

## Financieel recht

118

Hoge Raad (Strafkamer) 2 juli 2013, nr. 11/02699  
m.nt. G.T.J. Hoff

RF 2013/67  
ECLI:NL:HR:2013:6  
ECLI:NL:PHR:2012:BY4848

**Gebruik van voorwetenschap; eigen voornemens en zelf gecreëerde bijzonderheden leveren geen voorwetenschap op**

VHS

**Feiten; procesverloop**

1. Ed Maas is een in vastgoedkringen (en ooit zelfs in politieke kringen) veelbesproken ondernemer. Hij is zijn carrière ooit begonnen als glazenwasser om, na een periode als pandjesbaas te hebben gewerkt, (voorlopig) te eindigen als directeur-groootaandeelhouder van VHS Onroerend Goed Maatschappij N.V. (VHS). Dit beursfonds was tot 2005 aan Euronext Amsterdam genoteerd. Het beursfonds was volledig onder controle van Maas, die 80% van de aandelen hield. De hierdoor veroorzaakte beperkte free float van het aandeel was het beursbestuur een doorn in het oog. Daarom heeft het beursbestuur een 'herenafpraak' met Maas gemaakt om de verhandelbaarheid van 'zijn' fonds te vergroten. Van Maas werd verlangd dat hij zijn eigen aandelenbelang zou terugbrengen. Maas is daartoe in overleg getreden met Staalbankiers N.V. Staalbankiers heeft daarop initiatieven ontplooid om aandelenpakketten onder te brengen bij diverse institutionele partijen. Die initiatieven hebben geen van alle vruchten afgeworpen. Daarna is een collega-zakenman – Eddy de Kroes – in beeld gekomen om de met het beursbestuur gemaakte afspraak ten uitvoer te brengen. Vervolgens heeft Maas van ongeveer 2000 tot 2004 voor eigen risico, maar op naam van de collega-zakenman en een door deze zakenman beheerste B.V. (23 April B.V.), in aandelen VHS gehandeld. Deze transacties hadden tot doel

de koers van het fonds VHS op een door Maas gewenst niveau te stabiliseren. Tevens werd hierdoor bereikt dat enige beurshandel in VHS zichtbaar werd voor derden. Aan de AFM werden geen meldingen gedaan van al deze door Maas geïnstigeerde transacties in het aandeel VHS. Na uitvoerig compliance-onderzoek heeft Staalbankiers begin 2005 een incidentmelding gedaan. Daarmee was een nieuwe beursaffaire geboren.

2. Het procesverloop mag zonder twijfel tumultueus worden genoemd. Daarover vermeld ik vooreerst dat uit de in beslag genomen banden van gevoerde telefoongesprekken bleek dat Maas met diverse medewerkers van Staalbankiers intensief overleg had gevoerd over zijn plannen om de beurskoers van VHS te regisseren. Met Staalbankiers en enkele (oud) medewerkers is blijkens een persbericht van 5 oktober 2007 door het OM een transactie gesloten, waarmee strafvervolgning werd voorkomen. Als reden voor het treffen van een transactie werd door het OM onder meer opgegeven dat Staalbankiers met het oog op preventie de interne opleidingseisen inmiddels aanzienlijk had verzaamd en de interne regelgeving had aangescherpt. Ook de positie van de afdeling Compliance binnen de organisatie van de bank was daarmee versterkt. Met het betalen van € 400.000 is Staalbankiers aan strafvervolgning (vermoedelijk op basis van een van de deelnemingsvormen aan handel met voorwetenschap) ontkomen.

