

Recente jurisprudentie inzake voorwetenschap

Inleiding

Het leerstuk van de handel met voorwetenschap is door de omzetting van de Richtlijn Marktmissbruik¹ (hierna: de Richtlijn) – inmiddels geïmplementeerd in de Wet marktmissbruik² – volop in beweging. Nog kort voordat die wet op 1 oktober 2005 in werking is getreden, heeft de rechterlijke macht een aantal interessante uitspraken gewezen, die ik in dit artikel zal behandelen.

De opzet is dat de lezer inzicht verkrijgt in hoe de rechterlijke macht net voor de inwerkingtreding van de nieuwe wet tegenover dit onderwerp stond. De bespreking van deze uitspraken is van belang, omdat de interpretatie van de nieuwe wet deels tot stand zal komen aan de hand van de eerdere jurisprudentie. De Richtlijn is op dit punt weliswaar gericht op totale harmonisatie, maar onze nationale rechtscolleges zullen zich toch door deze jurisprudentie (van voor de omzetting) laten leiden.

Na deze inleiding behandel ik de volgende zaken: VPV, Flexovit en Kempen & Co.

Aan het eind geef ik aan hoe de rechterlijke macht over dit leerstuk net voor de implementatie van de Richtlijn dacht.

VPV³

In deze zaak waren er drie verdachten, de vermogensbeheerder Veer Palthe Voute N.V. (hierna: VPV), een bestuurder daarvan en een bestuurder van een dochteronderneming. Het ging kort gezegd om het volgende: VPV wilde vier houdstermaatschappijen overnemen, omdat die houdstermaatschappijen ten opzichte van de onderliggende aandelen ondergewaardeerd waren. Om het verzilveren van dat voordeel voor VPV aantrekkelijk te maken was het echter wel nodig een afspraak met de fiscus te maken.

De bestuurder van VPV is namens VPV in onderhandeling getreden met de fiscus, hetgeen op 2 december 1999 is geculmineerd in een mondelinge overeenkomst die op 10 december 1999 op schrift is gesteld. Er waren al veel eerder besprekingen geweest en de rechtbank was van mening dat de hoofdlijnen van de fiscale regeling al op 9 september 1999 vaststonden.

In de periode tussen 9 september 1999 en 3 december 1999 hebben de verdachten (VPV, en de beide medeverdachten ieder voor zich afzonderlijk) gehandeld in de aandelen van

1. Richtlijn 2003/6/EG van het Europese Parlement en de Raad van 28 januari 2003, betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik), PbEG 2003, L 96/16.
2. Wet van 23 juni 2005, Stb. 2005, 346.
3. Rb. Amsterdam 11 februari 2005, JOR 2005, 74 m.nt. F. Kristen.

de houdstermaatschappijen waarvan de overname de inzet van de besprekingen tussen de bestuurder van VPV en de fiscus was. De kernvraag in deze zaak is of de informatie over het overnameplan waarover de verdachten tijdens hun transactie beschikten (de stand van de besprekingen met de fiscus), als voorwetenschap is te kwalificeren.

De uitspraak is voor de overnamepraktijk van groot belang, omdat het neerkomt op de vraag wanneer informatie over een aanstaande overname via een openbaar bod als voorwetenschap kan worden aangemerkt.

Uit zijn noot bij de uitspraak blijkt dat Kristen van mening is dat wanneer de plannen zodanige vormen hebben aangenomen dat een aankondiging van het openbare bod redelijkerwijs verwacht mag worden, de informatie concreet genoeg is om als voorwetenschap te worden aangemerkt. In zijn perceptie hoeft het niet te gaan om harde feiten; genoeg is als de informatie niet meer behoort tot het domein van speculaties of geruchten.

Het is in die visie dus niet nodig dat er al een vastomlijnd overnameplan bestaat met daarin bijvoorbeeld details over de hoogte en datum van het bod. In de woorden van de rechtbank is het genoeg als 'de contouren van een overname al zichtbaar zijn' (r.o. 5.2.1).

