Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Mr. D.R. Doorenbos

Voorwetenschap en koersmanipulatie

In deze bijdrage wordt een beknopt overzicht gegeven van de stand van zaken op het terrein van voorwetenschap en koersmanipulatie. Daarbij wordt telkens afzonderlijk aandacht besteed aan de Europese richtlijn inzake marktmisbruik die thans in voorbereiding is, omdat die richtlijn voorschriften inhoudt die voor beide onderwerpen van belang zijn.

Voorwetenschap

Wet- en regelgeving, praktijkervaring

Sinds de introductie van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap bij de handel in effecten is er nogal wat aandacht geweest voor het praktisch functioneren van deze strafbaarstelling. De eerste testcase, de veelbesproken HCS-affaire, leidde wel tot belangwekkende jurisprudentie,[1] maar leverde uiteindelijk niet de door het openbaar ministerie beoogde veroordeling op. Die uitkomst bevestigde het beeld van handel met voorwetenschap als 'onbewijsbaar verschijnsel'; een beeld dat in de media steeds weer bleef opdoemen, ook al gaf de praktijkervaring daar weinig aanleiding toe. Naast de HCS-affaire werden er immers in de eerste zes jaar van het bestaan van de strafbaarstelling geen andere voorkenniszaken aan de rechter voorgelegd. Toen de regering direct na de HCS-affaire besloot tot een ingrijpende wijziging en uitbreiding van de strafbaarstelling teneinde de effectiviteit daarvan te verbeteren, kon dat dus niet worden gerechtvaardigd door andere teleurstellende ervaringen dan die ene affaire: een wel erg smalle basis voor het vergaande voorstel dat in 1998 moeiteloos tot wet werd verheven.[2]

Indien de wetgever wat meer geduld zou hebben gehad, zou hij inmiddels hebben kunnen zien hoe de feitenrechter bij herhaling bereid blijkt met betrekkelijk weinig bewijs genoegen te nemen. De bewijslast van handel in voorwetenschap is in de praktijk dan ook lang niet zo zwaar als in de media wel wordt gesuggereerd. Ter illustratie daarvan kan worden gewezen op een kleine reeks rechterlijke uitspraken waarin ontkennende verdachten met behulp van overwegend indirect bewijs of *circumstantial evidence* toch zijn veroordeeld: de zaak-Weweler[3], de zaak-Nedlloyd[4] en de zaak-Pie Medical.[5] Elk van deze zaken is berecht op basis van de oude strafbaarstelling en in elk van de zaken is de feitenrechter tot een bewezenverklaring gekomen.

De feitenrechter lijkt bij zijn oordeelsvorming gewicht toe te kennen aan factoren als:

a de timing van de transactie: hoe korter vóór de openbaarmaking van koersgevoelig nieuws, des te opvallender;
b aanwijzingen voor 'haast' aan de kant van de handelende persoon zoals het aandringen op spoed en/of het negeren van andersluidend advies van een bank of beleggingsadviseur;
c de aard van de transactie – grofweg: opties of aandelen – waarbij de feitenrechter geneigd lijkt optietransacties 'verdachter' te vinden dan aandelentransacties, gelet op het vermeend speculatieve karakter daarvan;
d de omvang van de transactie, waarbij de gedachte lijkt te zijn dat grotere transacties 'verdachter' zijn dan kleinere;
e de wijze van financiering, waarbij de omstandig-

1 Zie met name HR 27 juni 1995, *NJ* 1995, 662, m.nt. Schalken.

2 Wet van 26 maart 1998, *Stb*. 1998, 320. Deze wet trad deels in werking op 1 januari 1999 en deels op 1 april 1999. Zie het Besluit van 17 december 1998, *Stb*. 1998, 718.

