

Lezing ter gelegenheid van de lustrumviering van de Vereniging voor Effectenrecht d.d. 15 november 2012 (Grand Hotel Krasnapolsky te Amsterdam)

Het 'delictseigen' karakter van gebruik van voorwetenschap

"Het lezen van een aantal rechtsoverwegingen uit de hiervoor afgedrukte arresten van de Hoge Raad heeft op mij dezelfde uitwerking gehad als het onverhoeds bijten op een in een Indonesische rijsttafel verscholen stuk cabai rawit (een hete chilipeper). Daarvan springen de tranen je spontaan in de ogen, het klamme zweet breekt je uit en een rilling doorloopt het lichaam van top tot teen en linea recta weer terug."

Met deze wellicht ongebruikelijke (en volgens sommige fatsoensrakers zelfs overdreven) vergelijking wilde ik in een JOR-annotatie mijn intellectuele emotie onder woorden brengen toen ik het afgelopen jaar gevraagd was om twee arresten van ons hoogste rechtscollege te becommentariëren. Die passage heeft de drukpersen uiteindelijk niet gehaald, omdat ik daarvoor – en beschouwt u dat maar als een publieke confessie – eigenlijk te laf was en de passage dus maar heb geschraapt. Ik wilde de Hoge Raad niet onnodig tegen zijn schenen schoppen. Bij nader inzien vond ik dat de inhoudelijke argumenten die ik in mijn annotatie had aangevoerd tegen het oordeel van de Hoge Raad toereikend moesten zijn om mijn boodschap *loud and clear* over te brengen. Die boodschap was dat de Hoge Raad – en dat zelfs tot tweemaal toe! – een bok had geschoten en dat had ik – voor de verandering – eens op een pittige wijze onder de aandacht van het lezerspubliek willen brengen.

Ter lering en hopelijk ook enig vermaak zal ik kort verslag aan u willen doen van mijn deliberaties die ik in een verhit debat over de telefoon met onze onge kroonde koningin van het financiële toezichtsrecht – Christel Grundmann-van de Krol – daaraan ten beste heb gegeven. Christel was vanaf de lancering van de JOR in 1996 tot begin dit jaar redactielid en zij heeft dus jarenlang, hondstrouw de bijdragen van annotatoren beoordeeld en die steeds van nuttig, opbouwend commentaar voorzien. Beschouwt u mijn ontboezemingen daarom dan ook maar als een welgemeende huldeblijk aan haar.

Ik begin mijn verhaal met het oordeel van de Hoge Raad in de VPV-zaak. U kent de casus vast wel ongeveer. Verdachte had op een aantal tijdstippen aandelen gekocht van beursgenoteerde houdstermaatschappijen van Shell en Unilever, aangezien de koers van die aandelen (en dan heb ik het over aandelen Calvé, Dordtsche, Moeara Enim en Maxwell) structureel lager was dan de beurskoers van de onderliggende fondsen. Tezelfdertijd was verdachte bezig met de voorbereidingen van een openbaar bod op deze houdstermaatschappijen.

Het Hof Amsterdam heeft bij arrest van 13 juni 2008 geoordeeld dat verdachte zich schuldig had gemaakt aan strafbare handel met voorwetenschap en hem – het zijn namelijk altijd mannen die uit zijn op snel geld verdienen – een geldboete opgelegd van € 67.500. Tegen dit arrest werd door de verdediging cassatieberoep ingesteld.

Met één van de cassatiemiddelen werd opgekomen tegen het oordeel van het hof dat de verbodsbepaling geen causaal verband vereist tussen het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten en de voorwetenschap waarover de *insider* beschikte. Om die reden had het hof de verweren van de verdediging verworpen die uitgingen van een te bewijzen causaal verband. Het hof vervolgt dan met zijn leerstellige oordeel dat, afgezien van een mogelijk

beroep op een schulduitsluitingsgrond of de toepasselijkheid van één van de uitzonderingsgevallen uit de Wft of het Besluit marktmisbruik, reeds het enkele verrichten of bewerkstelligen van een transactie door degenen die over voorkennis beschikken strafbaar is. Kortom, voor het bewijs van het bestanddeel "gebruik maken van" was volgens het hof voldoende dat de verdachte een transactie had verricht of bewerkstelligd terwijl hij op dat moment over voorwetenschap beschikte. Anders gezegd: het bekende gelijktijdigheidsverband zou volstaan.