Dat is een belangrijk gegeven voor partijen die een overname aan het voorbereiden zijn. Dit leidt tot de vraag wanneer de contouren van een overname zichtbaar worden.

De hiervoor beschreven vraag is een feitelijke die geheel afhankelijk is van de omstandigheden van het geval. Het is dan ook niet mogelijk om een waterdichte formule op te stellen aan de hand waarvan steeds kan worden beoordeeld of de contouren van een overname al zichtbaar zijn. Het is echter toch nuttig om stil te staan bij de omstandigheden die er in dit geval toe hebben geleid dat de rechtbank tot het oordeel is gekomen dat de informatie ten tijde van het verrichten van de transacties concreet genoeg was.

De rechtbank vond bij de beantwoording van deze vraag de volgende feiten relevant:

1. Een van de verdachten had al op 6 september 1999 een uitgewerkte notitie met financiële berekeningen aan het ministerie van Financiën gestuurd.
2. Het ministerie van Financiën had zich tijdens de eerdergenoemde bespreking van 9 september 1999 akkoord verklaard met de hoofdlijnen van het plan.
3. Er stonden voor beide partijen grote financiële belangen bij het al dan niet slagen van het plan op het spel.

Kristen is van mening dat, omdat er al op 9 september 1999 over een essentiële voorwaarde overeenstemming was bereikt, de nadien verrichte transacties met voorwetenschap zijn verricht. Dat de schriftelijke overeenkomst pas in december is getekend, is in zijn ogen niet van belang. Al

aangenomen dat er op 9 september 1999 reeds over de essentiële voorwaarde (de afspraak met de fiscus) overeenstemming was, is dat in mijn ogen niet toereikend. Het al dan niet doorgaan van het openbare bod was namelijk niet alleen daarvan afhankelijk. Immers, het feit dat er een afspraak met de fiscus was gemaakt, is nog geen garantie dat het openbare bod daadwerkelijk zou plaatsvinden.

Deze affaire had ook een Europeesrechtelijk aspect. De verdachten hebben tevens een beroep gedaan op de rechtstreekse werking van de Richtlijn, dan wel een richtlijn-conforme interpretatie van de wet zoals die toen gold. De raadslieden hebben betoogd dat de transacties pasten in een bestendig beleggingspatroon, zodat er geen sprake kon zijn van 'gebruikmaken van de informatie'. De eis van gebruikmaken bestond in de toen geldende wetgeving niet, maar het huidige artikel 46 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) roept die wel in het leven. Dat de verdachten al voornemens waren de transacties te verrichten voordat zij op de hoogte kwamen van de informatie, maakte voor de rechtbank echter niet uit.

Flexovit⁴

In deze zaak had de verdachte in de periode van 19 maart 1998 tot en met 21 april 1998 certificaten van aandelen in het fonds Flexovit International N.V. (hierna: Flexovit) doen kopen, terwijl hij van een viertal omstandigheden op de hoogte was:

1. dat een brief van een aantal grootaandeelhouders waarin zij hun ongenoegen uitten over de gang van zaken binnen de vennootschap, besproken was in zowel de raad van bestuur als de raad van commissarissen van Flexovit;
2. dat er besprekingen tussen Flexovit en Diamond Tools Group B.V. (hierna: DTG) over een eventuele nauwe samenwerking of overname van Flexovit door DTG gaande waren;
3. dat DTG de raad van commissarissen van Flexovit per brief had meegedeeld dat zij op korte termijn wilde praten over een eventuele overname waarbij aan een openbaar bod werd gedacht;
4. dat de statutair directeur van Flexovit overnamebesprekingen voerde met een vertegenwoordiger van Compagnie de Saint Gobain S.A.

Het hof heeft hier overtreding van artikel 46 Wte 1995 aangenomen, omdat het 'een feit van algemene bekendheid is dat de hiervoor genoemde bijzonderheden in onderling verband beschouwd koersgevoelig zijn', en dat de verdachte zich dus schuldig heeft gemaakt aan handel met voorwetenschap. De raadsman van de verdachte heeft acht cassatiemiddelen voorgesteld.

