

JOR 2008/273 Rechtbank Rotterdam, 21-07-2008, reg.VBC 08/2634-NIFT, [LJN BD8270](#)  
Handelen met voorwetenschap, Overtreding mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1a Wft, Bestuurlijke boete,  
Toetsingskader, Voorlopige voorziening, inhoudende dat beslissing tot openbaarmaking boete geschorst blijft

» **Noot**

1. Ondanks het feit dat deze uitspraak van de Rotterdamse voorzieningenrechter geanonimiseerd in de «JOR» is opgenomen, zal voor degenen die nog wel eens een krant opslaan meteen duidelijk zijn om welke zaak het hier precies gaat. In de media is immers aan de merites van deze zaak ruim aandacht besteed. Zie bijvoorbeeld *Het Financieele Dagblad* van 24 juli 2008 (Muller: ‘Voorkennis juist vrijdeld’. Topman en aandeelhouder Spyker verstrikt in voorkenniszaak na onderdekking in privéportefeuille). Dat is voor mij reden om in de annotatie bij deze uitspraak geen stommetje te spelen en de namen van de hoofdrolspelers, voor zover die althans algemeen bekend zijn, te vermelden.

2. Deze – in mijn ogen loepzuivere – voorwetenschapszaak is aan het rollen gebracht door een melding van een bank aan de AFM dat één van haar cliënten, mr. V.R. Muller (één van de bestuurders van Spyker Cars NV), mogelijk het mededelings- of tipverbod van art. 5:57 Wft heeft overtreden door op 14 juni 2007 een e-mailbericht aan haar toe te sturen. Dit e-mailbericht werd door Muller gestuurd in vervolg op een aankondiging van de bank dat zij tot uitwinning van de aan een BV toebehorende en aan de bank verpande aandelen Spyker zou overgaan indien een dekkingstekort met betrekking tot een door deze BV aangetrokken lening niet tijdig zou worden aangezuiverd. Van deze BV was Muller zowel aandeelhouder als bestuurder. Bovendien werd door deze BV een gekwalificeerde deelneming in Spyker gehouden. De inhoud van het bewuste e-mailbericht luidde als volgt: “In reactie op uw brief van 11 juni jl. bericht ik u akkoord te gaan met de daarin voorgestelde regeling met dien verstande dat ik u verzoek de datum van aanzuivering te willen bepalen op maandag 18 juni a.s. aangezien wij morgen voor beurs met een belangrijk positief persbericht komen. Ik zal dan maandag 18 juni, voor 14:00, de eventuele alsnog bestaande overschrijding aanzuiveren.” Muller vermeldde onder dit e-mailbericht zijn naam en de naam en de contactgegevens van Spyker. Het persbericht van Spyker werd – anders dan door Muller in het vooruitzicht was gesteld – niet vrijdag 15 juni 2007 voor beurs gepubliceerd, maar enkele dagen daarna. In het persbericht van Spyker van 19 juni 2007 werd melding gemaakt van een tweede *update* van een herfinanciering van Spyker, hetgeen leidde tot een ca. 5% hogere beurskoers van Spyker. Naar aanleiding van de door de bank gedane melding heeft de AFM onderzoek gedaan, hetgeen één jaar later heeft geresulteerd in de oplegging van een bestuurlijke boete aan Muller van € 96.000,= wegens overtreding van het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 onderdeel a Wft.