3. In de tenlastelegging waarmee de zaak tegen Maas aan de strafrechter werd voorgelegd, werd het verwijt gemaakt dat Maas de transacties in aandelen VHS verrichtte terwijl hij op de hoogte was van een aantal niet openbaar gemaakte bijzonderheden die koersgevoelig waren.<sup>1</sup> De bijzonderheden waren in de tenlastelegging als volgt onder woorden gebracht:

- c. het in stand houden van een zogenoemde geringe free float van de effecten van voornoemde instelling door op naam van 23 April B.V. transacties te bewerkstelligen en een belang op te bouwen in effecten van voornoemde instelling, terwijl voor de markt niet bekend was dat hij, verdachte, deze transacties zelf bewerkstelligde en dat hij, verdachte, voor een belangrijk deel het financieel risico bleef houden; en
- e. het maken van afspraken met betrekking tot aangekochte en/of gehouden effecten van voornoemde instelling (te weten lock-up afspraken en koersgaranties en afspraken met betrekking tot de omvang van het op te bouwen belang en prijsafspraken);
- f. het op naam van een of meer derde(n) (te weten van 23 April B.V. en/of Staalbankiers N.V.) bewerkstelligen van transacties gedurende de gesloten periodes voorafgaand aan het publiceren van de jaarrekeningen van 2001 en 2002.

<sup>1</sup> Buiten beschouwing laat ik in deze bespreking van het arrest het verwijt dat Maas de meldingsplicht van art. 46b Wte 1995 (oud) niet had nageleefd. Daarvoor is Maas in alle feitelijke instanties veroordeeld, welke veroordeling door de Hoge Raad in stand is gelaten. De daartegen gerichte cassatiemiddelen werden met een beroep op art. 81 lid 1 RO verworpen.

16 Anders de noot van R.M. Hermans bij OK 13 mei 2009, JOR 2009/163 (ASMI).

4. De Rechtbank Amsterdam heeft Maas in haar vonnis van 3 april 2009 (*JOR* 2009/167 m.nt. Nelemans en Liem) vrijgesproken van handel met voorwetenschap. Redengevend daarvoor was dat de in de tenlastelegging opgenomen gedragingen hooguit marktmanipulatie zouden kunnen opleveren. Die vorm van beursfraude is echter eerst met ingang van 1 oktober 2005 door omzetting van de Richtlijn marktmisbruik in de Wet marktmisbruik (destijds deel uitmakend van de toentertijd geldende Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) en thans opgenomen in art. 5:58 van de Wet op het financieel toezicht (Wft)) strafbaar gesteld. De rechtbank achtte de gedragingen van Maas niet strafbaar op grond van de destijds geldende delictomschrijving van handel met voorwetenschap (art. 46 Wte 1995 (oud)). Daartoe verwees de rechtbank naar het *Cardio Control*-arrest van de Hoge Raad van 6 februari 2007 (*JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer; *NJ* 2008/467 m.nt. Kristen). Maas zou de niet-openbare bijzonderheden – tezamen met een collega-zakenman en Staalbankiers – zelf hebben geschapen, zodat de wetenschap daarover moet worden aangemerkt als wetenschap over eigen voorgenomen transacties (r.o. 5.5 en 5.6). Ook de transacties die door Maas werden verricht in zogeheten ‘gesloten periodes’ leidden niet tot een ander oordeel. De enkele niet openbaar gemaakte bijzonderheden (te weten dat Maas zicht had op nog niet openbaar gemaakte informatie over het resultaat van VHS of de eindejaarstaxaties van onroerend goed die door Maas zelf werden verricht) waren volgens de rechtbank niet van dien aard dat de gemiddelde belegger, indien daarmee bekend, zijn beleggingsbeslissing in enig opzicht daarop zou hebben gebaseerd. Deze informatie kon dus niet als voorwetenschap in de zin van art. 46 lid 2 Wte 1995 (oud) worden aangemerkt.