3 Rechtbank Amsterdam 3 januari 1997, *NJ* 1997, 241.

4 Hof Amsterdam 20 februari 2001, niet gepubliceerd.

5 Hof Amsterdam 25 september 2001, te vinden op www.rechtspraak.nl onder ELRO-nr. AD 3854.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

heid dat de transactie wordt aangegaan met geleend geld opvallend wordt gevonden;

f de vraag of de transactie is afgeschermd, bijvoorbeeld door haar te laten lopen via een afzonderlijke of nieuw geopende rekening en/of via een buitenlandse bank, of doordat de handelende persoon heeft aangedrongen op geheimhouding jegens derden dan wel het plaatsvinden van de transactie tegenover derden heeft ontkend;

g de vraag of sprake is van een 'first time'-belegger, waarbij de gedachte lijkt te zijn dat de transactie van iemand die zich voor het eerst met effectenhandel bezighoudt verdachter is dan de transactie van een ervaren belegger;

h het persoonlijk beleggingsprofiel: placht deze persoon wel vaker te handelen in dergelijke effecten en in dergelijke hoeveelheden of is deze transactie atypisch te achten;

i de concrete marktomstandigheden: hoe opvallend was de transactie in het licht van de omzetten en het koersverloop voorafgaande en tijdens de betrokken handelsdag;

j de informatievoorziening: wat was er ten tijde van de transactie reeds bekend in de markt, was er sprake van relevante publicaties en/of geruchten;

k aanwijzingen voor het bestaan van relaties tot potentiële bronnen (insiders van de betrokken onderneming);

l eventuele inconsistenties in de verklaringen van de verdachte;

m de vraag hoe de verdachte zich na zijn transactie heeft gedragen: heeft hij onmiddellijk zijn winst genomen (verdacht) of heeft hij zijn effecten aangehouden (minder verdacht)?

Op de bewijswaarde van deze omstandigheden valt zeker het nodige af te dingen, maar dit is niet de plaats voor een nadere beschouwing daaromtrent. Ik volsta hier met de vaststelling dat ingeval de toetsing aan al deze vraagpunten de feitenrechter leidt tot de conclusie dat de transactie in kwestie (zeer) opmerkelijk c.q. zeer verdacht is, terwijl de lezing die de verdachte heeft gegeven aangaande zijn (motieven voor zijn) handelen om de een of andere reden tegenstrijdig en/of ongeloofwaardig wordt gevonden, er een veroordeling zal kunnen volgen, zelfs wanneer niet is vastgesteld dat tussen de verdachte en de onderneming in kwestie enigerlei relatie bestond.[6]

Deze stand van zaken is opmerkelijk, omdat het hier uiteindelijk gaat om het toerekenen of aanwezig achten van soms zeer gedetailleerde inhoudelijke kennis. Dat gaat een forse stap verder dan het toerekenen of aanwezig achten van opzet, dat immers vaak niet veel meer is dan een bepaalde mate van bewustheid in het handelen. Een algemeen bewustzijn bij het handelen zal in de regel aanzienlijk gemakkelijker zijn af te leiden uit de omstandigheden dan een specifieke bekendheid met bepaalde informatie. En omdat de effectentransactie die met voorwetenschap is verricht of bewerkstelligd zich uiterlijk in niets onderscheidt van de effectentransactie die, wellicht tezelfdertijd, is verricht of bewerkstelligd zonder dat de handelende persoon over zulke voorwetenschap beschikte, terwijl bovendien tal van beleggers zich bij het handelen op de beurs meer laten leiden door emotionele en speculatieve overwegingen dan door puur rationeel gedrag, is het toerekenen van voorwetenschap aan degene die handelde zonder in de ogen van de rechter een 'goed verhaal' te hebben, een gevaarlijke stap. Het is niet vanzelfsprekend dat een strafrechter bij gebreke van direct bewijs voor de aanwezigheid van voorwetenschap, met (veel) minder genoegen neemt.

Naast de hierboven vermelde veroordelingen zijn intussen ook wel vrijspraken te noteren. De zaak-BolsWessanen, waarin een hele reeks verdachten terecht stond die door het openbaar ministerie via een vermeende 'Kennemer-connectie' in verband werden gebracht met een bron binnen de onderneming in kwestie, eindigde (ook in hoger beroep) in vrijspraken.[7] En ook een van de twee verdachten in de zaak-Flexovit werd vrijgesproken: de kennis waarover hij – onweersproken – had beschikt, voldeed naar het oordeel van de rechtbank niet aan de wettelijk omschrijving van voorwetenschap. Zijn medeverdachte werd overigens wel veroordeeld.[8] Deze laatste zaak is thans in hoger beroep aanhangig. Hier staat niet een discussie omtrent *circumstantial evidence* centraal, maar veeleer de vraag hoe reëel een overnamedreiging moet zijn om alle handel van degene die met die dreiging bekend is te blokkeren.