3. De Wft voorziet erin dat het besluit tot het opleggen van een dergelijke bestuurlijke boete meteen openbaar moet worden gemaakt door de AFM, ook al staan tegen dit besluit voor de betrokkene nog de rechtsmiddelen van bezwaar en beroep open. In het wettelijk systeem is de AFM verplicht om het genomen boetebesluit openbaar te maken om de enkele reden dat een overtreding van het mededelingsverbod beboetbaar is gesteld met tariefnummer 5 (art. 1:97 lid 1 onderdeel b Wft j° art. 2 en 3 van het Besluit boetes Wft). Deze plicht tot openbaarmaking van de bestuurlijke boete geldt ook indien de AFM gebruik zou hebben gemaakt van haar matigingsbevoegdheid (art. 1:81 lid 3 Wft). Ingevolge art. 1:97 lid 4 Wft mag de AFM openbaarmaking van het boetebesluit slechts achterwege laten indien de openbaarmaking daarvan in strijd is of zou kunnen komen met het doel van het door de AFM uit te oefenen toezicht op de naleving van de Wft. Aangenomen mag worden dat deze zeer strenge formulering de AFM niet of nauwelijks manoeuvreerruimte biedt om van de wettelijk voorgeschreven openbaarmaking in dit soort gevallen af te zien. Immers, van enige (mogelijke) strijd met het doel van het nalevingstoezicht zal geen sprake zijn indien de AFM een bestuurlijke boete aan een primaire *insider* heeft opgelegd wegens overtreding van het mededelingsverbod. In elk geval lijkt voor een belangenafweging door de AFM in het wettelijk systeem geen plaats te zijn. Het wettelijke systeem berust aldus op twee pijlers: enerzijds de wettelijke plicht van de AFM tot openbaarmaking van “zware” boetebesluiten

meteen nadat het besluit daartoe is genomen, anderzijds de bevoegdheid van de AFM om in één uitzonderlijk geval van openbaarmaking af te zien.

4. De wetgever heeft beoogd enige vorm van rechtsbescherming te bieden tegen een eerste openbaarmaking van een boetebesluit dat nog niet onherroepelijk is. Degene die met een door de AFM openbaar te maken boetebesluit wordt geconfronteerd kan namelijk om een voorlopige voorziening als bedoeld in art. 8:81 Awb bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam verzoeken. Zie art. 1:101 Wft voor enkele bijzondere procedurele voorschriften voor deze rechtsgang. Om de betrokkene de gelegenheid te bieden daadwerkelijk gebruik te kunnen maken van deze rechtsgang is bepaald dat i) de openbaarmaking van het boetebesluit niet eerder door de AFM mag geschieden dan nadat vijf werkdagen zijn verstreken na de dag waarop het besluit aan de betrokken persoon bekend is gemaakt (art. 1:97 lid 2 Wft) en ii) reeds het indienen van het verzoek om een voorlopige voorziening de openbaarmaking van het boetebesluit schorst totdat er een uitspraak van de voorzieningenrechter is (art. 1:97 lid 3 Wft). Bestuursrechtelijk spelen bij deze rechtsgang twee belangrijke *issues*: i) tegen welk besluit van de AFM dient de voorlopige voorziening gericht te worden en ii) welk toetsingskader geldt voor de voorzieningenrechter om te beoordelen of een dergelijke voorlopige voorziening al dan niet moet worden toegewezen.

5. Wat is het belang van deze uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam voor deze twee *issues*? Na de uitspraak van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 7 april 2008, «JOR» 2008/132, m.nt. CMGvdK zal niet meer echt verrassend zijn welke constructie door de bestuursrechter wordt gebezigd om de in de Wft geboden rechtsgang voor een verzoeker open te stellen (de eerste *issue*). Waar de voorzieningenrechter in voornoemde uitspraak een bepaalde constructie hanteerde ten aanzien van een voorlopige voorziening die was gevraagd om openbaarmaking van een opgelegde last onder dwangsom te voorkomen, bevestigt deze uitspraak dat diezelfde constructie ook geldt voor een voorlopige voorziening die is gericht tegen openbaarmaking van een boetebesluit. De constructie die daarbij door de voorzieningenrechter wordt gehanteerd, houdt in dat hetgeen de AFM in het boetebesluit heeft overwogen om *niet* af te zien van openbaarmaking op de in art. 1:97 lid 4 Wft genoemde grond wordt aangemerkt als een “op zelfstandig rechtsgevolg gericht besluitonderdeel”. Ten aanzien van een dergelijk besluitonderdeel (verder te noemen: het publicatiebesluit) kan om een voorlopige voorziening strekkende tot schorsing van het besluit tot openbaarmaking door de AFM van de bestuurlijke boete worden gevraagd. Bovendien kan tegen dit publicatiebesluit in de hoofdzaak bezwaar worden gemaakt en beroep ingesteld, ook in het geval de boeteplegging zelf in stand zou blijven. Dat de voorzieningenrechter zijn toevlucht moest nemen tot deze bijzondere constructie houdt verband met de omstandigheid dat de openbaarmaking zowel een feitelijke handeling is als een sequel van het wettelijk systeem, dat nu eenmaal openbaarmaking automatisch verbindt aan het opleggen van een “zware” bestuurlijke boete. In de doctrine was op deze mogelijke constructie om een rechtsgang open te stellen reeds gewezen. Zie hiervoor de annotatie van Grundmann-van de Krol bij voornoemde uitspraak.