5. Bij het Gerechtshof Amsterdam liep de strafzaak voor Maas onfortuinlijk af. Het hof veroordeelde Maas wegens handel met voorwetenschap. Wettig en overtuigend werd bewezen geacht dat Maas ‘blijkbaar om de koers te stabiliseren en daarmee te manipuleren’ grote aantallen aankooptransacties had bewerkstelligd in aandelen VHS, terwijl hij over voorwetenschap beschikte omtrent VHS en/of de handel in effecten VHS. Maas werd daarvoor veroordeeld tot een voorwaardelijke gevangenisstraf van 6 maanden en een geldboete van € 135.000. Het hof achtte de informatie waarover Maas beschikte koersgevoelig – zeker tezamen en in onderling verband en samenhang beschouwd – en daarmee is die informatie ook als ‘voorwetenschap’ aan te merken. Anders dan de rechtbank oordeelde het hof dat in dit geval geen sprake was van ‘wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties’ als bedoeld in het *Cardio Control*-arrest, maar dat wel degelijk gebruik was gemaakt van voorwetenschap. Het hof overwoog daartoe in essentie dat het in deze zaak ging om bijzonderheden die niet (alleen) door Maas zijn geschapen, zoals de niet-openbare informatie waarover hij in de gesloten periodes kon beschikken, het bewerkstelligen van transacties op naam van anderen maar waarvan Maas het financieel risico bleef dragen, alsmede de toezegging van de collega-zakenman (op basis van hun onderlinge afspraak) effecten VHS gedurende een langere periode niet te verkopen. Maas had daarvoor bovendien de actieve medewerking nodig van anderen (zoals de collega-zakenman en Staalbankiers). Daarnaast waren het bijzonderheden die niet alleen aan Maas kenbaar waren, maar (uit de aard der zaak) evenzeer aan anderen die daarmee hun eigen belangen dienden. Met dit alles zou de onderhavige zaak volgens het hof op cruciale punten afwijken van de situatie die ten grondslag heeft gelegen aan het *Cardio Control*-arrest.

### Uitspraak

6. In zijn arrest van 2 juli 2013 doet de Hoge Raad naar aanleiding van het negende cassatiemiddel een uitspraak over het principiële onderscheid dat bestaat tussen het begrip ‘voorwetenschap’ en de eigen voornemens van de handelende perso(o)n(en) die niet als voorwetenschap kunnen worden aangemerkt. In het cassatiemiddel werd aan de orde gesteld dat het hof ten onrechte geoordeeld heeft dat Maas gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap door diverse aankopen te bewerkstelligen, terwijl uit de door het hof vastgestelde afspraken omtrent deze aankopen en het met de aankooptransacties volgens het hof nagestreefde doel onmiskenbaar volgt dat die transacties niet in overeenstemming kunnen worden geacht met de door het hof veronderstelde voorwetenschap, doch slechts kunnen worden gezien als verschijningsvorm van marktmanipulatie. Het hof heeft daarmee miskend dat volgens de Marktmissbruikrichtlijn (2003/6/EG) marktmanipulatie onderscheiden moet worden van het fenomeen gebruik van voorwetenschap, aldus het cassatiemiddel.

7. De Hoge Raad neemt in zijn arrest als feitelijk vertrekpunt dat het hof had vastgesteld dat de verdachte met het kennelijke oogmerk ‘om de koers te stabiliseren en daarmee te manipuleren’ door tussenkomst van Staalbankiers diverse aankooptransacties heeft bewerkstelligd. Daarover oordeelt de Hoge Raad als volgt (r.o. 4.3):

“Naast de omstandigheid dat het aldus bewezenverklaarde handelen volgens het Hof tot doel had de koers van de effecten te manipuleren, kenmerkt dit geval zich erdoor dat een als marktmanipulatie aan te merken handelen als zodanig nog niet strafbaar was gesteld ten tijde van het bewezenverklaarde handelen (zie voor de huidige strafbaarstelling art. 5:58, eerste lid, Wet op het financieel toezicht).”

8. Vervolgens beantwoordt de Hoge Raad of bekendheid met de hiervoor onder 3. weergegeven bijzonderheden als voorwetenschap in de zin van art. 46 Wte 1995 (oud) zijn aan te merken. De Hoge Raad stelt daarbij voorop dat de wetgever blijkens de wetsgeschiedenis<sup>2</sup> uitdrukkelijk heeft beoogd het transactieverbod (zoals dat ten tijde van het bewezenverklaarde handelen was opgenomen in art.

<sup>2</sup> Zie bijv. *Kamerstukken II* 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4 en 8. Aldaar wordt gesteld dat wanneer een overnemende partij effectentransacties verricht en daarbij slechts gebruik maakt van een eigen voornemen er geen sprake is van voorwetenschap.

