

Heiligt het doel de middelen? Europees Hof aan zet aangaande marktmisbruik

*Mr. E.J. van der Stel**

Inleiding

In liefde en oorlog, maar ook in de strijd tegen marktmisbruik lijkt alles geoorloofd.

Gebruikmaken van voorwetenschap is verboden (art. 5:56 Wft). 'Gebruikmaken van' impliceert in het normale spraakgebruik een causaal verband. De Van Dale spreekt van 'het zich bedienen van iets als middel tot een zeker doel' bij het woord 'gebruik'. Toch wordt 'gebruikmaken van voorwetenschap' door de Nederlandse wetgever anders uitgelegd, maar blijft dat zo?

Het houden van de koers op een kunstmatig niveau is verboden (art. 5:58 lid 1 sub b Wft). Het 'houden' van een voorwerp of toestand wordt meestal uitgelegd als het 'in stand houden' en niet het 'teweegbrengen' van dat voorwerp of die toestand. Hierbij houdt de eerste situatie geen verandering in en de tweede juist wel. Toch wordt het houden van een koers in Nederland ook uitgelegd als het tweewegbrengen van een koers in het kader van koersmanipulatie, maar blijft dat zo?

De reden om te denken dat deze uitleg van de Nederlandse wetgever geen stand houdt, respectievelijk wellicht geen stand houdt, is het antwoord van het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen (hierna: HvJ EG) van 23 december 2009 op een prejudiciële vraag en een andere onlangs gestelde prejudiciële vraag aan ditzelfde Hof. Het recente antwoord van het HvJ EG komt op een vraag van de Belgische rechter in de zaak Spector Photo Group N.V. (hierna: Spector). Hierbij staat de vraag centraal: wat betekent 'gebruik' van voorwetenschap?

De nog openstaande prejudiciële vraag is gesteld door het Nederlandse College van Beroep voor het bedrijfsleven (hierna: CBb) in de beroepsprocedure van IMC Securities B.V. (hierna: IMC) tegen de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM).¹ In dit geval luidt de vraag: wat wordt verstaan onder het 'houden van een koers' op een kunstmatig niveau?

Hierna bespreek ik eerst het van toepassing zijnde Europese recht en daarna de voornoemde zaken. Vervolgens komt het Nederlandse recht aan de orde. Daarnaast bespreek ik (mogelijke) antwoorden van het HvJ EG op de gestelde vragen en de

impact daarvan op het Nederlandse stelsel. Dit laatste is van belang voor eenieder in Nederland die te maken heeft met beursttransacties en zo nu en dan over voorwetenschap beschikt.

Spector en 'gebruik' van voorwetenschap

Het EG-recht

Artikel 2 lid 1 van richtlijn 2003/6/EG (hierna: Richtlijn) stelt dat het personen die over voorwetenschap beschikken, verboden is

'(...) gebruik te maken van deze voorwetenschap door (...) rechtstreeks of middellijk de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft te verkrijgen of te vervreemden (...)'.²

In de preambule van de Richtlijn wordt hier (enigszins) op ingegaan: wanneer gelijktijdigheid bestaat tussen enerzijds informatie waarvan men weet of zou moeten weten dat het voorwetenschap betreft, en anderzijds een transactie, kan sprake zijn van 'gebruik van voorwetenschap'.²

De casus en de prejudiciële vraag

Ter uitvoering van een eerder aangekondigd aandelenoptieplan waarbij eigen aandelen zouden worden ingekocht, plaatste Spector, na een vijftal aankooporders van 2000 aandelen, een grote aankooporder van 18.000 eigen aandelen. Enige tijd daarna maakte Spector bekend dat een dochteronderneming op het punt stond een concurrent over te nemen, en twee weken na de bekendmaking van deze overname publiceerde Spector haar omzetcijfers. De koers steeg naar aanleiding hiervan met 8%.