In het cassatiemiddel werd aan de orde gesteld dat het hof blijk gaf van een te beperkte rechtsopvatting, omdat de verdediging aldus onvoldoende ruimte werd gelaten voor het leveren van tegenbewijs tegen het veronderstelde gebruik van voorwetenschap. Steun voor de opvatting dat een gelijktijdigheidsverband niet toereikend is, kan worden gevonden in de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de Spector Photo-zaak, aldus het cassatiemiddel. Ik vermeld daarbij nog dat het Amsterdamse hof, dat zijn uitspraak over de toereikendheid van een gelijktijdigheidsverband medio 2008 deed, met deze uitspraak nog geen rekening kon houden omdat die ongeveer anderhalf jaar nadien is geweest.

Volstrekt onbegrijpelijk is voor mij dat de Hoge Raad het cassatiemiddel verwerpt met onder meer de volgende overweging:

"Op voornoemd arrest van het Hof van Justitie van de EG van 23 december 2009 beroept het middel zich tevergeefs. Op de door de advocaat-generaal in zijn conclusie onder 9.7 uiteengezette gronden is niet voor redelijke twijfel vatbaar dat in dat arrest voor strafbaarstelling van handelen met voorwetenschap de eis van een causaal verband tussen de betreffende transactie en de voorwetenschap niet wordt gesteld."

Ik schreef daarom vervolgens in mijn noot:

"Volgens de Hoge Raad is zijn oordeel 'niet voor redelijke twijfel vatbaar'. Als met die laatste toevoeging bedoeld wordt het wetenschappelijke discours over de onjuistheid van het oordeel van de Hoge Raad bij voorbaat kansloos en overbodig te achten, dan moet ik de Hoge Raad teleurstellen. The battle is on, so to speak."

Strijdlustige taal vond Christel dat maar en daar had ze eigenlijk helemaal niks mee. Ik hield Christel mijn ergernis daarom nog eens voor over die onnodige validatie van de Hoge Raad van zijn eigen oordeel door die zelfs "niet voor redelijke twijfel vatbaar" te verklaren. Alsof eenieder met een andersluidend oordeel een gaatje in zijn hoofd zou hebben. Wat mij betreft – zo meldde ik Christel – viel dit non-argument in de categorie: "Wij van Wc-eend adviserenWc-eend". Christel moest om die vergelijking eigenlijk ook wel een beetje lachen.

Omdat ze dat naar mijn smaak toch iets te zuinig deed, gooide ik het nog eens over een andere boeg. Ik vertelde haar dat ik eens een lezing had gegeven over het toezicht van de AFM op beleggingsondernemingen en dat Arthur Doctors van Leeuwen – toentertijd nog voorzitter van de AFM – na afloop breed glimlachend en met pretoogjes op me afstapte en mij een stevige schouderklop gaf. "Je bent vandaag weer te mild voor ons geweest, mijn vriend." Kijk, zei ik tegen Christel, *men in power* kunnen best wel tegen een plaagstootje. Goede bestuurders weten tegenspraak te organiseren. Of denk jij soms, Christel, dat als ik eens stevige kritiek op de AFM heb geuit mijn cliënten daar schade van zullen ondervinden? Denk jij werkelijk dat de AFM een wraakzuchtig bestuursorgaan is? Het antwoord van Christel daarop werd overstemd door het luide geblaf van mijn teckel Piket en dat kan ik hier dus helaas niet meer voor u reproduceren.

Mijn punt is wel duidelijk, denk ik. Een causaal verband ligt besloten in de eis dat bewezen moet worden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Dat de aanwezigheid van dit causaal verband volgens de Spector Photo-uitspraak op basis van een bewijsvermoeden wordt verondersteld, doet daar niet aan af. Ten onrechte heeft het Amsterdamse hof de verdediging niet toegestaan een verweer te voeren dat in concreto van de voorwetenschap waarover verdachte beschikte geen ongeoorloofd gebruik is gemaakt. Het hof heeft dit verweer niet verworpen. Het hof heeft niet eens willen treden in een beoordeling van de validiteit van dat verweer. En de Hoge Raad? Die keurde dat met een enkel zinnetje ten onrechte goed. Daarmee is de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM geschonden en de Nederlandse Staat zal zich hiervoor vast en zeker hebben te verantwoorden bij het Europese Hof voor de Rechten van de Mens.