46 lid 1 Wte 1995 (oud)) niet te doen uitstrekken tot de effectentransacties die worden verricht of bewerkstelligd met wetenschap die slechts de eigen voorgenomen effectentransacties betreft (r.o. 4.4). Daarna haalt de Hoge Raad zijn bekende rechtsregel aan uit het Cardio Control-arrest:

“Indien sprake is van bijzonderheden die door de verdachte zelf zijn geschapen, moet zijn wetenschap daaromtrent worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties.”

9. Bij de beantwoording van voornoemde vraag maakt de Hoge Raad vervolgens een onderscheid tussen twee categorieën bewezenverklarde bijzonderheden. Ten eerste de categorie bijzonderheden dat het bij de desbetreffende aankooptransacties gaat om wetenschap van de verdachte en de medeverdachte omtrent de eigen (voorgenomen) handel in de effecten VHS, welke (gezamenlijke) wetenschap inhield dat door manipulatie de koers van die aandelen hoog werd gehouden (de bijzonderheden c. en e.). De Hoge Raad overweegt daarover (r.o. 4.5):

“Aldus heeft de verdachte, samen met onder anderen de medeverdachte, deze bijzonderheden zelf geschapen. Dat brengt mee dat de bij de verdachte en de medeverdachte bestaande wetenschap van de onder c en e vermelde bijzonderheden kennis betreft omtrent het uitvoeren van het eigen voornemen bepaalde aankooptransacties te verrichten, en dat deze wetenschap dus niet kan worden aangemerkt als voorwetenschap in de zin van art. 46 Wte 1995 (oud). De omstandigheid dat de verdachte en de medeverdachte transacties verrichtten met het doel de koers te manipuleren, maakt dat niet anders. Ook de omstandigheid dat, zoals het Hof overweegt, het in dit geval gaat om bijzonderheden die niet door de verdachte alleen zijn geschapen, aangezien hij daarvoor ‘de actieve medewerking van anderen’, onder wie de medeverdachte en Staalbankiers NV, nodig had, vormt geen wezenlijk verschil met het geval dat de Hoge Raad had te beoordelen in het zojuist genoemde arrest waarin voormelde opvatting omtrent de reikwijdte van het begrip ‘voorwetenschap’ in art. 46 Wte 1995 (oud) is verwoord.”

10. De tweede categorie bewezenverklarde bijzonderheden betreft een bijzonderheid omtrent VHS en houdt in dat de verdachte ermee bekend was dat hij aankooptransacties heeft bewerkstelligd gedurende zogenoemde gesloten periodes voorafgaande aan de publicatie van de jaarrekeningen van 2001 en 2002. Op grond van het bewijsmateriaal staat vast dat het uitsluitend gaat om de aankooptransactie van 7 februari 2003 in de gesloten periode voor de publicatie van de jaarrekening over 2002 op 17 februari 2003. De Hoge Raad overweegt te dien aanzien (r.o. 4.7):

“Voor zover, zoals het Hof heeft bewezenverklaard, ervan moet worden uitgegaan dat de verdachte aldus wetenschap had van de enkele bijzonderheid dat hij die transactie heeft verricht in de gesloten periode, geldt dat sprake

ke is van wetenschap omtrent het eigen (voorgenomen) handelen, welke wetenschap op grond van het voorgaande niet als ‘voorwetenschap’ in de zin van art. 46 Wte 1995 (oud) is aan te merken. Ook indien de tenlastelegging aldus moet worden opgevat dat de wetenschap van de verdachte daaruit bestaat dat hij kon beschikken over informatie uit de nog niet gepubliceerde jaarrekening over 2002, biedt het voorhanden bewijsmateriaal geen aanknopingspunt om, in weerwil van het daarop gerichte verweer van de verdachte in feitelijke aanleg, aannemelijk te doen zijn dat van enkel deze bijzonderheid redelijkerwijs te verwachten viel dat openbaarmaking van die informatie (significante) invloed zou kunnen hebben op de koers van de aandelen VHS, mede gelet op de vaststaande omstandigheden dat de free float gering was en de koers door de verdachte werd gestabiliseerd. Aldus moet ook ten aanzien van de bijzonderheid onder f worden geconcludeerd dat het Hof waarnaar de zaak zou moeten worden teruggewezen tot geen andere conclusie kan komen dan dat het (...) tenlastegelegde wat betreft deze bijzonderheid niet bewezen kan worden verklaard.”

