

Is het 'geheim' van de koersmanipulator tevens een bijzonderheid als bedoeld in de bepalingen betreffende handel met voorwetenschap?

Inleiding

Door te beleggen kan geld worden verdiend, dat weten we allemaal. Maar wat als blijkt dat de koers van de aandelen die je bezit, steeds blijft dalen?

Je kunt de aandelen in je bezit houden, waarbij het risico bestaat dat de koers nog verder zal dalen. Je kunt de aandelen verkopen, wetende dat tegen de nu geldende koers verlies gemaakt zal worden. Een derde optie zou kunnen zijn om ervoor te zorgen dat de koers van de aandelen 'kunstmatig' stijgt.

Hoe doe je dat? Om een hogere koers te creëren, besluit je onder de 'nickname' Hercules op een beleggerssite op het internet berichten te plaatsen als:

- 'Cardio, Time to burn III, we gaan beginnen, het biedblok loopt vol.....'
- 'Iemand biedt er 25.000 BESTENS!!!!!!!!!!'
- 'Omzet nu 120K!!!!!!!!!!'
- 'Nog niet. Het lijkt ook maar 1 partij die GROOT inkoopt, allemaal bestens orders van 10K, 25K.'
- 'Het lijkt erop dat een minderheidsbelang van eigenaar verwisselt. Dit is vaak het begin van een grote stijging!!!!'

Je verzwijgt echter dat:

- je zelf het merendeel van de aankopen hebt verricht;
- er helemaal geen andere grote kopers actief waren;
- de aankopen gepaard gingen met bijna even grote verkopen, ook door jou zelf verricht;
- er dus geen minderheidsbelang van eigenaar verwisselde.

Uiteindelijk verkoop je al je aandelen, dus ook de aandelen die je voor het plaatsen van de berichten in je bezit had, tegen de 'nieuwe' koers. Ben je door zo te handelen strafbaar?

Cardio Control

De hiervoor genoemde gedragingen zijn de gedragingen die centraal staan in de zogeheten Cardio Control-zaak. De officier van justitie zag in verdachtes handelingen, die in 2000 plaatsvonden, voldoende aanleiding om hem te vervolgen voor het verspreiden van een leugenachtig bericht (art. 334 Sr) en overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap (art. 46 (oud) Wte 1995).

Het wettelijke kader waarbinnen deze zaak valt, is inmiddels veranderd. Het manipuleren van de koers door het

verspreiden van een leugenachtig bericht valt, hoewel nog steeds strafbaar gesteld in artikel 334 Sr, nu ook onder het bredere begrip marktmanipulatie, dat strafbaar is gesteld in artikel 5:58 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) juncto artikel 1 onder 2° van de Wet op de economische delicten (Wed). Het verbod op handel met voorwetenschap is nu neergelegd in artikel 5:56 Wft. Het belang van de zaak voor de verdere rechtsontwikkeling wordt daar echter niet minder om, zo merkt advocaat-generaal (A-G) Wortel in zijn conclusie bij onderhavig arrest op. De centrale rechtsvraag behoudt voor de huidige wettelijke verbods- en strafbepalingen haar actualiteit. Dat is de vraag of het 'geheim' van degene die de koers manipuleert, tevens een bijzonderheid kan zijn als bedoeld in de bepalingen betreffende handel met voorwetenschap. Anders gezegd: kan het feit betreffende de handel dat bij openbaarmaking een duidelijke invloed op de koers kan hebben (als bedoeld in art. 46 (oud) Wte 1995), bestaan uit een *zelf* gecreëerd gegeven?