6. Opmerkelijk is intussen dat voor zover mij bekend aan de tweede *issue* – dat wil zeggen welk toetsingskader door de voorzieningenrechter moet worden gehanteerd – in de doctrine geen aandacht is besteed. Op het eerste gezicht lijkt het voor de hand te liggen om het toetsingskader direct te relateren aan het publicatiebesluit dat door de AFM is genomen en waartegen de voorlopige voorziening is gericht. Zoals hiervoor aangegeven, heeft de AFM niet meer besloten dan geen gebruik te maken van de haar in art. 1:97 lid 4 Wft verleende bevoegdheid om van openbaarmaking van het boetebesluit af te zien. Hiermee lijkt ook te zijn gegeven dat in dit stadium van de procedure het boetebesluit als zodanig niet ter discussie kan staan. Heel veel ruimte voor een toetsing door de voorzieningenrechter zal er bij deze uitleg van het wettelijk systeem niet zijn. Blijkens de uitspraak denkt de voorzieningenrechter op goede gronden geheel anders over het toetsingskader dat bij een beoordeling van een voorlopige voorziening tegen een publicatiebesluit moet worden gehanteerd. De voorzieningenrechter is van oordeel dat voor de vraag of een voorziening tot schorsing van het publicatiebesluit dient te worden getroffen *vooral* relevant is het antwoord op de vraag of naar het voorlopig oordeel van de voorzieningenrechter: i)

verzoeker art. 5:57 lid 1 onderdeel a Wft heeft overtreden, ii) zo ja, of de AFM in redelijkheid tot boeteoplegging heeft kunnen overgaan en iii) zo ja, of de hoogte van de boeteoplegging evenredig is. De voorzieningenrechter rechtvaardigt het stellen van deze op het boetebesluit betrekking hebbende voorvragen door te redeneren dat als één van deze voorvragen ontkennend wordt beantwoord het publicatiebesluit reeds om die reden geen stand kan houden en niet meer wordt toegekomen aan de door de AFM op grond van art. 1:97 lid 4 Wft gemaakte afweging.

Aangenomen mag worden dat de voorzieningenrechter tot dit toetsingskader is gekomen, omdat de anders tegen het publicatiebesluit geboden rechtsbescherming een wassen neus zou zijn. Niettemin mag worden betwijfeld of het toetsingskader hier niet iets te ruim is uiteengezet. In het wettelijk systeem is de oplegging van een bestuurlijke boete voor “zware” overtredingen een vaststaand gegeven dat – behoudens het in art. 1:97 lid 4 Wft geregelde uitzonderingsgeval – door de AFM steeds openbaar gemaakt moet worden. Daarbij is op zich reeds verdisconteerd dat het boetebesluit nog niet onherroepelijk is. Daarbij komt nog dat de AFM slechts gebruik mag maken van haar matigingsbevoegdheid ingeval het bedrag van een bestuurlijke boete in een bepaald geval *onevenredig* hoog is (art. 1:81 lid 3 Wft). Ondertussen moet onderkend worden dat ook de wetgever een ruim toetsingskader voor ogen heeft gehad. Zo wordt gesteld: “Van een uitzonderlijk geval zal alleen sprake zijn indien de voorzieningenrechter meent dat de toezichthouder ten onrechte geen gebruik heeft gemaakt van de tenzij-clausule. Uiteraard zal een publicatie ook achterwege blijven indien de voorzieningenrechter van oordeel is dat de boete redelijkerwijs niet door de toezichthouder opgelegd had mogen worden.” (Zie *Kamerstukken II*, 2005-2006, 29 708, nr. 41, p. 65). Niet goed verenigbaar met het wettelijk systeem lijkt mij dat bij de beoordeling door de voorzieningenrechter óók de vraag zou mogen worden betrokken of de boeteoplegging wel evenredig is. Zoals wij hiervoor hebben gezien, is de matigingsbevoegdheid van de AFM geen relevant gezichtspunt voor de openbaarmaking van het boetebesluit en de AFM mag bovendien slechts in een uitzonderlijk geval gebruik maken van die matigingsbevoegdheid. Verwacht mag worden dat ten gevolge van deze (te) ruim bemeten rechtsbescherming met een evenredigheidstoets bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam filevorming zal optreden (zie in dit verband ook «JOR» 2008/274 waaruit blijkt dat de voorzieningenrechter inmiddels een effectieve maatregel tegen filevorming heeft genomen).