11. De Hoge Raad doet de zaak vervolgens zelf af en spreekt Maas vrij.

#### Commentaar

12. De reikwijdte van de verbodsbepaling van handel met voorwetenschap (thans opgenomen in art. 5:56 Wft) wordt bepaald door onder meer het begrip ‘voorwetenschap’ (art. 5:53 lid 1 Wft). De verbodsbepaling wordt uitsluitend overtreden wanneer door een (primaire of secundaire) insider gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap door een transactie in financiële instrumenten te verrichten of te bewerkstelligen. Het moet dan gaan om een gekwalificeerde informatievoorsprong:

“informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling (...) waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten.”

Gelet op het vereiste dat de informatie ‘concreet’ moet zijn, zullen geruchten en voorkennis over algemene marktontwikkelingen buiten het bereik van voorwetenschap vallen. Gewoonlijk ziet de informatievoorsprong die insiders in voorkomend geval met succes weten te exploiteren op voorkennis over een aanstaande overname of winstwaarschuwing (een verrassende winststijging of -daling). Ook voorkennis over omvangrijke, nog uit te voeren orders van grote marktpartijen zal voorwetenschap kunnen opleveren.

13. De informatievoorsprong waarvan in het berechte geval beweerdelijk sprake zou zijn, vraagt om een korte inleiding. Stel dat een bekende bedrijvenverzamelaar voorne-

mens is een substantieel aandelenpakket in een beursfonds te verwerven. Die niet-openbare informatie is zonder meer koersgevoelig, en levert daarmee voorwetenschap op. De *securities broker* en de medewerkers van de bedrijvenverzamelaar die daarvan uit de eerste hand hebben vernomen, is het niet toegestaan om 'voor de muziek uit te lopen' door – voorafgaand aan de uitvoering van de aankooporders (en daarmee anticiperend op de bij openbaarmaking daarvan redelijkerwijs te verwachten koersstijging) – aandelen van de *target* te kopen. Daarmee zouden zij zich schuldig maken aan handel met voorwetenschap, aangezien zij over voorwetenschap met betrekking tot de handel in financiële instrumenten beschikken (*front running*). De vraag is vervolgens ook of de bedrijvenverzamelaar – gelet op het feit dat die informatie over zijn eigen voornemen koersgevoelig is en (voor anderen) voorwetenschap oplevert – zijn voornemen nog wel mag uitvoeren, omdat het transactieverbod van art. 5:56 Wft daarvoor een sta-in-de-weg is. Dat laatste zou uiteraard een onwenselijke gevolgtrekking zijn. Het zou ook tot gevolg kunnen hebben dat de bedrijvenverzamelaar om transactievrijheid te verkrijgen eerst zijn aankoopvoornemen openbaar zou moeten maken, met alle prijsbederf van dien. Met gebruikmaken van voorwetenschap heeft de handelwijze van de bedrijvenverzamelaar, die niets anders doet dan uitvoering geven aan zijn eigen voornemen of wilsbesluit, niets van doen. Het is om die reden dat van het begrip 'voorwetenschap' eigen voornemens of besluiten van de handelende persoon zijn uitgezonderd. Dat blijkt ook met zo veel woorden uit de considerans van de Marktmissbruikrichtlijn (2003/6/EG):

“Aangezien de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die de transactie verricht, mag het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet als misbruik van voorwetenschap worden aangemerkt.”<sup>3</sup>

In het *Cardio Control*-arrest heeft de Hoge Raad inmiddels met zo veel woorden bevestigd dat de door de handelende persoon zelf geschapen bijzonderheden buiten het bereik van het transactieverbod vallen.<sup>4</sup> Kortom, wat voor de één voorwetenschap is, hoeft dat voor een ander niet te zijn. Ter onderscheiding van het begrip 'voorwetenschap' (waarvoor het transactieverbod ten volle geldt) heb ik voor die eigen voornemens of besluiten van de handelende persoon het niet-strafbare begrip 'voorwillenschap' gemunt.

