden. Dit laatste vormt dan ook de basis voor de beslissing van de kantonrechter dat inderdaad sprake was van de gestelde verandering van omstandigheden.<sup>38</sup>

### De Content-zaak<sup>39</sup>

Per 1 januari 1999 is het verbod te handelen met voorwetenschap uitgebreid van genoteerde effecten tot afgeleide producten. Hierdoor is ook het toekennen respectievelijk uitoefenen van personeelsopties met voorwetenschap onder het verbod komen te vallen. Op het laatste moment werd door de wetgever een uitzonderingsregeling gecreëerd (het Besluit<sup>40</sup>). Dit Besluit creëert een tweetal uitzonderingen voor zogenoemde personeelsregelingen.<sup>41</sup> De in het Besluit genoemde begrippen 'personeelsregeling' en 'bestendige gedragslijn' zijn vaag. De nota van toelichting bij het Besluit geeft aan wat onder een 'personeelsregeling' moet worden verstaan:

*'[...] een regeling waarbij aan bestuurders en/of werknemers opties, converteerbare obligaties, warrants of soortgelijke rechten op aandelen van een rechtspersoon, vennootschap of instelling worden aangeboden en waarbij de instelling een bestendige gedragslijn hanteert met betrekking tot de voorwaarden en periodiciteit van de regeling'.*

De bestendigheid ziet met name op abstractie van actuele omstandigheden. Hierdoor wordt voorkomen dat bij eenmalige toekenning van deze rechten op aandelen voor een bepaalde situatie dan wel frequente wijzigingen in de verspreidingskring, participatiegraad en de daarbij gehanteerde voorwaarden toch een uitzondering van het verbod van toepassing zou zijn.<sup>42</sup> Het begrip 'personeelsregeling' moet strikt worden uitgelegd.<sup>43</sup>

## Misbruik van voorwetenschap

De STE heeft in een brief aan alle beursgenoteerde ondernemingen kenbaar gemaakt dat in alle gevallen waarin de wettelijke verbodsbepaling van artikel 46 lid 1 Wte niet van toepassing is verklaard, ook de meldingsverplichtingen ex artikel 46b Wte 1995 buiten toepassing blijven.<sup>44</sup> De Minister van Financiën huldigt ook deze opvatting. Op deze wijze doen minister en STE vrijwillig afstand van een stuk controle. Als de STE van twijfelgevallen geen melding ontvangt, blijven deze gevallen buiten beeld en is er doorgaans geen aanleiding voor een onderzoek. De problematiek betreffende de toekenning van personeelsopties en de inkoop van eigen aandelen door Content Beheer NV, aan de vooravond van de fusie met Creyf's, bevestigt in feite het vorenstaande. De bedoelde transacties zijn slechts bij toeval naar voren gekomen. Het nieuw aangetreden management was achteraf onzeker over de vraag of de bedoelde optietoekenning en aandeleninkoop wel onder de uitzonderingsbepalingen vielen en legde de zaak voor aan de Officier van Justitie.<sup>45</sup>

In het onderhavige vonnis, d.d. 11 juli 2001, gaat het om één van drie min of meer gelijklopende vonnissen, waarin bij Content betrokken natuurlijke personen beschuldigd werden van het opdracht of leiding geven aan strafbare feiten gepleegd door de vennootschap.<sup>46</sup> In deze zaak stond vast dat Content over voorwetenschap beschikte toen de vennootschap eind maart 1999, daags voor de eerste openbare mededeling dat het Belgische Creyf's een openbaar bod op Content zou uitbrengen, 50.500 personeelsopties toekende en in verband daarmee aandelen inkoocht. De verdachte ontkent niet dat van voorwetenschap sprake was, doch hij beroept zich op het Besluit<sup>47</sup> en meent daaraan straffeloosheid te kunnen ontleenen: de eigen aandelen zouden namelijk zijn ingekocht om daarmee de in het kader van een personeelsregeling toegekende opties te dekken.

De twee kernvragen waar het hier om gaat:

- 1 Kwalificeerde de optietoekenning door Content als toekenning 'in het kader van een personeelsregeling' in de zin van het Besluit (als deze kwalificatie hieraan niet gegeven kan worden is het verbod van artikel 46 Wte onverkort van toepassing)?
- 2 Was het inkopen van 120.000 aandelen door Content ter dekking van de optieverplichtingen 'noodzakelijk [...] om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van aandelen in de zin van het Besluit'<sup>48</sup>?

### Ad 1

De vraag die de rechtbank onder andere<sup>49</sup> heeft te beantwoorden, is of het toekennen van opties in de

periode hier in geding was toegestaan. Moet die vraag ontkennend beantwoord worden dan brengt dat immers mee dat een transactie om te kunnen voldoen aan de daaruit voortvloeiende potentiële verplichting tot levering van aandelen nimmer noodzakelijk kan zijn.