Rechtbank Amsterdam 3 juli 2003¹

De rechtbank veroordeelt verdachte op grond van vorenstaande feiten wegens poging tot koersmanipulatie. De rechtbank acht bewezen dat verdachte op 23 oktober 2000 heeft gepoogd de koers van het aandeel Cardio Control te laten stijgen door een leugenachtig bericht te verspreiden. Verdachte heeft namelijk de suggestie gewekt dat er een minderheidsbelang in Cardio Control van eigenaar zou wisselen, terwijl verdachte wist dat dit onwaar was, aangezien hij zelf verantwoordelijk was voor de grote aan- en verkopen die dag. Aangezien verdachte onmiskenbaar verwarring heeft gezaaid, maar zijn berichtgeving niet of nauwelijks tot transacties in het aandeel Cardio Control heeft geleid, kan verdachte slechts voor poging tot koersmanipulatie worden veroordeeld, aldus de rechtbank.

Ten aanzien van de handel met voorwetenschap spreekt de rechtbank verdachte vrij. Verdachte heeft tussen 1 en 9 november 2000 zijn aandelen Cardio Control verkocht, terwijl hij wist dat en hoe hij de koers op 23 oktober 2000 van het aandeel heeft laten stijgen. De rechtbank oordeelt dat de omstandigheden met betrekking tot de transacties op 23 oktober 2000, ten aanzien waarvan verdachte weliswaar een kennisvoorsprong had, geen bijzonderheid zijn als bedoeld in artikel 46 (oud) Wte 1995. Het betreft immers bekendheid van verdachte met zijn *eigen* – maar gedeeltelijk openbare – gedragingen ten aanzien van het aandeel Cardio Control (namelijk de aan- en verkoop van deze aandelen), welke gedragingen echter volgens het oude artikel 46 Wte 1995 geen strafbaar feit opleveren. De bedoeling en strekking van de bepalingen die handel met voorwetenschap strafbaar stellen, zouden worden miskend indien die gedragingen van verdachte op 23 oktober 2000, hoewel

1. Rb. Amsterdam 3 juli 2003, LJN AH9509.

toelaatbaar, hem bij de latere verkoop van die aandelen op die wijze toch zouden worden tegengeworpen, aldus de rechtbank.

De Rechtbank Amsterdam veroordeelt verdachte tot een geldboete van EUR 5000.

Hof Amsterdam 12 juli 2005²

Ook het hof veroordeelt verdachte wegens poging tot koersmanipulatie.

Anders dan de rechtbank acht het hof echter ook bewezen dat verdachte zich heeft schuldig gemaakt aan overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap.

Het hof oordeelt dat de verdachte heeft gehandeld in aandelen Cardio Control, terwijl hij de beschikking had over voorwetenschap in de zin van het oude artikel 46 Wte 1995, bestaande uit een aantal bijzonderheden.

De bijzonderheden in deze zaak komen erop neer dat de verdachte door het verspreiden van leugenachtige berichten (te weten dat een bepaalde partij grote pakketten aandelen had gekocht en dat een minderheidsbelang van eigenaar leek te wisselen) in combinatie met het op grote schaal uitvoeren van tegengestelde aan- en verkopen op de beurs heeft getracht de koers van het aandeel Cardio Control in voor hem gunstige zin te beïnvloeden, welk handelen van de verdachte ten tijde van het uitvoeren van de transacties niet in volle omvang openbaar was. De berichten die verdachte verspreidde en de omzet waren weliswaar openbaar, maar niet de leugenachtigheid van de berichten. Dat de omzet van het aandeel Cardio Control grotendeels was gebaseerd op transacties van de verdachte zelf, zowel aan de aankoop- als aan de verkoopkant, was evenmin openbaar.

Het Hof Amsterdam veroordeelt verdachte tot een voorwaardelijke gevangenisstraf van twee maanden. Verdachte stelt beroep in cassatie in tegen deze uitspraak.

Conclusie advocaat-generaal Wortel³

Bij het beantwoorden van de vraag of een feit betreffende de handel in aandelen dat bij openbaarmaking een duidelijke invloed op de koers kan hebben, kan bestaan uit een zelf gecreëerd gegeven, neemt de A-G als uitgangspunt dat het verbod op handel met voorwetenschap zich niet uitstrekt tot 'eigen voorwetenschap'. Zulke 'eigen voorwetenschap' bestaat uit kennis omtrent eigen voorgenomen effectentransacties. Het is van meet af aan de bedoeling van de wetgever geweest dat deze 'eigen voorwetenschap' geen hindernis mag zijn voor het uitvoeren van effectentransacties.