14. Naar aanleiding van het *Cardio Control*-arrest is in de doctrine aan de orde gesteld of een gezamenlijk voornemen van verschillende partijen nog wel als eigen voornemen

kan worden beschouwd.<sup>5</sup> Van een dergelijk gezamenlijk voornemen kan bijvoorbeeld sprake zijn als verschillende partijen samenwerken in het kader van een uit te brengen openbaar bod op een beursvennootschap en partijen vooruitlopend daarop alvast een positie in de doelvennootschap als springplank wensen op te bouwen. Een ander voorbeeld is de samenwerking tussen actieve aandeelhouders die een corporate event bij een beursvennootschap willen uitlokken. Al deze samenwerkende partijen hebben er behoefte aan vrijelijk met elkaar in overleg te kunnen treden over het smeden van hun plannen, om dan vervolgens – al dan niet voor gezamenlijke rekening – transacties in financiële instrumenten uit te kunnen voeren. De precieze uitleg van het begrip 'voorwetenschap' in het geval van een gezamenlijk voornemen zal de handelingsvrijheid van deze partijen bepalen. Met die handelingsvrijheid doel ik dan niet alleen op het transactieverbod van art. 5:56 Wft, maar ook op het tipverbod van art. 5:57 Wft. Het is immers ook verboden om anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie informatie waarop de voorwetenschap betrekking heeft aan een derde mee te delen. Om alvast een brug te slaan met het arrest van de Hoge Raad: mijn conclusie luidt dat deze uitspraak marktpartijen ten aanzien van dit twistpunt gerust moet stellen. Dat licht ik verder als volgt toe.

15. In deze strafzaak gaat het in essentie om de vraag of de door Maas uitgevoerde aankooptransacties, die volgens het hof klaarblijkelijk koersmanipulatie tot doel hadden, (ook) bestreken worden door het transactieverbod. Het handelen van Maas ging volgens het OM, dat daarin werd gevolgd door het hof, gepaard met voorkennis over bepaalde bijzondere afspraken met de collega-zakenman (bijzonderheden c. en e.) en bovendien werd één aankooptransactie door Maas gedaan tijdens een gesloten periode (bijzonderheid f.). De Hoge Raad maakt onomwonden duidelijk dat óók bij een gezamenlijk voornemen – zoals in dit geval omschreven door de bijzonderheden c. en e. – nog steeds sprake is van door de handelende personen zelf gecreëerde bijzonderheden die niet als 'voorwetenschap' in de zin van art. 46 lid 2 Wte 1995 (oud) vallen aan te merken. Voor wat betreft art. 5:53 lid 1 Wft zal die beoordeling niet anders uitvallen. Hiermee is duidelijkheid geschapen waarmee het transactie- en actiegerichte deel van de rechtspraak gediend zal zijn.

16. Ten aanzien van bijzonderheid f. valt op dat de Hoge Raad de tenlastelegging op dit punt eerst moet uitleggen. De tenlastelegging zou aldus uitgelegd kunnen worden dat het verwijt luidt dat Maas over voorwetenschap beschikte, aangezien hij wist dat hij op 7 februari 2003 een aankooptransactie heeft verricht in een gesloten periode. Dat is minstens genomen een opmerkelijke constructie. Dat Maas heeft gehandeld gedurende een gesloten periode – en dat is een periode waarin voorwetenschap kan bestaan – wordt hier opgevoerd alsof dat gegeven op zijn beurt weer voor-

<sup>3</sup> Ik wijs dan nog wel op het verschil dat waar de nationale wetsgeschiedenis ervan rept dat bij een eigen voornemen of besluit geen sprake is van voorwetenschap, de considerans van de Marktmissbruikrichtlijn geen misbruik van voorwetenschap aanwezig acht. In het laatste geval is niet uitgesloten dat weliswaar sprake kan zijn van voorwetenschap, maar daarvan dan geen misbruik wordt gemaakt.