De wetgever die, zoals gezegd, niet heeft willen wachten tot het moment waarop een wat ruimere

6 Zie met name de hierboven aangehaalde zaak-Nedlloyd, die ten tijde van het schrijven van deze bijdrage aanhangig is bij de Hoge Raad.

7 Zie Rechtbank Amsterdam 16 juli 1998, *JOR* 1998, 136, m.nt. Italianer, alsmede Hof Amsterdam 24 september 1999 (niet gepubliceerd).

8 Zie Rechtbank Amsterdam 29 februari 2000, te vinden op www.rechtspraak.nl onder ELRO-nr. AA5016.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

ervaring met de strafbaarstelling zou zijn opgedaan dan die ene (kennelijk teleurstellende) in de HCS-affaire, heeft de reikwijdte van de strafbaarstelling via de wetswijziging van 1998 fors verruimd. Sedertdien valt ook een aanzienlijk gedeelte van de derivatenhandel binnen de wettelijke werkingssfeer. Verder strekt de strafbaarstelling zich na die wetswijziging mede uit tot de zogeheten '*as, if and when issued*'-handel, i.e. de handel die voorafgaat aan een beursnotering (ook wel spookhandel of grijze handel genoemd). Diverse delictsbestanddelen werden geschrapt, zoals met name het voordeelsvereiste, het vereiste van het geheim karakter van de informatie en het vereiste van het inzicht in de richting van de koersontwikkeling.[9]

Bij al die verruimingen ontstond uiteraard het gevaar dat ook onschadelijke gedragingen zouden worden gecriminaliseerd. Met het oog daarop is de wetgever er uiteindelijk toe overgegaan een groot aantal uitzonderingscategorieën te omschrijven van effectentransacties die buiten de wettelijke verbodsbepaling vallen.[10] Zo is het onder omstandigheden toelaatbaar dat ondernemingen opties toekennen aan insiders, ook al beschikken beide partijen ten tijde van die toekenning over voorwetenschap. Aan welke voorwaarden daarbij moet worden voldaan, lijkt op het eerste gezicht duidelijker dan het is. Zo behoort de onderneming die de opties toekent daarbij een 'bestendige gedragslijn' te hanteren, zonder dat de regelgeving precies aangeeft wat daaronder nog wel en wat daaronder niet meer kan worden verstaan. Ook biedt de wetgeving mogelijkheden voor inkoop van eigen aandelen ter dekking van leveringsverplichtingen, zonder dat de aanwezigheid van voorwetenschap daarbij een be-lemmering hoeft te vormen. Maar ook deze uitzondering is aan voorwaarden onderhevig waarvan op voorhand niet helder is hoe ruim of strikt deze moeten worden uitgelegd. De zaak-Content illustreert op beide onderdelen de interpretatiemoeilijkheden waarmee de praktijk zich geconfronteerd weet. Het vonnis van de Rechtbank Amsterdam in deze zaak[11] komt aan deze moeilijkheden in belangrijke mate tegemoet en geeft enkele goed bruikbare richtlijnen.[12] Tegen het vonnis is overigens wel hoger beroep ingesteld.

Naast een verlichting van de bewijslast in de context van de verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995 voorzag de wetswijziging van 1998 in een afzonderlijke strafbaarstelling van 'tippen' en 'hinten' in de vorm van een nieuw artikel 46a Wte 1995. De formulering van deze laatste verbodsbepaling is zodanig dat zij aanleiding geeft tot tal van interpretatievragen. Een daarvan was die van de (on)toelaatbaarheid van het gebruik van analistenrapporten, een kwestie die thans wordt gereguleerd door een beleidslijn van de voormalige Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE), sinds 1 maart 2002 de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM) geheten. Kortheidshalve volsta ik hier met een verwijzing naar die beleidslijn.[13]