4. HR 31 mei 2005, NJ 2005, 458.

Het eerste middel klaagt erover dat het hof het delictsbestanddeel van de koersgevoeligheid heeft betrokken op de vier bijzonderheden in onderling verband. De raadsman heeft betoogd dat uit een eerder arrest van de Hoge Raad van 6 mei 2003⁵ is op te maken dat als een tenlastelegging verschillende bijzonderheden noemt, die bijzonderheden elk afzonderlijk moeten worden beoordeeld en getoetst aan de wettelijke definitie van voorwetenschap. De Hoge Raad kan zich niet vinden in dat middel en zegt daarover in rechtsoverweging 3.5 het volgende:

‘In het recht is geen steun te vinden voor de in het middel verdedigde opvatting dat een dergelijke bijzonderheid niet kan bestaan uit verschillende in samenhang te beschouwen omstandigheden.’

Een combinatie van verschillende factoren kan dus worden aangemerkt als een koersgevoelige bijzonderheid waardoor een ingewijd niet meer mag handelen.

Het zevende middel is geënt op de tekst van artikel 46 Wte 1995 zoals die luidde vóór de wijziging van 26 maart 1998, dat de vereiste mate van (redelijkerwijs te verwachten) invloed op de koers aanzienlijk moet zijn. De raadsman betoogt dat het hof op dit punt niet tot een bewezenverklaring had kunnen komen, althans dat zijn bewezenverklaring ondeugdelijk of onvoldoende gemotiveerd is.

Het achtste middel klaagt erover dat de bewezenverklaring de mogelijkheid heeft opengehouden dat de verdachte bij het aangaan van de transactie geen gebruik heeft gemaakt van zijn kennis van de hiervoor vermelde bijzonderheden.

De Hoge Raad heeft die middelen als een rechtstreeks beroep op de Richtlijn geïnterpreteerd.

Rechtsoverweging 5.3 is in dit kader interessant:

‘Voorzover beide middelen berusten op de opvatting dat de enkele omstandigheid dat de Richtlijn 2003/6/EG niet tijdig in de nationale wetgeving is geïmplementeerd, meebrengt dat die Richtlijn in deze zaak zonder meer van toepassing is en dat art. 46 (oud) daarom conform die Richtlijn moet worden uitgelegd, miskennen ze dat de onderhavige feiten dateren van voor de inwerkingtreding van de Richtlijn.’

Ik lees daarin dat feiten die zijn gepleegd na de inwerkingtreding van de Richtlijn, maar voor de nationale implementatie, wel in aanmerking komen voor rechtstreekse toepassing van de Richtlijn of richtlijnconforme interpretatie.

Rechtsoverweging 5.5 is ook van belang omdat het een bevestiging is van wat de Rechtbank Amsterdam in de hiervoor aangehaalde VPV-zaak heeft gezegd over de inhoud

van de eis van het ‘gebruikmaken van’ de kennis. De Hoge Raad overweegt namelijk dat het feit dat de verdachte met het oog op het verrichten van de transactie een lening was aangegaan reeds voordat hij op de hoogte raakte van de als voorkennis aangemerkte omstandigheden, aan een bewezenverklaring niet in de weg staat. De Hoge Raad heeft in dit arrest ook aangegeven dat dit niet anders zou zijn onder het regime van de nieuwe wet.

Als de verdachte een lening aangaat voordat hij op de hoogte van de koersgevoeligheid is gekomen, heeft hij blijk gegeven van de intentie de transactie te verrichten. Als hij dus bevestigd wordt door die kennis en de transactie doorzet, heeft hij gebruikgemaakt van de voorwetenschap.