7. Vervolgens loopt de voorzieningenrechter in zijn uitspraak de onderscheiden voorvragen af. Ik plaats daar de volgende kanttekeningen bij. Met de AFM is de voorzieningenrechter – voorlopig – van oordeel dat Muller art. 5:57 lid 1 onderdeel a Wft heeft overtreden door het bewuste e-mailbericht aan de bank te sturen. Daarvoor wordt aangenomen dat Muller als primaire *insider* (als bedoeld in art. 5:56 lid 2 onderdeel a en b Wft) beschikte over voorwetenschap met betrekking tot het fonds Spyker en dat hij deze voorwetenschap anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie heeft medegedeeld aan de bank. De overwegingen die de voorzieningenrechter hieraan wijdt, bevatten mijns inziens nog wel één misslag. De voorzieningenrechter oordeelt namelijk dat het e-mailbericht koersgevoelige informatie bevatte. Daarop laat de voorzieningenrechter de volgende twee zinnen volgen: “Verzoeker was uit hoofde van zijn bestuurderschap en uit hoofde van zijn middellijk aandeelhouderschap bij X NV begin juni 2007 ervan op de hoogte dat een tweede financiële injectie op stapel stond en dat dienaangaande een persbericht werd voorbereid. Voorts mag algemeen aangenomen worden dat een dergelijk persbericht een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van het beursgenoteerde aandeel X NV.” Uit het e-mailbericht blijkt dat de voorwetenschap die Muller aan de bank meedeelde beperkt was tot de mededeling dat er de volgende ochtend “een belangrijk positief persbericht” zou komen. Ten onrechte wordt door de voorzieningenrechter gesuggereerd dat Muller ook heeft meegedeeld wat de contouren van het in het vooruitzicht gestelde persbericht zijn. Toegegeven moet worden dat de voorzieningenrechter niet *expressis verbis* zegt dat Muller óók deze informatie aan de bank heeft meegedeeld, maar die suggestie wordt wel gewekt doordat de koersgevoeligheid van de aan de bank verstrekte informatie wordt afgemeten aan de inhoud van het persbericht dat uiteindelijk door Spyker is uitgebracht. Hier worden mijns inziens twee zaken door de voorzieningenrechter met elkaar verward. Ten eerste is voor een overtreding van het mededelingsverbod vereist dat de *insider* beschikte over voorwetenschap. Ten tweede is daarvoor vereist dat voorwetenschap aan een derde is verstrekt. Hoewel Muller over meer voorwetenschap beschikte, heeft hij

blijkens het e-mailbericht niet meer meegedeeld aan de bank dan dat er “een belangrijk positief persbericht” zou aankomen. Wat de voorzieningenrechter in dit geval had moeten (en ook kunnen) doen, was: i) deze enkele aankondiging, mede gelet op de bewoordingen daarvan en de functie van degene die de mededeling heeft gedaan, aanmerken als nog niet openbaar gemaakte concrete informatie en ii) vaststellen dat deze mededeling om diezelfde concrete redenen koersgevoelig is. Onjuist is het om bij de vaststelling van de koersgevoeligheid van de aan de bank meegedeelde informatie de koersgevoeligheid van het later door Spyker uitgebrachte persbericht te betrekken. Onjuist acht ik evenzeer de neiging, die overigens ook bij strafrechters te bespeuren is, om de koersgevoeligheid van informatie uitsluitend op te hangen aan zogeheten algemeen bekende feiten (zie bijvoorbeeld «JOR» 2004/44 en 2006/152). Het vaststellen van de koersgevoeligheid van bepaalde informatie ligt echt een paar slagen ingewikkelder en vraagt er om dat concreet wordt ingegaan op de betekenis van de nog niet openbaar gemaakte informatie en de overige informatie die reeds over het fonds bekend is voor het oordeel van de redelijk handelende belegger.