Een andere vraag was die naar de (on)toelaatbaarheid van het polsen van grootaandeelhouders aangaande hun bereidheid tot het verlenen van medewerking aan een eventueel overnamebod. Ook die kwestie zal praktisch worden opgelost door de uitvaardiging van een beleidsstandpunt van de Autoriteit-FM dat ten tijde van het schrijven van deze bijdrage nog in consultatie was. Het standpunt komt erop neer dat het bedoelde polsen van of sonderen bij grootaandeelhouders toelaatbaar wordt geacht, omdat het valt te brengen onder de uitzonderingsclausule van een verbodsbepaling van artikel 46a Wte 1995: het mededelen van voorwetenschap aan een derde is toelaatbaar indien en voorzover dat geschiedt in het kader van de normale uitoefening van het beroep, het werk of de functie van de insider.[14]

Naast verruiming van de bestaande verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995 en introductie van de nieuwe verbodsbepaling van artikel 46a Wte 1995, bracht de wetswijziging tevens een stelsel van meldingsverplichtingen voor bepaalde categorieën van functionarissen van beursgenoteerde ondernemingen, zoals bestuurders, commissarissen en grootaandeelhouders. Deze verplichtingen hebben betrekking op alle transacties die deze functionarissen verrichten of bewerkstelligen in de effecten van de onderne-

9 Zie daarover nog D.R. Doorenbos, 'De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap', in: *NJB* 1996, p. 1805-1810, en F.G.H. Kirsten, 'Misbruik, gebruik of handelen met voorwetenschap?', in: *De NV* 1997, p. 131-138.

10 Zie met name artikel 46 leden 3 en 4 Wte 1995 juncto artikel 1 van het Besluit van 17 december 1998, *Stb.* 1998, 717, waarover S.E. Eisma, 'Nieuwe wettelijke bepalingen inzake voorwetenschap', in: *Ondernemingsrecht* 1999, p. 64-68.

11 Rechtbank Amsterdam 11 juli 2001, *JOR* 2001, 162, m.nt. Italianer.

12 Vergelijk ook H.J.Th. Biemond, 'Het vonnis in de Content-zaak onder de loep genomen', in: *V&O* 2001, p. 146-148.

13 Zie nader D.R. Doorenbos, 'Analistenrapporten en voorkennis', in: *V&O* 1999, p. 69-73, en C.M. Grunmann-Van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, 4e druk, Den Haag 2002, p. 214-216.

14 Vergelijk hiermee ook B. Falkena, 'Beursovername en Voorwetenschap', in: *TvE* 2002, p. 95-101.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

ming waaraan zij verbonden zijn. De gedane meldingen worden door de Autoriteit-FM openbaar gemaakt door deze te plaatsen op haar website. De strekking van de meldingsverplichtingen is tweeledig: preventie van handel met voorwetenschap en vergroting van de pakkans. Gebleken is, dat de openbaarmaking van de individuele transacties van insiders gemakkelijk aanleiding kan geven tot journalistieke speculaties omtrent de motieven voor die transacties. De transparantie dreigt zo nu en dan uit te monden in een soort *trial by media*.

Richtlijn marktmisbruik

Na haar introductie in 1989 werd de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap in 1992 overgebracht naar de Wet toezicht effectenverkeer. Bij die gelegenheid werd zij al licht aangepast aan de Europese standaard zoals neergelegd in de Richtlijn van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden.[15] Bij de meer ingrijpende wijzigingen en uitbreiding in 1998 werd nog nauwer aansluiting gezocht bij deze richtlijn.

In mei 2001 kwam de Europese Commissie van de EU met een voorstel voor een Richtlijn betreffende marktmisbruik.[16] De term 'marktmisbruik' omvat zowel marktmanipulatie als gebruik van voorwetenschap. Het is de bedoeling dat de nieuwe richtlijn in de plaats zal treden van de richtlijn uit 1989.

De Richtlijn betreffende marktmisbruik voorziet onder meer in actualisering en aanscherping van de verbodsbepalingen inzake handel met voorwetenschap en het doorgeven van voorwetenschap. Voor de Nederlandse wetgeving zal dit vermoedelijk niet veel consequenties hebben, nu onze verbodsbepalingen al sinds 1999 bijzonder ruim zijn geformuleerd. Wel is het echter de vraag, of en in hoeverre de diverse uitzonderingsbepalingen die in onze regelgeving zijn opgenomen (zie hiervóór) gehandhaafd zullen kunnen worden.