De Belgische Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) oordeelde dat de aankooporder van 18.000 stuks te kwalificeren is als verboden handel met voorwetenschap. Spector ging in hoger beroep bij het Hof van Beroep te Brussel en dat hof stelde onder andere de volgende vragen aan het HvJ EG:

– Houdt artikel 2 lid 1 van richtlijn 2003/6/EG (Richtlijn) in dat wanneer er gelijktijdigheid bestaat tussen voorweten-

* Mr. E.J. van der Stel is advocaat in Amsterdam bij NautaDutilh op de afdeling Banking & Finance, Fraud and white collar crime.

1. CBb 6 november 2009, LJN BK2641.

2. Richtlijn 2003/6/EG, overweging 18 van de preambule.

schap en een transactie dit automatisch gebruikmaken van voorwetenschap betekent?

- Zo nee, moet dan worden vereist dat een welbewuste beslissing tot het gebruikmaken van voorwetenschap werd genomen?

Huidig Nederlands recht

Artikel 5:56 Wft verbiedt eenieder gebruik te maken van voorwetenschap. De wetgever en de AFM stellen dat reeds sprake is van ‘gebruikmaken van’ voorwetenschap wanneer iemand zich bij het aangaan van een transactie bewust is of bewust behoort te zijn van het feit dat de informatie waarover hij beschikt, voorwetenschap is.³ Bij ‘bewust behoren te zijn’ kan worden gedacht aan primaire insiders, zoals bestuurders, die geacht worden zich bewust te zijn van het feit dat zij over voorwetenschap beschikken.⁴ De wetgever heeft deze uitleg gegeven, met name vanwege een anders te zwaar uitpakkende bewijslast voor het OM.

In de Nederlandse rechtspraak hebben zich twee visies ontsponnen ten aanzien van ‘gebruik van voorwetenschap’:

1. De Rechtbank Amsterdam stelt dat het ‘gebruikmaken van’ voorwetenschap:

‘(...) vele varianten kent die zich laten samenvatten als het op grond van voorwetenschap nemen van een beslissing om te handelen in financiële instrumenten en/of zich bij het bepalen van de modaliteiten van de transactie laten leiden of bevestigen door de voorwetenschap om daarmee voordeel te kunnen behalen’.⁵

2. Het Hof Amsterdam is van oordeel:

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

*Uitspraak HvJ EG (Spector)*⁷

Het HvJ EG noemt in zijn uitspraak drie zaken die invloed hebben op het antwoord of iemand ‘gebruikmaakt’ van voorwetenschap: de objectieve maatstaven van de verbodsbepaling (art. 2 lid 1 Richtlijn), de werking van fundamentele mensenrechten hierop en het doel van de Richtlijn.

Wanneer een primaire insider over voorwetenschap beschikt en een markttransactie verricht, moet volgen het HvJ EG worden aangenomen dat deze (koersgevoelige) informatie in beginsel een rol speelt in zijn beslissingsproces. Zodra aan de (objectieve) voorwaarden uit de verbodsbepaling is voldaan, kan de bedoeling (en derhalve het causale verband) van de persoon die de transactie verricht, worden vermoed.

Het uit artikel 6 EVRM voortvloeiende vermoeden van onschuld staat niet de weg aan het vermoeden van gebruikmaking van voorwetenschap, aangezien dit laatste vermoeden weerlegbaar is en daarmee de rechten van de verdediging worden gewaarborgd.