Uit de overwegingen van de rechtbank is het volgende af te leiden.

In tegenstelling tot de Officier van Justitie is de rechtbank van mening dat de jaarlijkse optietoekenning van Content als 'regeling' als bedoeld in artikel 1 aanhef en onder a van het Besluit moet worden gezien. De sedert vele jaren bestaande optietoekenning werd telkens vastgelegd in een reeks op schrift gestelde voorwaarden, welke elk jaar bij de toekenningsbrief werden gevoegd. Het gaat hier om een regeling waarbij aan bestuurders en/of werknemers opties op aandelen Content worden aangeboden.

Beantwoording van de vraag of er ook sprake is van een 'personeelsregeling' als bedoeld in het Besluit dwingt de rechtbank stil te staan bij het begrip 'bestendige gedragslijn'.<sup>50</sup> De rechtbank zoekt aanknopingspunten bij de bedoeling van de wetgever.

*'Het is de bedoeling van de wetgever geweest om plotselinge en niet in de lijn der verwachtingen liggende toekenningen van opties aan personeel niet onder uitzonderingsbepalingen te laten vallen. Achterliggende gedachte hierbij is geweest dat de wetgever ervan uitging dat dergelijke ongebruikelijke toekenningen direct en primair verband zullen houden met de aanwezigheid van voorkennis. Als toetsingsmaatstaf dient dus te gelden of de bij de regeling gehanteerde voorwaarden afbreuk doen aan het karakter van regelmatig terugkerende en in de lijn der verwachtingen liggende optietoekenningen'.*

De rechtbank laat de feitenconstellatie vervolgens de revue passeren:

- jaarlijks (vanaf 1991) werden opties toegekend aan bestuurders en bepaalde functionarissen van de vennootschap. In de groep optiegerechtigden is in die jaren geen wezenlijke verandering opgetreden. In de jaren 1996, 1997, 1998 zijn aan de medeverdachten eveneens 2.500 opties toegekend. De toekenning vond altijd plaats in de tweede helft van maart, in 1998 op 1 april. De personen aan wie de opties werden toebedeeld hoefden enkel een melding te doen als ze de opties niet wilden en kregen hiervoor veertien dagen de tijd. De opties werden per een datum, gelegen drie beursdagen na vaststelling van de definitieve jaarcijfers over het voorgaande jaar, toegekend;
- bij de optietoekenning aan personeelsleden over 1999 waren er afwijkingen: de toekenning

## Misbruik van voorwetenschap

geschiedde op 26 maart 1999, de zesde beursdag na vaststelling van de jaarcijfers, hoewel de Stichting Prioriteit er blijkens haar besluitvorming van uitging dat dit voor 23 maart 1999 zou gebeuren. De personen aan wie de opties waren toebedeeld hadden hoogstens vanaf vrijdagmiddag tot maandag daarop te 9.30 uur de tijd de toegekende opties te weigeren. Aan de medeverdachten waren in 1999 aanvankelijk elk 2.500 opties toegekend. Door de verdachte is dit verhoogd tot elk 4.000 stuks.

Wijziging van het moment van toekenning kan bij uitstek de bestendige gedragslijn doorkruisen. Echter, niet iedere wijziging heeft dit effect. In het onderhavige geval was er sprake van een verkorting van de acceptatietermijn resp. een tussentijdse verhoging van het aantal aan de directie toegekende opties. Deze afwijkingen zijn echter niet 'direct en primair' gerelateerd aan de op handen zijnde overname en doorkruisen de 'bestendige gedragslijn' niet.<sup>51</sup> De rechtbank kiest hier voor een inhoudelijke beoordeling van de geconstateerde afwijkingen ten opzichte van voorgaande jaren en stelt de vraag of er een rechtstreeks verband tussen de afwijking en de bestaande voorwetenschap was. Conclusie: als er afwijkingen zijn ten opzichte van vorige jaren bij optietoekenning, dan dient volgens de rechtbank de vraag gesteld te worden of deze afwijkingen direct en primair worden ingegeven door de voorwetenschap of door valide andere redenen. Is van dit laatste geen sprake, dan kan dit de bestendige gedragslijn doorkruisen waardoor een beroep op de uitzonderingsbepalingen van het Besluit niet meer mogelijk is.

Gezien het vorenstaande concludeert de rechtbank dat er sprake is van een personeelsregeling als bedoeld in het Besluit en derhalve was de toekenning toegestaan ondanks de voorwetenschap.