De A-G ziet echter wel een verschil tussen enerzijds de zuivere 'eigen wetenschap', die niets anders behelst dan inzicht in de eigen voorgenomen effectentransacties, die de wetgever buiten het verbod van handel met voorwetenschap heeft willen houden, en anderzijds de 'manipulatieve transacties' waar het in deze zaak om ging, waarmee uiteindelijk een deal wordt beoogd die gunstiger is dan met de bestaande marktomstandigheden correspondeert. De A-G stelt dat de voor de hand liggende redenen die Haagse en Brusselse wetgevers vonden om 'eigen voorwetenschap' buiten de reikwijdte van het verbod te houden, voor deze op manipulatie gerichte transacties niet opgaan. Tot zover lijkt de A-G een strafbaarstelling van 'manipulatieve transacties' als handel met voorwetenschap voor te staan.

Maar de A-G gaat verder met te bezien of er andere redenen zijn om te stellen dat hier geen sprake is van handel met voorwetenschap. Het lijkt er aldus op dat de A-G toch de wens heeft om 'manipulatieve transacties' niet aan te merken als handel met voorwetenschap.

De A-G vindt deze reden in de Richtlijn uit 1989, waarop ook de Hoge Raad zijn beslissing deels baseert (89/592/EEG). De A-G wijst tevens op een uitspraak van het Duitse Bundesgerichtshof van eind 2003, waarin het Bundesgerichtshof zich over een vergelijkbare kwestie heeft uitgesproken. Kort gezegd komt het oordeel van het Bundesgerichtshof erop neer dat de eis van 'concrete informatie' waarover artikel 1 van de Richtlijn spreekt, noodzakelijkerwijs meebrengt dat de koersgevoelige feiten afkomstig moeten zijn van (moeten zijn gecreëerd door) anderen dan degene die de effectentransactie heeft verricht of bewerkstelligd. Alleen wanneer de koersgevoelige en niet openbaar gemaakte informatie afkomstig is van een derde, kan er sprake zijn van voorwetenschap in de zin van artikel 1 van de Richtlijn.

Het door het Bundesgerichtshof bereikte resultaat komt de A-G buitengewoon aantrekkelijk voor. De A-G wil overeenkomstig dit resultaat een duidelijke grens trekken. Met die grens wil hij bevorderen dat een effectentransactie, uitgevoerd in de context van marktmanipulatie, alleen het misdrijf 'handel met voorwetenschap' oplevert indien de transactie, op zichzelf beschouwd, het aan dát misdrijf verbonden verwijt rechtvaardigt. Dat verwijt is: gebruikmaken van een informatievoorsprong, terwijl de dader behoorde te beseffen dat de vertrouwelijkheid van de gegevens meebracht dat andere beleggers er nog niet van op de hoogte konden zijn, hoewel die gegevens ook voor de beslissingen van andere beleggers van belang zouden zijn.

Het gaat, aldus de A-G, om de vertrouwelijkheid van de informatie. Het is de vertrouwelijkheid die de informatie buiten bereik van andere beleggers houdt. Dit vertrouwelijke karakter van koersgevoelige informatie brengt mee dat het niet uitsluitend door de wil van de betrokkene wordt bepaald. Immers, hoezeer een (rechts)persoon het

2. Hof Amsterdam 12 juli 2005, LJN AT9894.

3. HR 6 februari 2007, LJN AY6713.

van belang kan achten zijn eigen beleggingsbeslissingen niet (volledig) bekend te maken, een verplichting om vertrouwelijkheid te respecteren kan pas in een rechtsverhouding met derden ontstaan.