Het feit dat in de verbodsbepaling geen moreel bestanddeel is opgenomen, betekent volgens het HvJ EG echter niet dat elke primaire insider die over voorwetenschap beschikt en een transactie verricht, *automatisch* onder het verbod van handel met voorwetenschap valt. Volgens het HvJ EG is het wezenlijke kenmerk van handel met voorwetenschap dat

‘ongerechtvaardigd voordeel uit informatie wordt gehaald ten nadele van derden die niet ervan op de hoogte zijn, en dat er dus afbreuk wordt gedaan aan de integriteit van de financiële markten en aan het vertrouwen van de beleggers’.⁸

De doelstelling van de Richtlijn is bescherming van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van vertrouwen van beleggers. Dit vertrouwen berust onder meer op de wetenschap dat beleggers met elkaar op voet van gelijkheid staan en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap. Het HvJ EG:

‘Alleen gebruikmaking die in strijd is met deze doelstelling, vormt verboden handel met voorwetenschap.’

Samengevat: gebruikmaking van voorwetenschap is slechts strafbaar indien (1) is voldaan aan de objectieve bestanddelen van de verbodsbepaling, (2) het vermoeden van ‘gebruikmaking’ niet is weerlegd, en (3) de gebruikmaking daadwerkelijk in strijd is met de doelstelling van de richtlijn.

Overwegingen

De Nederlandse rechter zoekt in zijn rechtspraak aansluiting met het Europese recht. Dit is logisch nu het aan de rechterlijke macht is opgedragen om op punten waar het Nederlandse recht strijdig is of zou kunnen zijn met het Europese recht, het Nederlandse recht richtlijnconform uit te leggen. Het Hof Amsterdam accepteert in 2007 wel het vereiste van causaliteit in de vorm van een bewijsvermoeden, maar knipoogt naar de Nederlandse wetgever door de verdachte de mogelijkheid te bieden het ‘gebruik van’ voorwetenschap, en dus het causale verband tussen de voorwetenschap en de transactie, te ontzenuwen. Het HvJ EG neemt ook het standpunt in dat gebruikmaken van voorwetenschap

3. Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 7, p. 20.

4. J. Italianer, Gebruik van voorwetenschap, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann & M.P. Nieuwe Weme (red.), Handboek Marktmissbruik, Deventer: Kluwer 2008, p. 80.

5. Rb. Amsterdam 11 februari 2005, JOR 2005, 74 (VPV).

6. Hof Amsterdam 1 maart 2007, JOR 2008, 199 m.nt. Kristen (Landis).

7. HvJ EG 23 december 2009, 2010, 42 (Spector Photo Group N.V. en Van Raemdonck/CBFA).

8. HvJ EG 23 december 2009, NJ 2010, 42, r.o. 52 (Spector Photo Group N.V. en Van Raemdonck/CBFA).

wordt vermoed, tenzij dit voldoende wordt weerlegd door de verdediging.

Het hiervoor toegelichte standpunt van het HvJ EG brengt met zich dat ook de AFM ten aanzien van het vereiste van 'gebruik van' voorwetenschap enig causaal verband zal moeten accepteren, al is het dan in de vorm van een vermoeden.

IMC en het 'houden van de koers op een kunstmatig niveau'

Huidig EG-recht

De Richtlijn stelt simpelweg dat de lidstaten iedere persoon moeten verbieden zich in te laten met marktmanipulatie. Marktmanipulatie kan onder meer bestaan uit het 'houden van' de koers op een kunstmatig of abnormaal niveau (art. 1 lid 2 sub a Richtlijn).

De casus en de prejudiciële vraag

IMC, een effectenhandelaar, verneemt van Euronext dat er een stoplossorder ligt van ABN Amro. (Een stoplossorder, het woord zegt het al, wordt ingezet om (groot) verlies te voorkomen: wanneer een bepaalde lage koers (de triggerprijs) wordt bereikt, worden automatisch de aandelen verkocht.) IMC rekent uit dat de stoplossorder getriggerd wordt bij een koers van € 77,75 en 5000 aandelen Wereldhave bedraagt. IMC legt een aankooporder in van 10.000 aandelen Wereldhave tegen een koers van € 73, vlak boven de *threshold* van dat aandeel (de koersdrempel waarbij de handel wordt geschorst). Drie minuten later dan de aankooporder plaatst IMC een verkooporder van 10.000 aandelen met een limiet van € 76,50. Tijdens de uitvoering van de verkooporder, dit gaat allemaal razendsnel, zakt de koers en wordt de triggerprijs van de stoplossorder van ABN Amro geraakt. Hierdoor blijft de koers zakken. De duikvlucht van de koers wordt echter opgevangen door de aankooporder van IMC op € 73. Even later stijgt de koers weer naar het gebruikelijke niveau. IMC maakt € 20.000 winst.