<sup>4</sup> Zie echter *JOR 2007/73* waarin de annotatoren Italianer en Corthals deze uitspraak bekritisieren. Die visie heb ik bestreden in mijn noot onder HvJ EG 10 mei 2007, *JOR 2007/156* (*Georgakis*).

<sup>5</sup> Zie hierover J. Italianer, 'Gebruik van voorwetenschap', in: *Handboek Marktmissbruik*, Serie OO&R, deel 34 (tweede druk), p. 81-82; D.R. Doorenbos, 'Handel met voorwetenschap in de context van openbare biedingen', in: *Handboek Openbaar Bod*, Serie OO&R, deel 46, p. 878 e.v.

wetenschap constitueert.<sup>6</sup> Een dergelijke uitleg moet uiteraard leiden tot hetzelfde oordeel als hiervoor is gegeven ten aanzien van de bijzonderheden c. en e.: het gaat dan om een eigen (voorgenomen) handelen dat niet als voorwetenschap valt aan te merken. Een andere uitleg van de tenlastelegging is volgens de Hoge Raad dat Maas zou hebben kunnen beschikken over informatie uit de nog niet gepubliceerde jaarrekening over 2002. De Hoge Raad acht het op basis van het voorhanden bewijsmateriaal niet aannemelijk dat enkel deze informatie koersgevoelig zou kunnen zijn. Daarom zou ook op dit punt vrijspraak moeten volgen. Daarbij weegt de Hoge Raad mee dat de koersgevoeligheid van die (mogelijke) informatievoorsprong in negatieve zin wordt beïnvloed door de vaststaande omstandigheden dat de *free float* bij VHS gering was en de beurskoers door Maas werd gestabiliseerd.<sup>7</sup> Opmerkelijk acht ik de fixatie van de Hoge Raad op een te verwachten waarneembare verandering van de beurskoers, terwijl de uitleg van het koersgevoeligheidsvereiste (als bestanddeel van het begrip 'voorwetenschap') in de rechtspraak zich meer en meer lijkt te bewegen in de richting van een kwalitatieve. Het gaat bij koersgevoelige informatie voor alles om informatie die beleggers waarschijnlijk ten dele aan hun beleggingsbeslissing ten grondslag zullen leggen.<sup>8</sup> Aansprekender was het mijns inziens geweest als de Hoge Raad een geheel andere weg was ingeslagen. De tenlastelegging was op dit punt evident gebrekkig opgesteld. In de tenlastelegging wordt niet geëxpliciteerd waaruit de voorwetenschap waarover Maas beweerdelijk beschikte, heeft bestaan. Het aan Maas gemaakte verwijt doet daarom kafkaësk aan: gedurende gesloten periodes (welke gesloten periodes dat precies waren, zeggen we niet) zou Maas voorwetenschap hebben gehad (welke voorwetenschap dat precies was, zeggen we ook niet) en die voorwetenschap is door Maas bovendien gebruikt (hoe Maas dat precies heeft gedaan, zeggen we evenmin).<sup>9</sup> Het vernietigen van het arrest van het hof om juist deze reden was misschien een ongenadig hard oordeel geweest, maar in het strafrecht hoort men nu eenmaal uiterst secuur te werk te gaan. *Dura lex, sed lex*. Dat geldt niet alleen voor justitiabelen, maar ook voor rechters en het OM!

G.T.J. Hoff

6 Ik merk nog op dat gesloten (of open) periodes deel uit kunnen maken van het insiderreglement dat beursvennootschappen verplicht zijn op te stellen (art. 5:65 Wft). Daarin worden regels gesteld ten aanzien van het bezit van en transacties in aandelen van de beursvennootschap. Het insiderreglement is niet gebaseerd op enige bepaling uit de Marktmissbruikrichtlijn.

7 Zie hierover in kritische zin de noot van Italianer onder JOR 2013/279.

8 Zie G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. RUN), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011, p. 240 e.v.

9 Zie in deze zin alreeds mijn noot onder het bestreden arrest van het hof in JOR 2011/226, onder 7.