Opmerkelijk is nog, dat de definitie van voorwetenschap in de nieuwe richtlijn het vereiste dat de informatie koersgevoelig moet zijn enigszins lijkt te verzwaren. Volgens de richtlijn zou het namelijk moeten gaan om informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten in kwestie. Volgens de huidige nationale verbodsbepaling is daarentegen reeds voldoende dat de openbaarmaking van de informatie enigerlei aanwijsbare invloed op de koers zou kunnen hebben. Een bepaling die het de lidstaten mogelijk maakt strengere voorschriften te hanteren dan die welke de nieuwe richtlijn voorop stelt, ontbreekt hier, anders dan in de richtlijn van 1989. Dat lijkt te betekenen dat de nationale verbodsbepaling op dit punt moet worden aangepast.

Naast verbodsbepalingen betreffende het gebruik en de omgang met voorwetenschap bevat de richtlijn betreffende marktmisbruik ook een bepaling die onder omstandigheden verplicht tot een zo spoedig mogelijke openbaarmaking van vertrouwelijke informatie. Voor beursvennootschappen vloeit deze verplichting naar huidig recht voort uit het bekende artikel 28h van het Fondsenreglement van Euronext; zij is echter als zodanig nog niet in de wet vastgelegd.[17] Het ziet ernaar uit dat ook dit belangrijke onderdeel van de zelfregulering – waarover inmiddels veel jurisprudentie tot stand is gebracht door de Commissie Fondsenreglement, die oordeelt over de naleving van (onder meer) artikel 28h van het Fondsenreglement – zal gaan behoren tot het werkterrein van de Autoriteit-FM. Met het oog op uniformiteit in de toepassing van rechtsregels is dat overigens geen ongunstige ontwikkeling. Alleen al door het uiteenlopen van de terminologie in artikel 28h Fondsenreglement en (bijvoorbeeld) de artikelen 46 e.v. van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 bestaat immers in de praktijk in bepaalde situaties onduidelijkheid over de te volgen gedragslijn.[18]

Waar de richtlijn ook een wetswijziging teweeg zal brengen, is op het punt van de onderzoeksbevoegdheden van de Autoriteit-FM. Naar huidig recht is het zo dat de bevoegdheden van de Autoriteit-FM om inlichtingen in te winnen naar aanleiding van signalen die op gebruik van voorwetenschap wijzen, in hun reikwijdte beperkt zijn tot (ruw samengevat) onder toezicht gestelde personen en instellingen en

15 Richtlijn 89/592/EEG, Pb. EG 1989, L 334/40. Zie daarover onder andere D.R. Doorenbos, *Financieel strafrecht* (diss. KU Nijmegen), Deventer 1992, p. 374-381.

16 COM/2001/281, PB C240, p. 265 e.v. Zie onder andere C.M. Crum en F.G.H. Kirsten, 'Bouwen aan de interne markt: de richtlijn inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (market abuse)', in: *Ondernemingsrecht* 2002, p. 9-14 en D.H. Cross, 'EG-initiatieven inzake marktmisbruik en transparantie', in: *TvE* 2002, p. 31-35.

17 Vergelijk overigens wel artikel 5 Wte 1995 juncto artikel 9 Bte 1995, welke bepalingen gelden voor ondernemingen die effecten uitgeven die geen beursnotering hebben.

18 Vergelijk in dit verband onder andere H.F. van Druten, H.Q.P. Holtrop en M. van Schuppen, 'Openbaar bod en koersgevoelige informatie', in: *V&O* 2000, p. 7-10.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

(aspirant-)vergunninghouders. De inlichtingenbevoegdheid strekt zich niet uit tot eenieder, een beperking die de Autoriteit-FM reeds lang een doorn in het oog is. De nieuwe richtlijn draagt de lidstaten echter op dat zij een bevoegde autoriteit aanwijzen die moet toezien op de naleving van de door de richtlijn bestreken gedragingen – voor Nederland: de Autoriteit-FM – en dat zij die autoriteit met een minimumset van controle- en onderzoeksbevoegdheden dienen uit te rusten. Ook de Nederlandse wetgeving zal de Autoriteit-FM derhalve het recht moeten toekennen om iedere persoon om inlichtingen te kunnen verzoeken en zonodig een getuigenverklaring te kunnen verlangen.[19]