8. Betwistbaar acht ik verder het oordeel van de voorzieningenrechter dat de stelling van verzoeker dat hij zelf in overtreding zou kunnen komen van het transactieverbod – waarbij in de uitspraak verwezen had moeten worden naar art. 5:56 lid 1 Wft in plaats van naar art. 1:56 lid 1 Wft, maar dat terzijde – indien de bank zou overgaan tot uitwinning van de verpande aandelen Spyker wegens het bestaan van een dekkingstekort “niet op voorhand onaannemelijk” is. De voorzieningenrechter houdt de AFM daartoe haar eigen standpunt voor dat zij in een andere zaak heeft ingenomen (zie CBb 20 december 2005, «JOR» 2006/19). Dat standpunt van de AFM houdt in dat onder het bewerkstelligen van een effectentransactie mede kan worden verstaan het geval dat door de houder van effecten niet is voorkomen dat uitwinning van het pandrecht door de kredietverstrekker geschiedt. Een ruime uitleg van het begrip “bewerkstelligen”, zoals inderdaad wordt voorgestaan door de AFM, ligt met name voor de hand bij de meldingsplicht voor *insiders* (art. 5:60 Wft). Die meldingsplicht zou anders gemakkelijk kunnen worden ontdoken of niet tot de gewenste transparantie leiden. Wat hier verder ook van zij, ook al zou diezelfde uitleg van de AFM van het begrip “bewerkstelligen” eveneens gehanteerd worden voor de toepassing van het transactieverbod dan betekent dit nog niet dat Muller daardoor automatisch dit verbod heeft overtreden. Daarvoor is namelijk volgens art. 5:56 lid 1 Wft nog steeds vereist dat de primaire *insider*, die in dit geval een transactie bewerkstelligd zou hebben in aandelen Spyker, óók *gebruik* heeft gemaakt van die voorwetenschap. De voorzieningenrechter gaat ten onrechte in zijn uitspraak aan dit essentiële bestanddeel van het transactieverbod geheel voorbij. Dat Muller gebruik zou hebben gemaakt van voorwetenschap ingeval de bank – nota bene krachtens haar *eigen recht* – tot uitwinning van de verpande aandelen Spyker was overgaan, gaat er bij mij eenvoudigweg niet in. Het oordeel dat Muller minder verwijtbaar zou hebben gehandeld door het schenden van het mededelingsverbod, omdat hij daardoor tevens een bijdrage heeft geleverd aan het voorkomen dat hij het transactieverbod overtrad, is niet alleen rechtens onjuist maar staat bovendien evident op gespannen voet met de tekst van het e-mailbericht. Het e-mailbericht rept met geen woord over een vermeend conflict van plichten. Sterker nog: in het e-mailbericht wordt door Muller reeds een voorschot genomen op een zekere stijging van de beurskoers van Spyker, zodat als gevolg daarvan het dekkingstekort mogelijk niet meer aanwezig is of in elk geval minder is geworden. Wie dit e-mailbericht zo leest, zal het ook voor mogelijk houden dat het doel van het bericht is geweest om de bank te “besmetten” met voorwetenschap, zodat het effectenbezit daardoor geïmmobiliseerd zou worden. Tot slot: dat schorsing van een publicatiebesluit reeds zou zijn aangewezen omdat een bepaald verweer “niet op voorhand onaannemelijk” is, lijkt mij mede gezien het waarschuwend karakter van de openbaarmaking een te lichte maatstaf.