### Ad 2

Vervolgens moet de rechtbank de vraag beantwoorden of ter dekking van de toegekende opties, ondanks de aanwezigheid van voorwetenschap, eigen aandelen mochten worden ingekocht. Artikel 1 sub c Besluit staat een dekkingsinkoop zoals door Content gedaan toe, mits de transactie 'noodzakelijk is om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van aandelen'. De vraag rijst wanneer de noodzaak ontstaat zodra toekenning een feit is. De rechtbank gaat uit van de toekenning op vrijdag 26 maart en stelt vast dat de daaraan voorafgaande (de opdracht tot inkoop van 120.000 aandelen vond plaats op 24

maart 1999) aankoop van 120.000 aandelen plaatsvond op een tijdstip waarop slechts de dekking van al eerder toegekende rechten op 83.708 aandelen noodzakelijk was. In deze dekking kon deels voorzien worden door gebruik te maken van een aangehouden depot van 53.846 aandelen. Derhalve resteerde slechts de noodzakelijke aanschaf van 29.862 aandelen. Conclusie: 90.138 aandelen werden ingekocht zonder dat daarvoor een beroep gedaan kon worden op artikel 1 sub c Besluit. De rechtbank constateert dat dit aantal nog altijd groter is dan het op 26 maart 's middags toegekende aantal van 50.500 aandelen, zodat er zonder meer te ruim was ingekocht.

De rechtbank acht wettig en overtuigend bewezen dat

*'Content in de periode van 17 maart 1999 tot en met 29 maart 1999 in Nederland, beschikkend over voorwetenschap een transactie heeft bewerkstelligd in effecten die toen waren genoteerd aan een op grond van art. 22 van de Wte erkende en in Nederland gevestigde beurs, de AEX, en dat verdachte tezamen en in vereniging met anderen daaraan feitelijk leiding heeft gegeven'.*

Deze zaak illustreert de stelling dat het toekennen en afdekken van personeelsopties met grote zorgvuldigheid dient te geschieden wanneer er sprake is van voorwetenschap. Het vonnis geeft met name meer inzicht in de inhoud van het begrip 'bestendige gedragslijn', doch met Italianer ben ik van mening dat de noodzaak van verdere verduidelijking van de bepalingen uit het Besluit blijft bestaan.

### De (ontwerp-)Richtlijn betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie

De Europese Raad heeft geoordeeld dat alles in het werk gesteld moet worden om tegen eind 2003 een geïntegreerde effectenmarkt tot stand te brengen. In dit kader is aangedrongen op een versnelling van het wetgevingsproces.

In de EU spelen effectenmarkten een steeds grotere rol. Goed werkende effectenmarkten zijn van belang voor economische groei en welvaart. Het vertrouwen van het publiek in effectenmarkten is daarbij onmisbaar. Marktmissbruik schendt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in de effecten- en derivatenhandel.

Op 30 mei 2001 is door de Commissie van de Europese Gemeenschappen de (ontwerp-)Richtlijn betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie ingediend. In de Toelichting op de richtlijn wordt het doel vermeld. Het doel van deze richtlijn is *'de integriteit van de Europese financiële markten*



## Misbruik van voorwetenschap

*te waarborgen, gemeenschappelijke regels tegen marktmissbruik voor heel Europa vast te stellen en ten uitvoer te leggen, en het vertrouwen van beleggers in deze markten te vergroten*.<sup>52</sup>

Van marktmissbruik kan sprake zijn wanneer beleggers zijn benadeeld door personen die

- tot eigen voordeel of dat van anderen informatie hebben gebruikt die niet openbaar is;
- de prijsvorming van financiële instrumenten hebben verstoord;
- bedrieglijke of misleidende informatie hebben verspreid.

Een dergelijk gedrag maakt inbreuk op het beginsel dat voor alle beleggers dezelfde spelregels moeten gelden. Er bestaan op Europees niveau geen gemeenschappelijke voorschriften tegen marktmanipulatie. De Richtlijn inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG)<sup>53</sup> heeft slechts ten doel misbruik van vertrouwelijke informatie te voorkomen. De verschillende lidstaten hebben een verscheidenheid aan regels op het gebied van marktmissbruik. Niet alle lidstaten beschikken over wetgeving op het gebied van marktmanipulatie. De verschillen in wetgeving staan de ontwikkeling van een enkele Europese financiële markt op basis van een *'level playing field'* in de weg. In dit licht is er een gemeenschappelijk wettelijk kader nodig om marktmissbruik te voorkomen, op te sporen, te onderzoeken en te bestraffen.

Bij marktmissbruik onderscheiden we handel met voorkennis en marktmanipulatie. De vraag is gesteld of de Richtlijn inzake transacties van ingewijden, die meer dan tien jaar geleden werd aangenomen, nog wel actueel is. Daar een nieuwe afzonderlijke richtlijn op het gebied van marktmanipulatie naast de bestaande richtlijn mogelijke tegenstrijdigheden met zich mee zou kunnen brengen, heeft de Commissie ervoor gekozen om een enkele richtlijn inzake marktmissbruik vast te stellen die zowel handel met voorkennis als marktmanipulatie omvat. Deze richtlijn zal strengere normen op het gebied van omzetting en handhaving vaststellen om tot een grotere mate van integratie van de financiële markten te komen.