De richtlijn bevat overigens niet alleen voorschriften over verbodsbepalingen, gebodsbepalingen en onderzoeksbevoegdheden, maar behelst ook een voorschrift dat betrekking heeft op de noodzakelijke sancties. Opmerkelijk is daarbij, dat de lidstaten wordt opgedragen erin te voorzien dat hun bevoegde autoriteit iedere sanctie die zij oplegt ter zake van schending van de voorschriften betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie openbaar mag maken. Dit, tenzij deze openbaarmaking de financiële markten in gevaar zou brengen of onevenredige schade zou brengen aan de betrokken partijen. In de huidige effectenwetgeving is een dergelijke bepaling reeds opgenomen,[20] een bepaling waarmee door de Autoriteit-FM ook reeds – buiten de context van voorwetenschap overigens – geëxperimenteerd is. In zaken waarin het gaat om vermeende *insider trading* of marktmanipulatie lijkt het hanteren van deze maatregel sterk op het opleggen van de bijkomende straf van openbaarmaking.[21] Wanneer wordt bedacht dat deze openbaarmaking reeds kan plaatsvinden voordat het sanctiebesluit onherroepelijk is en dus nog (in twee instanties) kan worden aangevochten bij de bestuursrechter, is duidelijk dat het in stelling brengen van deze moderne 'schandpaal' bepaald niet onbedenkelijk is.

Koersmanipulatie

Wet- en regelgeving, praktijkervaring

Vraag en aanbod bij het beleggend publiek bepalen de beurskoersen. Vraag en aanbod worden gestuurd door koop- en verkooporders, maar worden ook in belangrijke mate beïnvloed door de informatievoorziening. De onderneming die een winstwaarschuwing doet uitgaan, kan verwachten dat de vraag naar haar effecten afneemt en het aanbod daarvan toeneemt, zodat een koersdaling in de rede ligt. De onderneming die met mooie cijfers naar buiten komt, mag een omgekeerde reactie verwachten.

Wie invloed uitoefent op de vraag naar of op het aanbod van de effecten van een bepaalde onderneming, kan aldus de beurskoers beïnvloeden. Dat kan bijvoorbeeld door middel van het plaatsen van grote koop- of verkooporders of door het publiceren van informatie die geschikt is om het beleggend publiek in beweging te brengen.[22] Op zichzelf is dat niet ongeoorloofd, maar wanneer deze beïnvloeding van (de totstandkoming van) de beurskoers de strekking heeft de markt te misleiden, zal gesproken kunnen worden van koersmanipulatie.

Koersmanipulatie is strafbaar gesteld in artikel 334 Sr, maar uitsluitend indien zij plaatsvindt door middel van 'het verspreiden van een leugenachtig bericht' en daarbij tevens wordt gehandeld 'met het oogmerk om zich of een ander wederrechtelijk te bevoordelen'.

De reikwijdte van deze strafbepaling is dus zeer beperkt.[23] De meer subtiele vormen van koersmanipulatie, bijvoorbeeld het openlijk (in de media) speculeren over het doen van een (alternatief) overnamebod teneinde een bestaande positie nog beter te kunnen afwikkelen, zullen al snel aan de werking van deze strafbepaling ontsnappen, omdat de leugenachtigheid daarvan niet gemakkelijk te bewijzen zal zijn. En ook het manipuleren van een beurskoers door middel van handelingen – geforceerde verkopen, stelselmatig kopen op het slot van de handelsdag, onderling afgestemde transacties enzovoorts – vallen niet onder deze strafbepaling zolang zij maar niet gepaard gaan met enig leugenachtig bericht.

19 Zie overigens artikel 12 van de concept-Richtlijn betreffende marktmisbruik.

20 Zie artikel 48m Wtb 1995.

21 Vergelijk artikel 9 lid 1 onder b Sr en artikel 7 onder g WED.

22 Tentatief kan gesteld worden dat de koers van kleinere fondsen, waarin betrekkelijk weinig handel plaatsvindt, zich relatief goed zal lenen voor beïnvloeding door middel van beurstransacties, terwijl de koers van grotere fondsen, waarin veelvuldig wordt gehandeld, beter te beïnvloeden zal zijn door middel van het verspreiden van informatie.