Het wordt tijd dat ik snel overstap naar de Landis-zaak. In deze zaak werd verdachte – oud-bestuursvoorzitter van een inmiddels gefailleerde beursvennootschap – verweten voorwetenschap te hebben verstrekt aan een professionele marktpartij. Die voorwetenschap hield in dat Landis Group N.V. overeenstemming had bereikt met een aantal institutionele beleggers over een onderhandse plaatsing tegen een koers van € 6 per aandeel. Aan deze marktpartij werd verzocht transacties in aandelen Landis uit te voeren om de beurskoers richting € 6 te krijgen en aan dit koersniveau een stevig ‘kontje’ te geven. Aldus zou verdachte zich volgens het OM schuldig hebben gemaakt aan het opzettelijk uitlokken van handel met voorwetenschap.

Het Hof Amsterdam heeft verdachte daarvoor bij arrest van 1 maart 2007 veroordeeld tot een geldboete van € 14.000.

Het Hof Amsterdam oordeelde in deze zaak – verrassend genoeg gelet op hetgeen ik u zojuist heb verteld – dat voor de toepassing van de verbodsbepaling inzake gebruik van voorwetenschap uitgegaan moest worden van een bewijsvermoeden dat sprake was van – let op! – een causaal verband wanneer een verdachte over voorwetenschap beschikte toen hij de transactie verrichtte of bewerkstelligde. Dat is in wezen ook de essentie van de Spector Photo-zaak van het Europese Hof van Justitie *avant la lettre*. Een verdachte kan – aldus het hof – dit bewijsvermoeden ontzenuwen, bijvoorbeeld door aannemelijk te maken dat hij op grond van zijn voorwetenschap redelijkerwijs niet tot de transactie kan zijn bewogen. Zo werd in de Landis-zaak door de verdediging het verweer gevoerd dat verdachte zich niet schuldig kan hebben gemaakt aan uitlokking, omdat de gewraakte aandelentransacties verlieslatend waren geweest aangezien de aandelen Landis waren aangekocht ruim boven het destijds vigerende koersniveau van het aandeel Landis.

Dat verweer werd door het hof echter verworpen. Het hof motiveerde die verwerping van het verweer door erop te wijzen dat de marktpartij onmiddellijk op basis van de door verdachte verstrekte informatie gehandeld had en een opvallend groot aantal aandelen Landis had aangekocht. Die argumenten kunnen mij niet overtuigen. Om meer dan één reden kan een bij de uitvoering van een transactie in acht genomen vitsse en een bepaald handelsvolume verklaarbaar zijn. Die reden behoeft dus niet noodzakelijkerwijs te zijn geweest dat voorwetenschap was verstrekt die gezwind ter beurse verzilverd moest worden. Een ander argument van het hof luidde dat het aankoopbeleid van grootaandeelhouders ook door andere factoren kan worden bepaald dan de (directe) winstverwachting bij aandelentransacties. Het hof noemt bijvoorbeeld als factoren: verwachtingen op langere termijn, overwegingen van zeggenschap, continuïteit en stabiliteit, verstandhouding met andere grootaandeelhouders. Ook wanneer geen direct geldelijk voordeel met de met voorwetenschap verrichte transacties werd beoogd, kan gebruik gemaakt zijn van voorwetenschap, zo oordeelt het hof kennelijk.

Het gaat mij in dit praatje om de validiteit van dit laatste argument in het licht van de verbodsbepaling en de strekking daarvan. Zijn deze door het hof genoemde factoren wel bruikbaar voor het oordeel dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap door de uitgelokte marktpartij, *ondanks* het feit dat er voor een koper geen enkele logica schuilt in het verrichten van effectentransacties ruim boven de beurskoers en wetende dat een onderhandse aandelenemissie tegen € 6 per aandeel aanstaande is. Staan de door het hof genoemde factoren (waarin kennelijk een voordeel op termijn besloten kan liggen) wel in een voldoende rechtstreeks verband met de door de professionele marktpartij verrichte transacties in het fonds Landis en kan ook gezegd worden dat die voordelen behaald zijn *dankzij* de door verdachte verstrekte informatie en met behulp van de *in overeenstemming daarmee* verrichte aankooptransacties?

Bij kennisneming van de feiten van deze casus dringt zich ook een geheel andere vraag op. Heeft het gedrag van deze verdachte eigenlijk niet meer weg van uitlokking van marktmanipulatie en wordt deze destijds nog niet strafbare vorm van beursfraude op een nogal gewrongen wijze door het OM vervolgd? Daarmee bedoel ik dat die strafvervolgning langs een weg geschiedt die niet goed verenigbaar is met het 'delictseigen' karakter van gebruik van voorwetenschap. In feite is de betrokken marktpartij alleen maar gevraagd te helpen de beurskoers te dirigeren naar een door de beursvennootschap gewenst koersniveau, *zonder* dat de daarbij door de verdachte verstrekte informatie aan die marktpartij enig voordeel kon verschaffen bij de uitvoering van de in dat verband uit te voeren transacties.

Tegen 's hofs verwerping van het verweer dat de desbetreffende aandelentransacties verlieslatend waren, was één van de cassatiemiddelen gericht. De Hoge Raad oordeelde onder meer dat het middel op de kennelijke opvatting berust dat voor een veroordeling ter zake van gebruik van voorwetenschap is vereist dat komt vast te staan dat "uit de transacties zelf" (geldelijk) voordeel "wordt of kan worden gehaald". Naar ik aanneem, was met het cassatiemiddel beoogd aan te geven dat voorwetenschap betrekking zou moeten hebben op informatie die door middel van een transactie in beginsel financieel te exploiteren zou moeten zijn. De kern van de begripsomschrijving van voorwetenschap is namelijk dat van openbaarmaking van de niet-openbare informatievoorsprong een significante invloed zou kunnen uitgaan op de beurskoers van de bewuste financiële instrumenten. Anders gezegd, en wel in de woorden van de Spector Photo-uitspraak: is de marktpartij in dit geval wel door de verdachte uitgelokt om in overeenstemming met de doorgegeven voorwetenschap te handelen omdat hij uit deze informatie economisch voordeel kan halen zonder dat hij bij het verrichten van de transacties dezelfde risico's loopt als andere marktdeelnemers?

In de ogen van de Hoge Raad vindt de in het cassatiemiddel verdedigde opvatting geen genade. In de eerste plaats wijst de Hoge Raad erop dat in de wettekst geen voordeelvereiste is opgenomen. Dat moet de Hoge Raad uiteraard worden nagegeven. Het voordeelvereiste is als voor het OM overbodige bewijsballast na de smadelijk door het OM verloren HCS-zaak overboord gegooid. Maar: hoewel van het voordeelvereiste in de verbodsbepaling inderdaad geen gewag wordt gemaakt, ligt in het wettelijk vereiste dat door de *insider* gebruik moet zijn gemaakt van voorwetenschap weldegelijk besloten dat de *insider* daarmee een voordeel moet hebben kunnen behalen, Dat was toch de essentie van de Spector Photo-uitspraak? Het Europese Hof omschrijft het 'delictseigen' karakter van gebruik van voorwetenschap namelijk als volgt:

"Omdat voorwetenschap niet openbaar is gemaakt, concreet is en aanzienlijke invloed kan hebben op de koers van de betrokken financiële instrumenten, verschaft zij de ingewijde die erover beschikt,

aldus een voordeel vergeleken met alle andere marktdeelnemers die daarvan niet op de hoogte zijn. Dankzij deze informatie kan deze ingewijde, wanneer hij bij zijn markttransactie handelt in overeenstemming met deze informatie, immers verwachten dat hij er economisch voordeel uit haalt zonder dat hij echter dezelfde risico's loopt als de andere marktdeelnemers. Het wezenlijke kenmerk van handel met voorwetenschap bestaat er dus in 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 beleggers."

Als u met mij heeft geturfd, dan heeft u het woord 'voordeel' 3 keer voorbij horen komen. Een gewoon voordeel is zelfs niet voldoende. Het moet gaan om een 'ongerechtvaardigd' voordeel. Kortom, het voordeeltbegrip is minder wezensvreemd aan gebruik van voorwetenschap dan de Hoge Raad het doet voorkomen. Met een informatievoorsprong zal de *insider* gewoonlijk beter dan *outsiders* – die dus nog niet over deze informatie beschikken – in staat zijn om de kans op winst (of vermindering van nadeel) op de financiële markt met succes te beïnvloeden. Dat voordeel is zeggend *the name of the game* van deze vorm van beursfraude.

Als dat voordeel met een bepaalde transactiemodaliteit niet kan worden behaald of als eventuele voordelen in een onvoldoende rechtstreeks verband staan met de transactie die met voorwetenschap is verricht, dan zou niet bewezen moeten kunnen worden dat ook daadwerkelijk op een ongeoorloofde wijze gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

Ten onrechte anders de Hoge Raad:

"Naar buiten redelijke twijfel is, moet uit dat arrest [gedoeld wordt op het Georgakis-arrest] in dit opzicht het volgende worden afgeleid. De reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap wordt bepaald door het daarmee beoogde doel, namelijk het waarborgen van gelijkheid van partijen bij een beurstransactie. Het benutten van voorwetenschap impliceert een voordeel, hierin bestaande dat degene die over voorwetenschap beschikt in een gunstiger positie verkeert dan degenen die niet over die voorwetenschap beschikken. Bij een transactie tussen ingewijden – dus personen die over dezelfde wetenschap beschikken – is van voorwetenschap en het zo-even genoemde, daaraan inherente voordeel geen sprake. Voor de strafbaarheid van het gebruik van voorwetenschap is niet vereist dat enig ander voordeel – direct of indirect – door de met voorwetenschap verrichte transactie kan worden of is verkregen."

Ik laat nu even terzijde de uitleg die de Hoge Raad geeft aan het Georgakis-uitspraak. Ik zoem in op het door de Hoge Raad als 'inherent' aan voorwetenschap verbonden geachte voordeeltbegrip. Inherent aan voorwetenschap zou zijn dat de *insider* in een gunstiger positie verkeert dan een *outsider*. De enkele aanwezigheid van dat kennelijk ingebakken voordeel is alreeds voldoende om strafbaarheid van gebruik van voorwetenschap te constitueren. Klaarblijkelijk gaat de Hoge Raad ervan uit dat het alreeds strafbaar is als een *insider* een transactie in financiële instrumenten verricht met voorwetenschap (en die dus krachtens een bewijsvermoeden verondersteld wordt gedaan te zijn met gebruikmaking van voorwetenschap), ongeacht de modaliteiten van de bewuste transactie en de verdere omstandigheden waaronder de transactie door de *insider* is verricht. Een dergelijke visie op gebruik van voorwetenschap lijkt mij lijnrecht in strijd te zijn met het overduidelijke oordeel van het Europese Hof van Justitie dat alleen gebruik dat van voorwetenschap wordt gemaakt in strijd met de doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik verboden handel met voorwetenschap vormt.

Ik kom dan ook tot de volgende Harry Potter-formule: handel met voorwetenschap is gelijk te stellen aan gebruik van voorwetenschap en dat is weer gelijk te stellen aan misbruik van voorwetenschap, *tenzij* dit allemaal en niet waar is en door de verdediging kan worden aangetoond dat geen ongeoorloofd gebruik is gemaakt van voorwetenschap.

Christel heb ik uitgebreid deelgenoot gemaakt van mijn onbegrip over deze uitspraken van 5 juli 2011. Het leek er volgens mij sterk op dat de Hoge Raad het werk door de vakantiekamer had laten doen. Christel wierp nog op dat Daan Doorenbos – de cassatieadvocaat in beide zaken – bij het formuleren van de cassatiemiddelen misschien iets te scherp aan de wind had gezeild. Die kritiek op mijn *brother in arms* ging er bij mij niet in. Voor zover ik dat als eenvoudig advocaat uit de provincie kon overzien, doorstond de cassatieschriftuur van Doorenbos de toets der kritiek ruimschoots.

Tot slot van mijn inleiding toon ik u hier echte *cabai rawit* die ik van een kort bezoekje aan Indonesië de afgelopen week heb overgehouden. Als u zo dadelijk tijdens het nuttigen van de dis uw buurman of buurvrouw enigszins rood aangelopen naar adem ziet happen, dan weet u waar deze hete pepers zijn gebleven.

Ik dank u voor uw aandacht.

G.T.J. Hoff