Het verbod op misbruik dient algemeen te worden toegepast.<sup>54</sup> De reikwijdte van het verbod dient niet uitsluitend tot de 'gereguleerde markten' te worden beperkt. Het omvat tevens niet-gereguleerde markten, handelsplatforms, apparatuur/instrumenten voor de doorlopende bekendmaking van koersinformatie, transacties buiten de markt om of eventuele andere methoden of instrumenten.

De lidstaten worden verplicht de bepalingen ten minste toe te passen op activiteiten die op hun

grondgebied worden verricht. Bredere toepassing is mogelijk.

De lidstaten dienen één enkele instantie op het gebied van regelgeving en toezicht aan te wijzen die belast is met een gemeenschappelijk aantal fundamentele taken. Europese wetgeving moet ervoor zorgen dat deze instanties doeltreffend samenwerken. De richtlijn bevat een algemene verplichting voor de lidstaten om administratieve en strafrechtelijke sancties vast te stellen en op te leggen voor de schending van maatregelen die ingevolge deze richtlijn zijn vastgesteld.

In de nieuwe richtlijn (artikel 1) wordt 'voorwetenschap' gedefinieerd als

*'niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten'*.

Er is sprake van een verruiming namelijk van 'effecten' tot 'financiële instrumenten'.<sup>55</sup> Ook de afgeleide financiële instrumenten (bijvoorbeeld aandelenopties, termijncontracten en indexopties) worden genoemd in het kader van financiële instrumenten die door de verspreiding van vertrouwelijke informatie aanmerkelijk kunnen worden beïnvloed.<sup>56</sup>

Onder 'marktmanipulatie' wordt in de richtlijn verstaan:

*'Transacties of handelsorders die valse of misleidende signalen geven of kunnen geven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, of waarbij een of meerdere personen op basis van onderlinge afspraken de marktcoers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau houden dan wel waarbij gebruik wordt gemaakt van oneigenlijke constructies of enigerlei andere vorm van bedrog of misleiding*.

*De verspreiding van informatie via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen, die valse of misleidende signalen geeft of kan geven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, met inbegrip van de verspreiding van geruchten en valse of misleidende berichten'*.

In de Toelichting wordt gesteld dat deze definitie verantwoordelijk gedrag stimuleert en daarnaast van voldoende abstracte aard is om flexibel om te gaan met nieuwe marktontwikkelingen.

## Misbruik van voorwetenschap

In de opvolgende artikelen 2, 3 en 4 wordt bepaald dat lidstaten natuurlijke en rechtspersonen<sup>57</sup> dienen te verbieden gebruik te maken van voorwetenschap door financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden waarop deze voorwetenschap betrekking heeft, deze voorwetenschap aan een derde mede te delen ofwel aan een derde op grond van deze voorwetenschap aanbevelingen te doen inzake de financiële instrumenten waarop de voorwetenschap betrekking heeft. Om de ontwikkeling van nieuwe producten in aanmerking te nemen, is er voor gekozen het woord 'effecten' uit de huidige richtlijn te vervangen door 'financiële instrumenten'. Daarnaast is het onderscheid tussen al dan niet via een 'professionele bemiddelaar' verrichte transacties geschrapt. Dit houdt in dat rechtstreekse transacties tussen partijen op basis van voorwetenschap onder de richtlijn vallen indien de financiële instrumenten zijn toegelaten, of zullen worden toegelaten, tot de handel op een gereguleerde markt.

In artikel 5 wordt het natuurlijke of rechtspersonen verboden de markt te manipuleren. In de bijlage worden – niet limitatief – voorbeelden van manipulatie genoemd.<sup>58</sup>

Om zoveel mogelijk de handel op basis van voorwetenschap uit te bannen, wordt in artikel 6 bepaald dat emittenten van financiële instrumenten het publiek zo snel mogelijk van voorwetenschap in kennis stellen. Hierbij rijst de vraag hoe gehandeld moet worden bij besprekingen over een mogelijk overnamebod. Als dergelijke besprekingen openbaar zouden worden gemaakt voordat een overeenkomst wordt gesloten, zou een grillige koersbeweging hiervan het gevolg kunnen zijn zodat een redelijke prijsvaststelling van het overnamebod zou kunnen worden bemoeilijkt. Artikel 6 lid 3 bepaalt dat een emittent, onder bepaalde voorwaarden,<sup>59</sup> op eigen risico, de openbaarmaking van specifieke informatie kan uitstellen.<sup>60</sup>

De richtlijn is niet van toepassing:

- op transacties die in het kader van het monetaire beleid, het valutabeleid of het beheer van de overheidsschuld, worden verricht door een lidstaat, het Europese stelsel van centrale banken en nationale centrale banken of een ander daartoe officieel aangewezen orgaan, of door een namens hen optredende persoon;
- op de handel in eigen aandelen in het kader van 'terugkoop'-activiteiten, noch op de stabilisatie van een financieel instrument, mits deze transacties onder overeengekomen voorwaarden plaatsvinden.