23 Zie nader D.R. Doorenbos, *Financieel strafrecht* (diss. KU Nijmegen), Deventer 1992, p. 291 e.v.

Dit artikel uit Onderneming en Financiering is gepubliceerd door Boom juridisch en is bestemd voor anonieme bezoeker

Voor effecteninstellingen is er intussen overigens een ruimere verbodsbepaling, namelijk die van artikel 32 van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999. Deze bepaling strekt zich wel mede uit tot 'misleidende handelingen' respectievelijk tot

> *'het creëren van een misleidende voorstelling van zaken met betrekking tot financiële instrumenten, de handel daarin of het beïnvloeden van transacties in financiële instrumenten door anderen, door middel van […] het verrichten van één of meer transacties in de desbetreffende financiële instrumenten'.*[24]

Ook voor de toegelaten instellingen van Euronext gelden strengere voorschriften.[25]

In de Nederlandse effectenwetgeving ontbreekt echter nog steeds een algemene, voor eenieder geldende verbodsbepaling die zich richt tegen koersmanipulatie door misleidende informatieverstrekking én koersmanipulatie door misleidende gedragingen.

Richtlijn marktmisbruik

In de hierboven al aangehaalde concept-Richtlijn marktmisbruik wordt gestreefd naar de totstandkoming van gemeenschappelijke voorschriften op Europees niveau tegen het fenomeen marktmanipulatie. Onder marktmanipulatie wordt in deze richtlijn verstaan:

a 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 marktkoers 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;

b 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 deze (ruime) definitie staat het gedrag van de betrokken personen centraal en niet zozeer hun bedoeling of oogmerk.[26] Krachtens artikel 5 van deze richtlijn zouden de lidstaten van de EU alle natuurlijke of rechtspersonen moeten verbieden de markt te manipuleren. In deel B van de bijlage bij de richtlijn is een niet-uitputtende lijst van methoden opgenomen die worden gebruikt om de markt te manipuleren. Daaronder vallen onder meer diverse soorten beurstransacties die de schijn van activiteit in een fonds moeten wekken, zoals '*wash sales*' en '*improper matched orders*'. Ook bepaalde 'tijdgebonden' beurstransacties worden hierbij genoemd, zoals transacties met de strekking de slotkoers te beïnvloeden. Voorts omvat de opsomming van te verbieden handelingen op het gebied van informatie aanzienlijk meer dan alleen de leugenachtige berichtgeving waar ons artikel 334 Sr betrekking op heeft.

Overigens zal worden voorzien in uitzonderingen voor (bepaalde gevallen van) inkoop van eigen aandelen en voor gevallen van koersstabilisatie. Met name voor dat laatste fenomeen biedt ook onze huidige nationale wetgeving reeds de nodige ruimte.[27]

Indien de richtlijn wordt aangenomen, zal de Nederlandse wetgever tot actie moeten overgaan. Het lijkt het meest logisch dat de beoogde nieuwe verbodsbepaling zal worden opgenomen in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in hetzelfde hoofdstuk waar de verbodsbepalingen inzake gebruik van voorwetenschap en publieksmisleiding zijn ondergebracht. Er bestaat immers een duidelijke verwantschap tussen deze drie bepalingen. Het huidige artikel 334 Sr kan vervolgens worden geschrapt, evenals dat destijds is geschied toen de oude strafbepalingen inzake misbruik van voorwetenschap (artikel 336a Sr) en emissiebedrog (artikel 335 Sr) naar de Wet toezicht effectenverkeer werden overgebracht.[28]

Mr. D.R. Doorenbos is advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

24 Zie C.M. Grundmann-Van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, 4e druk, Den Haag 2002, p. 362 e.v.

25 Zie bijvoorbeeld gedragsregel 3004 van het Euronext Rule Book. Vergelijk in dit verband ook nog D.H. Cross, 'Koersmanipulatie', in: *TVVS* 1997, p. 33-36.

26 Zie nader C.M. Crum en F.G.H. Kirsten, a.w., p. 10-12.

27 Zie artikel 32 lid 3 juncto bijlage 6 van de Nadere Regeling toezicht effectenverkeer 1999 en artikel 1 onder d van het besluit van 17 december 1998, *Stb.* 1998, 717.

28 Vergelijk daarover reeds D.R. Doorenbos, *Financieel strafrecht* (diss. KU Nijmegen), Deventer 1992, p. 458 en 511.