De AFM betitelde deze gang van zaken als een niet-reële afspiegeling van de daadwerkelijke financiële en economische omstandigheden van het aandeel Wereldhave en kwam tot de conclusie dat hier sprake was van het houden van de koers op een kunstmatig niveau.

De AFM legde een boete op, waarvan IMC in beroep is gegaan bij de Rechtbank Rotterdam en vervolgens bij het CBB. Dit stelde de volgende prejudiciële vraag aan het HvJ EG: moet het teweegbrengen van koersveranderingen in een tijdsbestek zoals hier aan de orde, door het verrichten van een samenstel van handelingen met een financieel instrument, worden aangemerkt als het op een abnormaal of een kunstmatig niveau 'houden' van een zodanig instrument?⁹

Huidig Nederlands recht

Artikel 5:58 lid 1 sub b Wft verbiedt het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in financiële instrumenten teneinde de koers van die financiële instrumenten op

een kunstmatig niveau te houden. Volgens de memorie van toelichting (hierna: MvT) moet het bestanddeel 'te houden' ruim worden uitgelegd en omvat het 'mede elke verrichte of bewerkstelligde transactie of handelsorder die als doel heeft de koers van die effecten op een bepaald kunstmatig niveau te brengen.'¹⁰

De Rechtbank Rotterdam oordeelde eerder in de IMC-zaak dat een door de wetgever voorgestane ruime uitleg niet in strijd is met de Richtlijn, omdat de Richtlijn niet alleen spreekt over een kunstmatig, maar ook over een abnormaal niveau. Een abnormaal niveau veronderstelt, volgens de rechtbank (en de Nederlandse wetgever¹¹), juist een koersschommeling.¹² In het Europese recht noch in andere taalversies van de Richtlijn kan een aanwijzing worden gevonden voor deze uitleg van 'abnormaal'. Het CBB gebruikt de begrippen 'abnormaal' en 'kunstmatig' beide in én de situatie waarbij de koers wordt gestabiliseerd (in stand wordt gehouden), én de situatie waarbij de koers verandert (beweegt).

Overwegingen

De redenering van het CBB lijkt mij een logische en meer in overeenstemming met het Europese recht dan de uitleg van de wetgever van 'abnormaal'.¹³ 'Abnormaal' hoeft mijns inziens geen koersschommeling te impliceren: wanneer de koers door vraag en aanbod stijgt of daalt, is dat de 'normale' koers. Op het moment dat deze stijging of daling wordt tegengegaan door kunstmatig ingrijpen, is de koers, die blijft hangen op het gebruikelijke niveau, een abnormale koers.

De reactie van het HvJ EG in dezen is lastig te voorspellen. Geredeneerd vanuit het doel van de Richtlijn, bescherming van de financiële markt en vergroten van het vertrouwen van beleggers, zou het HvJ EG kunnen beslissen dat een (zeer) ruime interpretatie van een bepaling in overeenstemming is met Europees recht zolang de financiële markt maar wordt beschermd tegen elke vorm van koersmanipulatie. In dat geval kan onder 'houden' eventueel ook 'brengen' worden verstaan. Volgens mij kan het HvJ EG echter niet voorbijgaan aan de vraag of een zo ruime interpretatie in strijd komt met het bepaaldheidsgebod (lex certa-beginsel) van artikel 7 EVRM.¹⁴ Dit gebod houdt in dat een verbodsbepaling zodanig moet zijn geformuleerd dat eenieder moet kunnen voorzien wat verboden is, opdat hij zijn gedrag daarop kan afstemmen. Het EHRM geeft de nationale lidstaten meestal veel interpretatievrijheid waar het open normen betreft, zoals bij een ruim begrip als 'gevaar', maar dit is anders ten aanzien van een specifiek begrip, zoals het 'houden' van een koers op een kunstmatig niveau.¹⁵ Mocht het HvJ EG beslissen dat onder 'houden' tevens 'brengen' moet worden verstaan, dan blijft in Nederland alles bij het oude. Maar wanneer het besluit dat onder 'houden' geen 'brengen' moet worden ver-