Kempen & Co⁶

In deze affaire draait het om een vrouw die haar vader op de hoogte zou hebben gesteld van het feit dat Kempen & Co N.V. (hierna: Kempen) zou worden overgenomen door Dexia groep, terwijl die bijzonderheid niet openbaar was. De vader zou, naast te hebben gehandeld, de informatie ook hebben doorgegeven aan zijn zoon, die daarna ook zou hebben gehandeld. De familieleden zijn nu in drie aparte zaken ook in hoger beroep veroordeeld. De echtgenoot van de dochter was in die tijd werkzaam bij Kempen en werd tijdens een familievakantie in Spanje gebeld door zijn direct leidinggevende met de mededeling dat het bedrijf zou worden overgenomen. Dat stond op dat moment evenwel niet voor de volle 100% vast. Dat betekent echter niet dat er geen voorkennis was. Het hof zegt daarover het volgende:

‘Daaraan doet naar ’s hofs oordeel dus niet af dat de overname van Kempen door Dexia groep niet voor de volle 100% zeker was.’

Deze rechtsoverweging komt dus overeen met wat er in de VPV-zaken is gezegd, namelijk dat het niet nodig is dat 100% zeker is dat een overname doorgaat, wil een bepaalde bijzonderheid als voorkennis worden aangemerkt.

In de zaak van de broer is de bewijsconstructie opvallend. Het hof leunt zwaar op *circumstantial evidence*, dat wil zeggen informatie die ten bewijze van feiten dient die buiten het bestek van de tenlastelegging liggen. De vader en de broer hebben bijvoorbeeld beiden gezegd dat de broer niet altijd het advies van zijn vader opvolgde. Die toevoeging is onhandig gebleken, omdat het hof daaruit heeft opgemaakt dat de vader zijn advies dan wel zal hebben gestaafd met de koersgevoelige bijzonderheid.

Zo wordt verder uit het feit dat de vrouw drie keer per week met haar ouders belde om ‘wetenswaardigheden’ uit te wisselen, opgemaakt dat de overname van Kempen dan wel zou zijn doorverteld. Dat een essentieel onderdeel van

5. HR 6 mei 2003, NJ 2003, 710.

6. Hof Amsterdam 5 juli 2005, JOR 2005, 215.

de tenlastelegging op die grond wordt aangenomen, is een duidelijk signaal.

Dat dit *circumstantial evidence* is, is duidelijk. Uit deze uitspraken kan worden opgemaakt dat circumstantial evidence een grote rol is blijven spelen in voorwetenschapzaken.

Slot

Deze rechtspraak is voor partijen die overnames doen van groot belang. Er is een aantal belangrijke lessen uit te distilleren.

Deze rechtspraak gaat steeds meer naar een vorm van risicoaansprakelijkheid. Het bestuur van een onderneming moet zich steeds afvragen wat het mogelijkkerwijs kan doen om misstanden te voorkomen, en die stappen dan ook zetten.

Deze conclusie is gerechtvaardigd, omdat uit de VPV-affaire naar voren is gekomen dat het de rechters inmiddels wel duidelijk is wat met de begrippen voorwetenschap en koersgevoelige informatie wordt bedoeld. Zij menen geen deskundige adviezen meer nodig te hebben. Nu in de ogen van de rechters duidelijk is wat de belangrijke begrippen betekenen, lijkt dat met zich te brengen dat de verdachten op minder clementie hoeven te rekenen.

Dit heeft ook belangrijke consequenties voor de praktijk. Advocaten moeten nu in een veel eerder stadium preventief te werk gaan om bij hun cliënten een bewustzijn te kweken zodat zij weten dat zij – wellicht sneller dan zij denken – met de strafwetgeving te maken kunnen krijgen.

Door middel van deze bijdrage wil ik in herinnering brengen dat de tekstuele wijziging van de nieuwe wet niet op zichzelf staat. De in de hier besproken jurisprudentie naar voren gekomen zienswijzen zullen door de harmonisatiedruk uit Brussel wel in het gedrang komen, maar niet hun betekenis verliezen.

*Mr. V.H.F. Bekink
Stibbe*