Met de hier voorgestelde uitleg wordt volgens de A-G bereikt dat de verbodsnorm zich beperkt tot de gevallen waarvoor zij bij uitstek is bedoeld, te weten uitbuiting van informatie die in een transparante markt ter beschikking van alle partijen behoort te staan, maar op dat moment nog vertrouwelijk van aard is. Met deze uitleg wordt tegelijkertijd bereikt dat het presenteren van misleidende feiten zonder dat een aan die feiten klevende vertrouwelijkheid wordt beschaamd, alleen wordt bestreken door het daarop toegesnelde verbod van marktmanipulatie (koersmanipulatie).

De A-G concludeert dan ook dat de uitspraak van het hof ten aanzien van de beslissing met betrekking tot het overtreden van het verbod op handel met voorwetenschap dient te worden vernietigd.

Hoge Raad 6 februari 2007⁴

Ten aanzien van de poging tot koersmanipulatie oordeelt de Hoge Raad dat het oordeel van het hof niet getuigt van een onjuiste rechtsopvatting en evenmin onbegrijpelijk is.

Ten aanzien van de handel met voorwetenschap casseert de Hoge Raad om reden dat er sprake is van wetenschap die de eigen voorgenomen effectentransacties betreft.

De Hoge Raad wijst in zijn oordeel in de eerste plaats op de EG-Richtlijn van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG) (hierna: de Richtlijn), waarop artikel 46 (oud) Wte 1995 is gebaseerd.

De preambule van de Richtlijn houdt onder meer het volgende in:

‘Overwegende dat, aangezien de verwerving of vervreemding van effecten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van degene die zo’n transactie verricht, het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet betekent dat misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap (...).’

Artikel 1, aanhef en onder ten eerste, van de Richtlijn luidt:

‘In deze richtlijn wordt verstaan onder:
1. voorwetenschap: niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die betrekking heeft op een of meer emittenten van effecten of op een of meer effecten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt,

aanwijsbare invloed zou kunnen hebben op de koers van dat effect of van die effecten.’

Voorts wijst de Hoge Raad op de parlementaire geschiedenis van de totstandkoming van artikel 46 (oud) Wte 1995, die in dit verband inhoudt:

‘Aan de toelaatbaarheid van het met het oog op een overname opbouwen van een positie in aandelen van de over te nemen vennootschap wordt in dit geval niet getornd. De in sommige commentaren gedane suggestie dat het wetsvoorstel een belemmering voor overnames zou inhouden is onjuist. Zij gaat uit van de veronderstelling dat de overnemende partij per definitie over voorwetenschap beschikt.

Ervan uitgaande dat de overnemende partij echter slechts kennis van een eigen voornemen (namelijk: om een overname te plegen) draagt, is geen sprake van voorwetenschap in de zin van de wet.’⁵

Volgens de Hoge Raad heeft de wetgever blijkens de wetsgeschiedenis uitdrukkelijk beoogd het verbod dat ten tijde van het bewezenverklarde handelen was opgenomen in artikel 46 lid 1 (oud) Wte 1995, niet te doen uitstrekken tot de effectentransacties die worden verricht of bewerkstelligd met wetenschap die slechts de eigen voorgenomen effectentransacties betreft.

Het hof heeft vastgesteld dat in de onderhavige zaak de bijzonderheden hierin bestaan dat de verdachte door het verspreiden van zelf gecreëerde leugenachtige berichten en het in verband daarmee verrichten van aan elkaar tegengestelde transacties in het aandeel Cardio Control, heeft getracht de koers van de aandelen in voor hem gunstige zin te beïnvloeden.

Nu deze bijzonderheden door de verdachte zelf zijn geschapen, moet zijn wetenschap daaromtrent worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties. Dergelijke wetenschap is geen voorwetenschap in de zin van artikel 46 (oud) Wte 1995. De Hoge Raad doet de zaak vervolgens zelf af en spreekt verdachte vrij van overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap.