9. CBB 6 november 2009, LJV BK2641.

10. Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 31; zie ook: Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 603.

11. Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 31; zie ook: Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 603.

12. Rb. Rotterdam 20 december 2007, JOR 2008, 46.

13. CBB 6 november 2009, LJV BK2641.

14. Zie ook CBB 6 november 2009, LJV BK2641.

15. Zie bijvoorbeeld EHRM 8 juli 1999, NJ 2001, 62 (Baskaya and Okcuoglu v. Turkey).

staan, of onder 'houden' tevens 'brengen' moet worden verstaan, maar dit gezien de specifieke bepaling in strijd is met het bepaaldheidsgebod van het EVRM, dan zal de interpretatie van de Nederlandse wetgever voortaan buiten beschouwing moeten worden gelaten en zal de AFM haar interpretatie aan moeten passen.

Tot slot

'Gebruikmaken' van voorwetenschap impliceert mijns inziens een causaal verband tussen de voorwetenschap en de transactie. Deze zienswijze blijkt in overeenstemming met Europees recht. Het Hof Amsterdam accepteerde het vereiste van causaliteit in de vorm van een vermoeden, maar biedt de verdachte de mogelijkheid het 'gebruik' van voorwetenschap, en dus het causale verband tussen de voorwetenschap en de transactie, te ontzenuwen. Het HvJ EG neemt ook het standpunt in dat gebruikmaken van voorwetenschap wordt vermoed, tenzij dit voldoende wordt weerlegd door de verdediging.

Het hiervoor toegelichte standpunt van het HvJ EG brengt met zich dat ook de AFM ten aanzien van het vereiste van 'gebruik van' voorwetenschap enig causaal verband zal moeten accepteren, al is het dan in de vorm van een vermoeden. In een procedure tegen de AFM zou dit betekenen dat (de verdediging van) de onderzochte een nieuw wapen in handen heeft: het ontzenuwen van het vermoeden van 'gebruikmaken van' en derhalve een causaal verband.

Het 'houden' van de koers op een kunstmatig niveau houdt volgens mij in dat de koers op een bepaald niveau in stand wordt gehouden, het (extreem) laten bewegen van de koers valt daar volgens mij niet onder. Er bestaat echter een aanzienlijke kans, en dat is wellicht begrijpelijk, dat het HvJ EG oordeelt dat een actie zoals uitgevoerd door IMC, niet bevorderlijk is voor een transparante en integere financiële markt. Geredeneerd vanuit dit doel van de Richtlijn zal het HvJ EG waarschijnlijk een ruime interpretatie toekennen aan het begrip 'houden'. Hoewel de financiële markt misschien gediend is met een extensieve interpretatie van 'houden', is een dergelijke extensieve interpretatie volgens mij in strijd met het bepaaldheidsgebod. Dit gebod is van bijzonder groot belang en behoedt ons voor kafkaëske situaties. Als de Europese wetgever het 'brengen van de koers' op een kunstmatig niveau ook verboden acht, zal hij dit in een nieuwe richtlijn moeten opnemen. Indien het HvJ EG mijn mening deelt, zal de AFM haar interpretatie, in ieder geval voorlopig, aan moeten passen.

Voorlopig is het afwachten.