## Tot besluit

De besproken jurisprudentie leert ons een aantal dingen. De Flexovit-zaak is een zaak waaruit blijkt dat sprake kan zijn van voorwetenschap ex artikel 46 Wte terwijl er nog geen sprake is van toepasselijkheid van artikel 28 sub h van het Fondsenreglement. Het moment waarop in een overnameproces sprake is van voorwetenschap blijft moeilijk vast te stellen. 'Flexovit' leert dat zelfs het kennis hebben van een niet door de vennootschap serieus bevonden toenaderingspoging als voorwetenschap gezien wordt. Daarbij moeten bij het uiten van deze conclusie de omstandigheden van het geval niet uit het oog verloren worden: in casu werd in de toenaderingspogingen vanaf het begin een concreet bod op alle uitstaande aandelen Flexovit niet uitgesloten. Een waarschuwing is op z'n plaats: als de uitspraak in hoger beroep bekrachtigd wordt, dan doen *compliance officers* er goed aan te overwegen een verbod in te voeren op handel in eigen aandelen, behoudens handel krachtens vrijehandbeheer of in het kader van een personeelsoptieplan. De Boonstra-kwestie illustreert dat het aan te raden is gebruik te maken van een dergelijke 'vrijehandregeling'. Uit het oogpunt van een zorgvuldig voorwetenschapsbeleid is het raadzaam te overwegen in de beheersopdracht een toestemmingsstelsel op te nemen waardoor de beheerder verplicht wordt toestemming te vragen aan bijvoorbeeld de voorzitter van de raad van bestuur. Hoewel ook op dit alternatief kritiek te leveren is, lijkt het hieraan verbonden nadeel te overzien.

In de Philips-zaak concludeert het Hof dat de aankondiging van het vertrek van Pieper niet kan worden beschouwd als naar redelijkerwijs te verwachten van aanwijsbare invloed op het koersverloop. Het Hof hanteert hier het criterium 'aanwijsbare invloed' op de koers, zonder dat de richting van die koers van belang is. Piepers positie wordt niet als 'overwegend' beoordeeld. Het Hof neemt mijns inziens in deze zaak iets te gemakkelijk aan dat er sprake is van 'openbaarmaking'.

De zaak Petroplus/werknemer laat zien wat de arbeidsrechtelijke gevolgen kunnen zijn van het niet naleven van een intern reglement. De desbetreffende *managing director* hield zich niet aan de pre-notificatieplicht en maakte zich vermoedelijk schuldig aan het handelen met voorkennis. Het is spijtig dat het vonnis geen verdere aanwijzingen geeft over de vraag die in de Flexovit-zaak beantwoord moest worden, namelijk of de kennis waarover de *managing director* beschikte, beschouwd diende te worden als niet openbaar gemaakte koersgevoelige bijzonderheid in de zin van artikel 46 lid 2 Wte 1995.

## Misbruik van voorwetenschap

De Content-zaak geeft aan dat het van groot belang is het toekennen en afdekken van personeels-opties met grote zorgvuldigheid te laten geschieden. De rechtbank vult het begrip 'bestendige gedragslijn' uit het Besluit nader in en zoekt daarbij aanknopingspunten bij de bedoeling van de wetgever:

*'De wetgever ging ervan uit dat dergelijke ongebruikelijke toekenningen direct en primair verband zullen houden met de aanwezigheid van voorkennis'.*

De verkorting van de acceptatietermijn respectievelijk de tussentijdse verhoging van het aantal aan de directie toegekende opties zijn hier niet 'direct en primair' gerelateerd aan de op handen zijnde overname en doorkruisen de 'bestendige gedragslijn' niet. Alhoewel deze verdere invulling van het begrip 'bestendige gedragslijn' als een stap voorwaarts ervaren wordt, blijft de noodzaak bestaan van verdere verduidelijking van de bepalingen uit het Besluit.

De (ontwerp-)Richtlijn betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie geeft in tegenstel-

ling tot de huidige Richtlijn inzake transacties van ingewijden ook voorschriften inzake marktmanipulatie. Ten opzichte van de huidige richtlijn valt een aantal wijzigingen vast te stellen waaronder bijvoorbeeld de vervanging van 'effecten' door 'financiële instrumenten'. Daar niet alle lidstaten over wetgeving op het gebied van marktmanipulatie beschikken en deze nieuwe richtlijn strengere normen op het gebied van omzetting vaststelt, zal het erop neerkomen dat een aantal lidstaten de wetgeving zal moeten aanpassen. Het is de vraag in hoeverre de Nederlandse wetgeving, mede gezien de (ontwerp-)Richtlijn en de voortschrijdende ontwikkelingen, aanpassing behoeft. Het voert te ver binnen dit artikel op die vraag een antwoord te geven, doch voorshands lijkt nieuwe wetgeving noodzakelijk.