9. Mijn laatste bezwaar tegen de uitspraak van de voorzieningenrechter betreft het oordeel van de voorzieningenrechter dat het “minstgenomen onzeker” is of de standaardboete van € 96.000,= “voldoende recht” doet aan het verschil tussen het zelf verrichten van een transactie met voorwetenschap en het enkel doorgeven van koersgevoelige informatie aan een derde in de veronderstelling dat die derde niet op basis daarvan transacties zal verrichten, hetgeen ook niet is gebeurd. Ook dit oordeel heeft eraan bijgedragen dat het publicatiebesluit van de AFM naar verwachting van de voorzieningenrechter in bezwaar niet in stand zal blijven. Met alle respect: hier gaat de voorzieningenrechter zijn boekje te buiten. Dat de rechter volledig mag toetsen of

een opgelegde boete in een concreet geval evenredig is, staat buiten kijf (art. 6 lid 1 EVRM). Dat betekent bijvoorbeeld dat de bijzondere omstandigheden waaronder een overtreding van het mededelingsverbod is begaan, ertoe kunnen leiden dat de standaardboete van € 96.000,= dan wel een door de AFM opgelegde lagere boete (verder) wordt gematigd. Onjuist lijkt mij dat – zoals de voorzieningenrechter dat nu doet – bij een dergelijke beoordeling een vergelijking wordt gemaakt met een ander feit op de overtreding waarvan ook een bestuurlijke boete staat (zoals in dit geval het transactieverbod). Dit is niet alleen het vergelijken van appels met peren, maar ook een miskenning van door de wetgever nu eenmaal gemaakte keuzes die een rechter heeft te respecteren. Daar komt nog bij dat in krasse gevallen voor het ene of het andere feit ook gekozen kan worden voor strafrechtelijke vervolging, zodat gelet op het brede spectrum aan handhavingsmogelijkheden van enige onbalans – ook al is de standaardboete voor beide feiten dezelfde – geen sprake is.

10. Ik besluit deze annotatie met een enkele opmerking over de door de bank gedane melding aan de AFM. De klikplicht van art. 5:62 lid 1 Wft ontstaat indien de bank een redelijk vermoeden heeft dat een transactie of een opdracht tot een transactie in strijd is met het transactieverbod (art. 5:56 Wft) of het verbod van marktmanipulatie (art. 5:58 Wft). Strikt genomen wordt aan de voorwaarden van de klikplicht in het onderhavige geval niet voldaan. Muller heeft immers zelf geen transactie verricht of opgegeven. Met het toesturen van het e-mailbericht heeft hij de bank verzocht – en door het opnemen van voorwetenschap in het e-mailbericht feitelijk zelfs gedwongen – om vooralsnog niet over te gaan tot verkoop van een deel van de door de BV gehouden aandelen Spyker. Omdat geen effectentransactie is verricht, kan ook geen sprake zijn van overtreding van het transactieverbod. Dat de bank desalniettemin een melding heeft gedaan, getuigt mijns inziens van wijsheid en verantwoord gedrag. Het bestaan van een wettelijk geregelde klikplicht impliceert immers niet dat de bank de bevoegdheid zou missen een melding te doen indien zij een concreet vermoeden van marktmisbruik in ruimere zin heeft (zoals in dit geval: een mogelijke overtreding van het mededelings- of tipverbod). Ongelukkig acht ik intussen wel de *timing* van de melding aan de AFM. Die melding deed de bank niet meteen nadat het e-mailbericht op donderdag 14 juni 2007 om 12.35 uur was ontvangen, maar pas een dag later. Hoewel die tijdspanne normaal gesproken wel gedekt zal worden door de “onverwijlde” meldingsplicht van art. 5:62 lid 1 Wft, zou in dit geval ten onrechte de suggestie gewekt kunnen worden dat de bank eerst het door Muller in het vooruitzicht gestelde persbericht van Spyker heeft willen afwachten om daarna te bezien wat wijsheid is. Om die onterechte suggestie te voorkomen, had de bank er goed aan gedaan om de melding aan de AFM meteen te doen na ontvangst van het e-mailbericht. Zo ingewikkeld lag deze zaak toch niet?

G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff