

## Over de regels van het spel

Een overzicht van enkele wettelijke regelingen ter bevordering van de integriteit en transparantie van de effectenmarkt

*Mr G.T.J. Hoff en Mr H.J.Th. Biemond  
Advocaat Loeff Claey's Verbeke, respectievelijk Singapore/Jakarta en  
Amsterdam*

1

### Inleiding

Ook in het effectenverkeer gelden bepaalde elementaire spelregels voor de deelnemers. Die spelregels moeten onder meer waarborgen dat vertrouwen bestaat in de integriteit van de effectenmarkt. Dit vertrouwen is zowel van belang voor ondernemingen die voor hun activiteiten fondsen nodig hebben en deze aantrekken door een beroep te doen op de effectenmarkt, als voor beleggers die fondsen aan deze ondernemingen ter beschikking stellen. Dit vertrouwen is zo essentieel, omdat niemand aan het effectenverkeer zal willen deelnemen als vals spel eerder regel dan uitzondering is.

In het effectenverkeer kan vals spel vele vormen aannemen. Zo kunnen insiders bij het verrichten van effectentransacties ten eigen voordele gebruik maken van een informatievoorsprong waarover zij uit hoofde van hun beroep of functie beschikking hebben gekregen. Ook is het mogelijk dat een belegger de koersvorming van effecten manipuleert of naar zijn hand weet te zetten waardoor een kunstmatige koers tot stand komt, en andere marktpartijen op het verkeerde been worden gezet. Deze vormen van vals spel zijn zonder twijfel fnuikend voor de adequate werking van de effectenmarkt. Om die reden ook bevat de Nederlandse effectenwetgeving diverse regels om misbruik van voorwetenschap en koersmanipulatie te voorkomen en – indien dit onverhoopt toch voorkomt – te bestraffen.

Het is niet alleen mogelijk vertrouwen in de werking van de effectenmarkt te bevorderen door vals spel te bestraffen, maar ook door zo veel als mogelijk transparantie voor te schrijven. Transparantie betekent in dit verband dat iedere belegger op hetzelfde tijdstip over relevante informatie moet kunnen beschikken. Op deze wijze wordt bevorderd dat beleggers op de effectenmarkt gelijke kansen hebben op winst en verlies. Door transparantie krijgt vals spel geen kans. Een voorbeeld van dit soort regelgeving is de wettelijke plicht tot melding en openbaarmaking van bepaalde deelnemingen in beursvennootschappen.

Duidelijk is dat al deze elementaire spelregels in het teken staan van eerlijk marktgedrag en dat zij bijdragen aan het onder optimale voorwaarden tot elkaar brengen van vraag en aanbod op de effectenmarkt.

Wie is nu bevoegd deze elementaire spelregels voor de deelnemers aan het effectenverkeer bindend vast te stellen? Ten eerste stellen wij vast dat de Nederlandse wetgever al lang niet

meer soeverein is op het gebied van het effectenverkeer. Ook AEX-Effectenbeurs, die de zelfregulering tot voor kort nog zo hoog in het vaandel had, heeft terrein moeten prijs geven. In toenemende mate worden de fundamentele spelregels in het effectenverkeer vastgesteld in het verband van de Europese Unie. Deze ontwikkeling is in 1977 met kracht ingezet door de publikatie van een niet-bindende Gedragscode voor effectenbeurstransacties. Later is op deze grondslag voortgebouwd door tal van richtlijnen.

In deze bijdrage zullen wij trachten met een grove penseel de contouren van de hiervoor genoemde spelregels en de wijze waarop deze in de Nederlandse effectenwetgeving zijn verwerkt, weer te geven. Tot besluit besteden wij nog aandacht aan twee bijzondere onderwerpen, te weten (i) de noodzaak om de spelregels met enige precisie in de effectenwetgeving te formuleren en (ii) de wijze waarop de naleving van de spelregels wordt gesanctioneerd.

## 2

**Misbruik van voorwetenschap**

Het verbod van misbruik van voorwetenschap is in een aantal regelingen neergelegd. In het Algemeen Reglement AEX, het Nader Reglement Toegelaten Instellingen AEX, de Regeling Privé Beleggingstransacties en de Modelcode voorkoming misbruik van voorwetenschap (bijlage IX van het Fondsenreglement) wordt het verrichten van effectentransacties terwijl men beschikt over koersgevoelige informatie in min of meer vergelijkbare bewoordingen ongeoorloofd verklaard.

Niet in de laatste plaats is misbruik van voorwetenschap een economisch delict op grond van de Wet op de Economische delicten. De delictsomschrijving is thans te vinden in artikel 46 van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 ('WTE 1995'). De wet tot wijziging van dit artikel is inmiddels in het Staatsblad gepubliceerd (Stb 1998, 320). Voluit luidt de delictsomschrijving ex artikel 46 WTE 1995 (nieuw):

- 1 *Het is een ieder verboden om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland en transactie te verrichten of te bewerkstelligen in:*
  - *effecten die zijn genoteerd aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs dan wel aan een buiten Nederland gevestigde en van overheidswege toegelaten effectenbeurs of effecten waarvan aannemelijk is dat deze spoedig aan een zodanige beurs zullen worden genoteerd; of*
  - *effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van onder a bedoelde effecten.*
- 2 *Voorwetenschap is bekendheid met een bijzonderheid omtrent de rechtspersoon, vennootschap of instelling, waarop de effecten betrekking hebben of omtrent de handel in de effecten:*
  - a *die niet openbaar is gemaakt; en*

- b *waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten, ongeacht de richting van die koers.*
- 3 *Het verbod van het eerste lid is niet van toepassing:*
  - a *op de tussenpersoon die, slechts beschikkend over voorwetenschap met betrekking tot de handel, volgens de regels van de goede trouw handelt ter bediening van opdrachtgevers;*
  - b *op de rechtspersoon, vennootschap of instelling waarvan de werknemers die zijn betrokken bij het verrichten of bewerkstelligen van de transactie slechts beschikken over voorwetenschap met betrekking tot de handel; en*
  - c *op degene die een transactie verricht of bewerkstelligt ter nakoming van een opeisbare verbintenis die reeds bestond op het tijdstip waarop hij kennis kreeg van de in het tweede lid bedoelde bijzonderheid.*
- 4 *Bij algemene maatregel van bestuur kunnen categorieën van transacties worden aangewezen, waarop het in het eerste lid bedoelde verbod niet van toepassing is. Daarbij kan binnen een aan te wijzen categorie onderscheid worden gemaakt naar de personen door wie en de omstandigheden waaronder de transacties worden verricht of bewerkstelligd.*
- 5 *Ten aanzien van strafbare feiten als bedoeld in het eerste lid is de rechtbank van Amsterdam in eerste aanleg bij uitsluiting bevoegd.*

Artikel 46 WvE 1995 (nieuw) is met ingang van 1 januari 1999 in werking getreden.

Voor een goed begrip van het verbod van misbruik van voorwetenschap is enig inzicht in de rechtshistorie van de desbetreffende delictomschrijving onontbeerlijk. De strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap is niet onomstreden.

Zo wordt door sommigen ingrijpen van het strafrecht niet nodig geacht omdat misbruik van voorwetenschap geen verkeerde prijsstelling van de verhandelde effecten veroorzaakt, maar tot een juiste prijs leidt. De discussie over noodzaak en wenselijkheid van strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap is echter in die zin achterhaald dat de Europese Richtlijn tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (89/592/EEG, Publikatieblad, Nr. L.334130, 18 november 1998) tot een dergelijke strafbaarstelling verplicht.

In 1989 werd in artikel 336a van het Wetboek van Strafrecht een verbod van misbruik van voorwetenschap opgenomen. De ratio legis van deze bepaling valt te destilleren uit de volgende wethistorische uitspraak van de toenmalige Minister van Justitie, Mr F. Korthals Altes:

*Alleen wanneer er sprake is van misleiding van het publiek of schending van het vertrouwen in het functioneren van het marktmechanisme is er aanleiding voor overheidsinterventie in de vorm van strafrechtelijk optreden.*

*(EK, 17-675, 31 januari 1989)*

De Minister baseerde zich kennelijk op het in Amerika bekende 'fair and orderly market-beginsel'. Uit deze uitspraak van de Minister valt op te maken dat als de door de strafbepaling beschermde rechtsgoederen werden beschouwd:

- *de gelijke kansen van het beleggend publiek; en*
- *het mede daarop gebaseerde vertrouwen in de Nederlandse effectenmarkt.*

De eerste rechtspraak op basis van artikel 336a van het Wetboek van Strafrecht liet enige tijd op zich wachten, maar in 1995 boog ons hoogste rechtscollege zich over doel en strekking van de delictsomschrijving in de roemruchte HCS-zaak (HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662). Op grond van de ratio van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap kwam de Hoge Raad tot een belangwekkende uitleg van een tweetal bestanddelen van de delictsomschrijving:

*Het begrip koersgevoelig dient aldus te worden uitgelegd dat ten tijde van de transactie naar objectieve maatstaven inzicht kon bestaan niet slechts in de omstandigheid dat de openbaarmaking van de geheime bijzonderheid invloed zou hebben op de koers van effecten, doch ook in de richting waarin de koers bij openbaarmaking van de geheime bijzonderheid zich zou gaan bewegen;*

Dit raakt de kern van de strafbepaling. Uitsluitend wanneer in zijn algemeenheid een voorspelling mogelijk is over de richting van de koersontwikkeling, kan worden gesproken van misbruik van voorwetenschap. Indien een dergelijke voorspelling niet mogelijk is, wordt door degene die de transactie verricht of bewerkstelligt slechts gespeculeerd op een koersontwikkeling.

Voorts oordeelde de Hoge Raad:

*Aangenomen moet worden dat het bedoelde voordeel ziet op het voordeel dat ontstaat 'uit de transactie' die met de voorwetenschap is verricht of bewerkstelligd. Dit houdt in dat tussen de transactie en het ontstaan van enig voordeel een dusdanig rechtstreeks verband dient te bestaan dat het (mogelijke) voordeel geacht kan worden uit de transactie als zodanig voort te vloeien. Hiervan is geen sprake indien het voordeel afhankelijk is van onzekere nieuwe ontwikkelin-*

*gen die zich voordoen nadat de transactie is verricht of bewerkstelligd.*

De Hoge Raad stelt derhalve dat het voordeel verband moet houden met de informatievoorsprong. Ook deze uitleg spreekt aan. Het laakbare van misbruik van voorwetenschap bestaat immers uit het te gelde maken van een informatievoorsprong op de rest van het beleggend publiek.

Blijkens de memorie van toelichting bij het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 zijn deze overwegingen van de Hoge Raad directe aanleiding geweest voor de meest recente wijzigingen van de delictsomschrijving terzake misbruik van voorwetenschap. In diezelfde memorie van toelichting werd ook de ratio legis geherformuleerd:

*Bovendien wordt aan het uitgangspunt, dat een ieder die over voorkennis beschikt zich dient te onthouden van effectentransacties meer gewicht toegekend. Het belang van een gezonde markt eist een heldere norm. Daarom dient niet alleen strafbaar te zijn de handel met voorwetenschap die in het concrete geval tot oneerlijke voordeelverwerving kan leiden, maar alle handel met voorwetenschap, waaraan immers in het algemeen dat risico is verbonden.*

Opvallend is dat in de aanhef van het voormelde wetsvoorstel de strafbepaling door de wetgever niet langer misbruik van voorwetenschap wordt genoemd, doch gebruik van voorwetenschap. De kennelijk door de wetgever gehuldigde 'heldere' norm lijkt te zijn afgeleid van het 'abstain until disclosed'-principe inhoudende dat iedere insider de schijnbaar eenvoudige keuze heeft tussen in het geheel niet handelen of alle niet openbare informatie bekendmaken.

De uit de memorie van toelichting aangehaalde passage lijkt erop te wijzen dat de wetgever artikel 46 WTE 1995 (nieuw) als een gevaarzettingsdelict ziet. Dit zou betekenen dat niet alleen wanneer een inbreuk is gemaakt op de door de bepaling beschermde rechtsgoederen, maar ook wanneer het algemene risico bestaat dat deze in gevaar komen, strafrechtelijk ingrijpen gerechtvaardigd wordt geacht.

De meest ingrijpende wijzigingen bestaan eruit dat het 'voordeelsvereiste' in het geheel is geschrapt en dat ten aanzien van de koersgevoeligheid in de wettekst is opgenomen dat het er voor de strafbaarheid niet toe doet of de richting van de koers voorzienbaar is voor degene die een effectentransactie verricht. Artikel 46 WTE 1995 (nieuw) heeft daardoor een onmiskkenbaar breder toepassingsbereik. De bepaling gaat zelfs verder dan de voormelde Europese richtlijn waarin in de definitie van het begrip voorwetenschap het vereiste is opgenomen dat de niet openbare informatie 'aanwijsbare invloed' op de koers heeft.

Het nadeel van een 'ruim in de jas zittende' delictsomschrijving is dat ook gedragingen die niet laakbaar worden geacht onder het bereik van de strafbepaling vallen. Eerder is in dit verband wel gewezen op de wetenschap van het eigen voornemen van degene die een effectentransactie verricht of bewerkstelligt om een groot pakket aandelen te kopen of af

te stoten, die toch als koersgevoelige informatie kan worden aangemerkt. Ook de inkoop van eigen aandelen door een beursvennootschap als beschermingsmaatregel tegen een nog niet publiek gemaakt overnamebod is naar de letter van de wet een strafbaar feit. Het zal echter niet de bedoeling zijn dergelijke transacties in de criminele sfeer te trekken. Aldus wordt zichtbaar dat de wetgever beoogt een heldere norm vast te leggen in artikel 46 WTE 1995 (nieuw) doch in feite een nieuwe bron van rechtsonzekerheid creëert. In ieder geval blijkt uit de delictomschrijving niet wat wel en wat niet mag, hetgeen zich slecht verdraagt met het in het strafrecht verankerde *lex certabeginsel*.

Een te ruim uitgevallen delictomschrijving vergt een restrictieve wetsinterpretatie. Een andere oplossing om het hoofd te bieden aan rechtsonzekerheid kan gevonden worden in de formulering van wettelijke uitzonderingsclausules. Zo zijn in het derde lid van artikel 46 WTE (nieuw) een tweetal nieuwe uitzonderingsbepalingen opgenomen. In het derde lid, onderdeel b, wordt de situatie uitgezonderd waarin bijvoorbeeld een bankemployée, die zelf niet over voorwetenschap beschikt, een transactie uitvoert ten behoeve van een cliënt, terwijl men op een andere plaats binnen de instelling waarbij hij in dienst is – bijvoorbeeld de kredietafdeling – wel over voorwetenschap beschikt. In deze situatie wordt strafbaarheid uitgesloten zolang er ‘Chinese Walls’ tussen in dit geval de effectenafdeling en de kredietafdeling bestaan en deze ook daadwerkelijk het doorleken van die informatie in de weg staan.

Het tweede uitzonderingsgeval – derde lid, onderdeel c – ziet bijvoorbeeld op de situatie waarin iemand die een optie heeft geschreven, dat wil zeggen de verplichting op zich heeft genomen effecten te leveren indien en zodra de optiegerechtigde de optie uitoefent, nadien over voorwetenschap is gaan beschikken. Als de schrijver van de optie aan zijn verplichtingen wordt gehouden, is hij niet strafbaar, ook al beschikt hij op dat moment over voorwetenschap. Overigens zal in een dergelijke situatie ook een beroep op overmacht mogelijk zijn.

De Minister van Financiën erkent blijkens zijn opmerkingen in de Nota naar aanleiding van het nader verslag (TK 1997-1998, 25095, nr. 8, p. 1) dat ondanks voormelde uitzonderingsclausules nog steeds effectentransacties onbedoeld onder de strafbepaling vallen. Om die reden is in het vierde lid van artikel 46 WTE 1995 (nieuw) de mogelijkheid opgenomen bepaalde transacties bij algemene maatregel van bestuur uit te zonderen. Van deze mogelijkheid is direct gebruik gemaakt. Bij besluit van 17 december 1998 (‘het Uitzonderingsbesluit’, Stb. 1998, 717) is een aantal categorieën transacties van het verbod van artikel 46, lid 1 Wte 1995 (nieuw) uitgezonderd.

Hoewel dit in het strafrecht misschien enigszins ongebruikelijk is, zou via dergelijke uitzonderingsclausules het bezwaar van rechtsonzekerheid enigszins kunnen worden weggenomen. Overigens is ook in de Engelse wetgeving de algemene verbodsnorm ‘insider dealing’ verder ingevuld met ‘special defences’ (Article 56.1.b. Criminal Justice Act 1993, part V).

De praktijk zal moeten nu moeten uitwijzen of aan de hand van het uitzonderingsbesluit een scherp(er) onderscheid gemaakt kan worden tussen strafbare gedragingen.<sup>210</sup>

## 3

**Koersmanipulatie**

De laatste jaren wordt in toenemende mate aandacht gevraagd voor een ander euvel dat de effectenmarkt zou teisteren. Gedoeld wordt op de praktijk van het manipuleren van beurskoersen van effecten. Dit kan geschieden door het verspreiden van onware of leugenachtige berichten over een beursvennootschap ('Philips is failliet') of door massale aan- of verkopen van effecten waardoor het ordelijk verloop van de handel wordt verstoord, en een kunstmatige koers tot stand komt. Ook kan gedacht worden aan schijntransacties (bijvoorbeeld een verkoop met beding van wederinkoop) om op deze wijze een bepaalde omzet in een fonds te suggereren. Degene die zich aan koersmanipulatie schuldig maakt, doet dit veelal om financieel voordeel te behalen. Het verschil met misbruik van voorwetenschap is echter dat bij koersmanipulatie het voordeel niet rechtstreeks wordt behaald uit de koop of verkoop van effecten.

Evenals misbruik van voorwetenschap tast koersmanipulatie het vertrouwen in de werking van de effectenmarkt aan. Het zal daarom niemand verbazen dat koersmanipulatie strafbaar is gesteld. Wat wel dadelijk opvalt is dat de delictomschrijving in artikel 334 van het Wetboek van Strafrecht zeer beperkt is gehouden. Deze delictomschrijving luidt:

*Hij, die met het oogmerk om zich of een ander wederrechtelijk te bevoordelen, door het verspreiden van een leugenachtig bericht, de prijs van koopwaren, fondsen of geldswaardig papier doet stijgen of dalen, wordt gestraft met een gevangenisstraf van ten hoogste twee jaren of een geldboete van de vijfde categorie.*

De strafbepaling is dus beperkt tot het verspreiden van leugenachtige berichten. Andere manieren om de beurskoers met bepaalde kunstgrepen te beïnvloeden, vallen niet onder het bereik van de strafbepaling.

Na aandringen van de Tweede Kamer om op dit terrein de teugels strakker aan te trekken, heeft het Ministerie van Financiën de vakgroep strafrechtswetenschappen van de Katholieke Universiteit Brabant verzocht een rechtsvergelijkend onderzoek naar de strafbaarstelling van koersmanipulatie in de Verenigde Staten van Amerika en in enige Westeuropese landen uit te voeren.

De resultaten van het onderzoek zijn in april 1996 aan het Ministerie aangeboden. Hoewel de onderzoekers in hun rapport op basis van de situatie in de onderzochte landen een aanbeveling doen de strafbepaling aanmerkelijk uit te breiden en over te brengen naar de Wet Toezicht Effectenverkeer, en bovendien ook dezelfde geluiden uit de hoek

---

210 Literatuursuggesties:

- D.R. Doorenbos, De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap; NJB 1996, p. 1805-1810.
- F.G.H. Kristen, misbruik, gebruik of handelen met voorwetenschap, NV 1995, p.131-138.

van de Stichting Toezicht Effectenverkeer ('STE') worden gehoord, valt er tot op heden helaas nog geen enkel spoor van activiteit aan de kant van de wetgever te bespeuren.<sup>211</sup>

## 4

**Meldingsplicht voor deelnemingen in beursvennootschappen**

De Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen ('WMZ') is op 1 februari 1992 in werking getreden. Met de WMZ wordt beoogd de transparantie van de (Nederlandse) effectenmarkt te bevorderen. Concreet betekent dit dat door de WMZ een beeld kan worden verkregen van de verhoudingen in het kapitaalbelang en de stemrechten van Nederlandse beursvennootschappen.

Deze door de WMZ nagestreefde markttransparantie komt de efficiënte werking van de effectenmarkt alsook de bescherming van beleggers ten goede. Zo vinden beleggers het belangrijk te weten of omvangrijke aandelenpakketten in een beursvennootschap in vaste handen zijn, of dat een bepaalde belegger zijn belang in een beursvennootschap aan het uitbreiden of afbouwen is. Dit is informatie waarop beleggers hun beleggingsbeslissingen mede plegen te baseren.

Niet lang na het inwerkingtreden van de WMZ bleek dat deze wet enkele tekortkomingen vertoonde waardoor haar doelstelling niet optimaal kon worden bereikt. Ook leidde de WMZ tot complicaties en onduidelijkheden bij de uitvoering. Daarom is met ingang van 1 juni 1997 de WMZ ingetrokken, en is een nieuwe Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 (eveneens 'WMZ') vastgesteld.

Zoals gezegd, beoogt de WMZ de transparantie van de (Nederlandse) effectenmarkt te bevorderen. Dit geschiedt door een meldingsplicht op te leggen aan de belegger en een openbaarmakingsplicht aan de STE. De STE speelt een centrale rol bij de uitvoering van de WMZ, doordat de Minister van Financiën zijn toezichthoudende taken en bevoegdheden op grond van de WMZ aan de STE heeft overgedragen.

De meldingsplicht op grond van de WMZ geldt uitsluitend voor beleggers die (certificaten van) aandelen houden in een naamloze vennootschap die naar Nederlands recht is opgericht en waarvan de (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de officiële notering aan een in één van de lid-staten van de Europese Unie gelegen en werkzame effectenbeurs. In nationaal verband is dit sedert 1 januari 1997 de door Amsterdam Exchanges N.V. in stand gehouden AEX-Effectenbeurs. Uit de door de STE verzamelde statistische gegevens blijkt dat op 31 december 1997 in totaal 335 beursvennootschappen onder de WMZ kwalificeerden.

De meldingsplicht houdt in dat de belegger die de beschikking krijgt of verliest over (certificaten van) aandelen of stemmen in een beursvennootschap waardoor het door

211 Literatuursuggesties:

- D.H. Cross, Koersmanipulatie, TVVS 1997/2, p. 33-36.
- D.R. Doorenbos, Financieel Strafrecht, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut, deel 40, Deventer 1992, p. 291-302.
- G.T.J. Hoff, In de maat van de koersdirigent, in: Financiering en aansprakelijkheid, Serie Onderneming en Recht, deel 1, Zwolle, 1994, p. 35-50.



hem gehouden percentage kapitaalbelang of stemmen in een andere bandbreedte valt dan het percentage waarover hij onmiddellijk voordien beschikte dit onverwijld dient te melden. De relevante bandbreedtes zijn 0 tot 5, 5 tot 10, 10 tot 25, 25 tot 50, 50 tot 662/3 en 662/3 of meer. Met betrekking tot beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal gelden slechts de bandbreedtes vanaf 25%.

Een meldingsplicht bestaat eveneens met betrekking tot op het moment van een beursgang bestaande belangen van 5% of meer in een vennootschap waarvan de (certificaten van) aandelen worden genoteerd aan een effectenbeurs.

Door deze meldingsplicht worden marktbewegingen zichtbaar gemaakt. Benadrukt dient evenwel te worden dat een meldingsplicht in beginsel eerst ontstaat indien als gevolg van een aan- of verkoop van effecten het percentage kapitaalbelang of stemmen in een andere bandbreedte valt. Geen meldingsplicht ontstaat indien het percentage van een belegger uitsluitend door uitbreiding of vermindering van het geplaatste kapitaal in een andere bandbreedte valt. Het wordt niet wenselijk geacht in een dergelijk geval een meldingsplicht aan een belegger op te leggen omdat de belegger op deze omstandigheden veelal geen invloed kan uitoefenen.

In het stelsel van de WMZ zal een meldingsplicht dus uitsluitend kunnen ontstaan door een eigen handeling van de belegger.

De melding dient onverwijld te geschieden. De tijd gelegen tussen het moment van (behoren te) weten dat een andere bandbreedte is bereikt en het moment dat de melding wordt gedaan, moet zo kort mogelijk zijn.

De belegger dient de WMZ-melding gelijktijdig te doen aan de beursvennootschap waarin het belang wordt gehouden, en aan de STE. Na ontvangst maakt de STE de melding vervolgens openbaar in een advertentie in een landelijk verspreid dagblad. De STE heeft een keuze gemaakt voor publikatie in Het Financieele Dagblad. Daarbij worden de meldingsgegevens, waaronder de datum van het ontstaan van de meldingsplicht en de persoonlijke gegevens van de belegger, integraal openbaar gemaakt.

Voordat de STE de melding openbaar maakt, doet zij een mededeling aan de betrokken beursvennootschap. Deze wordt hierdoor in staat gesteld een ontheffingsverzoek in te dienen om het openbaar worden van de melding te voorkomen. Als de beursvennootschap een dergelijk verzoek niet binnen drie dagen na ontvangst van de mededeling heeft gedaan, maakt de STE de melding van de belegger openbaar. Tot op heden zijn ontheffingsverzoeken overigens nauwelijks gehonoreerd.

Overtreding van de meldingsplicht is op grond van de Wet op de economische delicten strafbaar gesteld. In dat geval kunnen op grond van de WMZ tevens vergaande civielrechtelijke maatregelen worden getroffen.

Het gevolg van de WMZ is een immer wassende stroom van WMZ-meldingen. Zo ontving de STE in 1995 387 meldingen, in 1996 460 meldingen en in 1997 515 meldingen. De oogst van deze meldingen verschijnt ieder jaar in een bijlage van Het Financieele Dagblad. In deze bijlage wordt onder meer een overzicht gegeven van de WMZ-meldingen per beursfonds, maar ook van de verschillende WMZ-meldingen die door een aantal meldingsplichtige beleggers (bijvoorbeeld banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en particulieren) zijn gedaan. De financiële netwerken van belegend Nederland zijn hiermee overzichtelijk in kaart gebracht.<sup>212</sup>

**Tot besluit**

Gebleden is dat met name het strafrecht wordt ingeschakeld om de spelregels in het effectenverkeer te handhaven. Op zichzelf is daar niets mis mee. De keerzijde van deze keuze is wel dat het strafrechtelijke legaliteitsbeginsel hoge eisen stelt aan de wijze waarop de spelregels in de effectenwetgeving moeten worden geformuleerd, ondanks de veel gehoorde roep om flexibiliteit in het effectenverkeer. Hiermee bedoelen wij het volgende. Het legaliteitsbeginsel is een hoeksteen van ons strafrecht. In artikel 1 van het Wetboek van Strafrecht wordt dit als volgt uitgedrukt:

*Geen feit is strafbaar dan uit kracht van een daaraan voorafgegane wettelijke strafbepaling.*

Dit legaliteitsbeginsel heeft als achtergrond dat iedere burger zijn gedrag moet kunnen afstemmen op de strafwet. Alleen op die wijze kan het strafrecht het gedrag van burgers beïnvloeden. De strafwet dient dus in duidelijke bewoordingen aan te geven welk gedrag strafbaar is gesteld. Daarnaast dient de strafwet voorspelbaar te zijn in zijn toepassing. Alleen onder de voorwaarde van deze rechtsstatelijke waarborg tegen justitiële willekeur kan aan de overheid het geweldsmonopolie worden toegekend. Bovendien behoort het strafrecht vanwege het ingrijpende karakter een 'ultimum remedium' te zijn. Het strafrecht dient pas te worden ingeschakeld indien andere handhavingsmethoden niet blijken te werken. Zo heeft de wetgever misbruik (thans gebruik) van voorwetenschap strafbaar gesteld, omdat civielrechtelijke acties gebaseerd op onrechtmatige daad of dwaling, niet kunnen worden ingesteld tegen de insider indien deze een effectentransactie op een effectenbeurs heeft verricht. In de beurshandel is de wederpartij van een effectentransactie onbekend, zodat deze acties naar geldend recht (nog steeds) gedoemd zijn te mislukken. Het gebruik van het strafrecht als – overwegend stomp – wapen in de strijd tegen vormen van vals spel in het effectenverkeer is hiermee in beginsel gelegitimeerd.

## 212 Enige literatuursuggesties:

- S. Perrick, De nieuwe Wet Melding Zeggenschap, TVVS 1997, p. 97-100.
- G.T.J. Hoff, Op naar een transparante(re) effectenmarkt, De NV 1997, p. 94-99.
- H.M. Vletter-van Dort, Meldingsplicht voor beursvennootschappen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 21, Deventer 1994.