**Mw. mr. M.M. Tuytel is advocaat/wetenschappelijk medewerkster bij Loyens & Loeff, Rotterdam.**

- 1 In het wetsontwerp stond aanvankelijk het 'voordeel trekken uit het verkrijgen of vervreemden van effecten' centraal. Dit werd gewijzigd in 'een transactie in effecten verrichten of bewerkstelligen [...] indien uit de transactie enig voordeel kan ontstaan'. Zie B.F. Keulen en J.L. van der Neut, 'Berechting HCS-zaak na cassatie nog geen gelopen koers', in: *TVVS* 1995, p. 18.
- 2 Naar aanleiding van het advies van de Raad van State liet de minister expliciet weten het 'niet wenselijk' te achten op de 'betekenis en handhaafbaarheid' van deze strafbaarstelling in te gaan. In de nota naar aanleiding van het eindverslag voert hij onder andere als reden aan dat het 'voor de hand' ligt het arrest van de Hoge Raad in de HCS-zaak af te wachten. Zie B.F. Keulen en J.L. van der Neut, a.w., p. 18.
- 3 HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662.
- 4 Zie de noot van Schalken bij het HCS-arrest.
- 5 B.F. Keulen en J.L. van der Neut, a.w. p. 21.
- 6 W.J. Slagter pleit naar aanleiding van deze uitspraak en de aankondiging van de minister tot aanscherping van het misbruik-artikel voor een vennootschapsrechtelijke naast een strafrechtelijke benadering. Hij betoogt dat aanscherping door middel van een verlichting van de bewijslast voor de OvJ moeilijk is. Het gevolg daarvan is dat een feit strafbaar wordt gesteld dat in feite niet strafwaardig is. Dit is niet wenselijk. Als alternatief bepleit hij een regeling in het vennootschapsrecht. Zie *TVVS* 1996, nr. 3, p. 16.
- 7 C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, 3e druk, 2000, p. 196.
- 8 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. De wet trad deels in werking op 1 januari 1999, deels op 1 april 1999. Zie artikel 1 van het Besluit van 17 december 1998, *Stb.* 1998, 718. Voorts is het door de invoering van de Wet van 28 oktober 1999, *Stb.* 1999, 509, mogelijk gebruik van voorwetenschap tevens te bestraffen met een bestuurlijke boete.
- 9 C.W. Grundmann-Van de Krol, a.w. p. 197.
- 10 Voorbeelden hiervan zijn de niet-genoteerde certificaten van aandelen, opties en warrants. Het verbod geldt daarom in beginsel ook voor het uitreiken en uitvoeren van personeels-opties op beursgenoteerde effecten. Zie W.L. Valk, 'Ondernemingsrecht', in: *Tekst & Commentaar* 2000, p. 887.
- 11 Daarbij moet ook de uitleg die de Stichting Toezicht Effectenverkeer aan de diverse bepalingen van de voorkenniswetgeving geeft worden betrokken. Zie hierover D.R. Doorenbos, 'Vraagtekens bij de nieuwe voorkenniswetgeving', in: *Ondernemingsrecht* 2000, 1, p. 3.
- 12 Rb. Amsterdam 29 februari 2000, Parketnummer 13/009058-99.
- 13 F.M.A. 't Hart, in: *TvE* 2000, afl. 3, p. 52.
- 14 Zie bijvoorbeeld over de invloed van geruchten: D.R. Doorenbos, 'Beurshandel, geruchten en voorwetenschap', in: *DD* 30, 2000, afl. 10, p. 968. Doorenbos geeft in dat artikel eerst aan dat een gerucht vaak vaag en te weinig concreet is en derhalve in de regel niet lijkt te kunnen worden aangemerkt als bijzonderheid in de zin van artikel 46 Wte. Later concludeert hij dat 'het laten vervallen van het vereiste dat inzicht bestaat in de te verwachten richting van de koers impliceert dat ook als de informatie waarover wordt beschikt nogal "ongericht" is, toch sprake kan zijn van voorwetenschap'. Dit heeft tot gevolg dat handelen op grond van speculatieve informatie risikant is. Zo zijn ook geruchten binnen de reikwijdte van de wet gebracht.
- 15 TK 1987-1988, 19 935, nr. 5, p. 6, alsmede TK 1996-1997, 25 095, nr. 5, p. 15.
- 16 M. Doorenbos, 'Beurshandel, geruchten en voorwetenschap', in: *DD* 30, 2000, afl. 10, p. 962.

## Misbruik van voorwetenschap

- 17 AEX Brochure, 'Beursgenoteerde ondernemingen en koersgevoelige informatie'.
- 18 G.T.J. Hoff, 'Voorwetenschap: de stand van zaken', in: *Dossier* 2001, nr. 45, p. 32.
- 19 De MvT geeft merkwaardigerwijs aan dat het feit dat de openbaarmaking duidelijk merkbare invloed op de koers zou kunnen hebben voldoende is om te kunnen spreken van koersgevoelige informatie. Zie TK 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 7 en H.J. Tulp, 'Naar de beurs of niet?', *Ondernemingsrecht* 2000, 9, p. 22.
- 20 J. Italianer, 'De gewijzigde voorwetenschapswetgeving', in: *Dossier* 1999, nr. 38, p. 28-32 en in: *Ondernemingsrecht* 2000, 9, p. 22.
- 21 F.M.A. 't Hart, a.w.
- 22 JOR 1000, 154, m.nt. Italianer.
- 23 Italianer merkt in zijn noot terecht op dat richtlijnconforme interpretatie noodzakelijk is, daar uit de wetsgeschiedenis blijkt dat op verschillende tijdstippen tegenstrijdige uitspraken over de vereiste mate van de te verwachten koersinvloed zijn gedaan. De MvT meldt 'duidelijk merkbare' respectievelijk 'duidelijke' invloed op de koers, terwijl later gesteld wordt dat het woord 'merkbaar' overbodig is en de toevoeging 'duidelijk' slechts tot de onjuiste veronderstelling kan leiden dat er pas sprake is van koersgevoelige informatie als de te verwachten koersbeweging een bepaalde minimumgrens zou overschrijden. De aanduiding 'aanwijsbare' invloed is volgens Italianer dan ook in overeenstemming met de richtlijn en 'werkbaar'.
- 24 TK 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 6.
- 25 Het Hof spreekt op grond van de publicaties van 'zou kunnen vertrekken' en niet 'zou vertrekken'. Een vertrek van Pieper was dus een mogelijkheid en niet meer. Daarnaast kunnen vraagtekens gezet worden bij de status van het bericht in de *San Jose Mercury News* en het wel of niet geplaatst zijn van het bericht in het *Financieele Dagblad*.
- 26 Zie ook TvE 2000, 6/7, p. 134 voor bespreking van deze uitspraak.
- 27 Zie hierover de Nota van toelichting bij de Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999, *Start*, 122, p. 13.
- 28 D.R. Doorenbos, 'Vraagtekens bij de nieuwe voorkenniswetgeving', in: *Ondernemingsrecht* 2000, 1, p. 8.
- 29 J.R. Glasz, 'Met de vrije hand in het haar', in: *Ondernemingsrecht* 1999, 17, p. 467.
- 30 JOR 2001, 13.
- 31 H.J. Tulp, a.w., p. 4.
- 32 J.M. van Dijk, *Tekst & Commentaar*, 2000, p. 896.
- 33 De dato 9 november 1999.
- 34 H.J. Tulp, a.w. p. 4.
- 35 F.M. 't Hart, in: *TvE* 2001, 1, p. 11.
- 36 Idem vorige noot.
- 37 J. Italianer in zijn noot bij de uitspraak. Zie de hiervoor besproken zaak van Van der Poel, JOR 2000, 154.
- 38 Zie de noot van Italianer.
- 39 Rb. Amsterdam, 11 juli 2001, JOR 2001, 162, m.nt. Italianer. Zijn opmerkingen verwerk ik in deze bespreking.
- 40 Het Besluit van 17 december 1998, houdende bepalingen ter uitvoering van artikel 46 lid 4 Wte 1995, *Stb.* 1998, 717.
- 41 Het verbod is niet van toepassing op het in het kader van een personeelsregeling toekennen van opties, converteerbare obligaties, *warrants* dan wel soortgelijke rechten op aandelen of certificaten van aandelen, indien het voornemen daartoe ten minste twee maanden voorafgaande aan de toekenning aan de STE kenbaar is gemaakt. Het verbod is evenmin van toepassing op het in het kader van een personeelsregeling uitoefenen van toegekende opties, omwisselen van converteerbare obligaties of uitoefenen van uitgegeven *warrants* dan wel soortgelijke rechten op aandelen of certificaten van aandelen, op de expiratedatum van dit recht dan wel binnen een periode van vijf werkdagen voorafgaande aan die datum; noch op de verkoop van de met de uitoefening van deze rechten verworven aandelen of certificaten van aandelen binnen deze periode, mits de betrokkene ten minste twee maanden voor expiratie schriftelijk aan de rechtspersoon, vennootschap of instelling kenbaar heeft gemaakt tot verkoop te zullen overgaan. De uitzonderingen dekken niet het toekennen van aandelen of certificaten van aandelen bij wijze van bonus.
- 42 De Minister van Financiën schrijft in het kader van het begrip 'bestendige gedragslijn' dat 'in de voorwaarden van de regel [dient te worden opgenomen] dat keuzevrijheid ten aanzien van het accepteren van een pakket opties niet is toegelaten. Bestuurders zijn derhalve ook verplicht om bij een door hen op een bepaald moment verwachte ongunstige koersontwikkeling de volledige (fiscaal belaste) set opties aan zichzelf toe te kennen'. Zie J.W. Hoevers, 'Een jaar voorwetenschap; invloed op personeelsoptieregelingen wordt zichtbaar', in: *V&O* 2000, afl. 2, p. 23.
- 43 J.W. Hoevers, a.w. p. 23.
- 44 D.R. Doorenbos, 'Vraagtekens bij de nieuwe voorkenniswetgeving', in: *Ondernemingsrecht* 2000, 1, p. 7.
- 45 D.R. Doorenbos, a.w. p. 7.
- 46 In maart 2000 heeft Content een transactie gesloten met het OM. Content heeft zich verplicht een boete te betalen van f 250.000. Als onderdeel van de transactie wordt een bedrag van f 3.000.000 door tussenkomst van de VEB als vergoeding betaald aan beleggers die aandelen Content op de bewuste beursdagen hebben verkocht. Het OM kondigde strafvervolgung aan tegen de feitelijke leidinggevers van de verboden gedragingen (artikel 51 WvSr). Zie G.T.J. Hoff, a.w. p. 34.
- 47 Er wordt een beroep gedaan op artikel 1 aanhef en a en c van het Besluit.
- 48 Zie de noot van Italianer bij deze uitspraak.
- 49 De rechtbank moet ook de vraag beantwoorden of de opties beursgenoteerde effecten zijn. Het OM heeft het toekennen van personeelsopties ten laste gelegd als handel in beursgenoteerde effecten. De rechtbank is hier kort over: opties zijn niet beursgenoteerd. Zij zijn wel gerelateerd aan de waarde van de onderliggende aandelen. Aangezien de opties geen beursgenoteerde effecten zijn, is het ten laste gelegde feit niet bewezen.
- 50 Zie de eerder gemaakte opmerkingen over dit begrip. Zoals gesteld dient geabstraheerd te worden van actuele omstandigheden. De wetgever lijkt dit te hebben willen vastleggen doordat tevens wordt geëist dat ten minste twee maanden voorafgaand aan de toekenning van opties als hier bedoeld het voornemen daartoe bekend wordt gemaakt. Echter, in de periode in geding gold deze meldingsplicht nog niet, zodat de 'buffertermijn' ontbreekt.
- 51 De verdachte voert aan dat de vertraging in de toekenning veroorzaakt is door de drukte rond de besprekingen met Crefy's. De rechtbank acht dit aannemelijk. Voorts aanvaardt de rechtbank ook het verweer dat voor de bekorting van de acceptatietermijn een fiscale reden bestond. Inzake de verhoging van het toegekende aantal opties voert de verdachte aan dat dit haar grond vindt in het extra werk dat verdachte heeft moeten verrichten in verband met het terugtreden van de directievoorzitter. De rechtbank acht dit niet onaannemelijk.
- 52 Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmissbruik), Toelichting, p. 2.
- 53 PB C L 334 van 18.11.89, p. 30-32.
- 54 In bijzondere omstandigheden zullen uitzonderingen moeten worden toegestaan, zodat sommige verbodsbepalingen niet