Conclusie: wel koersmanipulatie, geen handel met voorwetenschap

De uitspraak van de Hoge Raad geeft weinig inzicht in hoeverre de conclusie van de A-G wordt gevolgd. Aan het mijns inziens interessante onderscheid tussen manipulatieve transacties en zuivere ‘eigen wetenschap’, zoals de A-G deze in zijn conclusie maakt, komt de Hoge Raad in zijn uitspraak niet toe. De Hoge Raad besluit dat er sprake is van wetenschap omtrent de eigen voorgenomen

4. HR 6 februari 2007, LJN AY6713.

5. Kamerstukken II 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4.

Vennootschap & Onderneming

transacties die de wetgever blijkens de wetsgeschiedenis buiten het verbod van artikel 46 lid 1 (oud) Wte 1995 heeft willen houden, en spreekt verdachte daarom vrij.

In hun noot onder de uitspraak van de Hoge Raad in de JOR⁶ onderschrijven Corthals en Italianer de mening van A-G Wortel dat er ‘te grote verschillen zijn om de manipulatieve transacties op één lijn te plaatsen met de “eigen voorwetenschap” die de wetgevers buiten het verbod willen houden’. Zij menen dat wanneer de door de Hoge Raad aangehaalde passages uit de parlementaire geschiedenis en de Richtlijn inzake transacties van ingewijden in onderlinge samenhang worden gezien, deze de beslissing van de Hoge Raad in casu niet kunnen dragen. De in de passages voorkomende woorden ‘op zichzelf’ en ‘slechts’ bieden volgens hen juist een argument voor de stelling dat zich in ieder geval omstandigheden laten denken waarin wetenschap van een eigen voornemen bij de verdachte moet gelden als voorwetenschap.

De reden die de A-G aanvoert om manipulatieve transacties uiteindelijk toch niet strafbaar te stellen als handel met voorwetenschap, onderschrijven zij echter niet. De informatievoorsprong van de marktmanipulator kan volgens de A-G op zichzelf genomen geen voorwetenschap opleveren, omdat de vertrouwelijkheid aan die informatie ontbreekt. Corthals en Italianer wijzen er echter op dat de wetgever er juist voor gekozen heeft voor het aannemen van voorwetenschap geen eis van vertrouwelijkheid te stellen. Zij menen dat ‘de verwijtbaarheid en de wederrechtelijkheid van de gedraging van de verdachte in zaken als de onderhavige dan ook eenvoudigweg moeten worden afgeleid van de letterlijke bewoordingen van de wet’. De conclusie van het Hof Amsterdam is volgens hen dan ook de enige juiste.

Hoewel de precieze gedachtegang van de Hoge Raad, zoals gezegd, niet helder uit de uitspraak blijkt, lijkt het erop dat de Hoge Raad bij zijn beoordeling verder heeft willen kijken dan de letter van de wet. De Hoge Raad heeft in zijn beoordeling naar de gedachte achter de strafbepaling gekeken en op basis daarvan geoordeeld dat het handelen van verdachte zoals in de Cardio Control-zaak niet onder artikel 46 (oud) Wte 1995 valt.

Nu de Hoge Raad de Cardio Control-zaak zelf heeft afgedaan, staat de uitspraak vast. Wie dus halve waarheden op een op beleggers gerichte internetsite plaatst teneinde de koers te doen stijgen, en in stilte tegengestelde aan- en verkopen doet, zal ‘slechts’ veroordeeld kunnen worden ter zake van koersmanipulatie (marktmanipulatie) en niet ter zake van het overtreden van het verbod op handel met voorwetenschap.

Overigens werd onder de oude wetgeving koersmanipulatie zwaarder bestraft dan handel met voorwetenschap (gepleegd door een natuurlijk persoon). Koersmanipulatie wordt bestraft met een gevangenisstraf van ten hoogste twee jaar of een geldboete van de vijfde categorie. Overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap werd onder de oude wetgeving bestraft met een gevangenisstraf van ten hoogste twee jaar of een geldboete van de vierde categorie. Met de overgang naar de Wft worden beide delicten even zwaar bestraft, te weten met een gevangenisstraf van ten hoogste twee jaar of een geldboete van de vierde categorie.

*Mr. M.E. Rosing
Stibbe*

6. HR 6 februari 2007, JOR 2007, 73 m.nt. Corthals en Italianer.