## Misbruik van voorwetenschap

- van toepassing zullen zijn (*safe harbours*). Hiervoor moet dan sprake zijn van volstrekt begrijpelijke economische redenen. Aldus de Toelichting, p. 5.
- 55 Hieronder worden onder andere verstaan: effecten volgens de definitie van Richtlijn 93/22/EEG, rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging, geldmarktinstrumenten, financiële *futures*, rentetermijncontracten, rente- en valuta *swaps* en *swaps* betreffende aan aandelen of een aandelenindex gekoppelde *cash flows* (*'Equity swaps'*), opties ter verwerving of vervreemding van de hier genoemde instrumenten (valuta- en renteopties), grondstoffenderivaten.
- 56 Toelichting, p. 6.
- 57 Aangenomen wordt dat een rechtspersoon zich als ingewijde kan gedragen, bijvoorbeeld doordat hij voorwetenschap ten eigen voordele gebruikt.
- 58 Bijvoorbeeld transacties waarbij de feitelijke eigendom van de financiële instrumenten niet daadwerkelijk verandert of activiteiten van een persoon of personen op basis van onderlinge afspraken om de koers van een financieel instrument tot een kunstmatig hoog niveau op te drijven en de eigen financiële instrumenten vervolgens massaal te verkopen.
- 59 Geen misleiding van het publiek, de vertrouwelijkheid van de voorwetenschap moet gegarandeerd zijn.
- 60 Toelichting, p. 9.