

JOR 2011/226 Gerechtshof Amsterdam, 28-04-2011, 23-002086-09, [LJN BQ3565](#)  
VHS, Handel met voorwetenschap, Schending meldingsplicht, Ernst van de feiten rechtvaardigt een deels  
onvoorwaardelijke gevangenisstraf

» **Noot**

1. Deze uitspraak betreft het hoger beroep van het vonnis van de Rechtbank Amsterdam van 3 april 2009 («JOR» 2009/167, m.nt. Nelemans en Liem). Op grond van dit vonnis was Ed Maas, de directeur-groootaandeelhouder van het destijds beursgenoteerde VHS Onroerend Goed Maatschappij NV, vrijgesproken van misbruik van voorwetenschap (art. 46 Wte 1995 (oud)). Wel was Maas veroordeeld wegens het opzettelijk en meermalen niet naleven van de meldingsplicht van art. 46b Wte 1995 (oud). Het vonnis zal mogelijk tot scheve ogen hebben geleid bij de toenmalige bankrelatie van Maas, Staalbankiers NV, en enkele van haar (oud) medewerkers. Immers, blijkens een persbericht van 5 oktober 2007 had het OM voor diezelfde feiten een schikking getroffen van € 400.000 met Staal en enkele medewerkers van Staal ([www.om.nl](http://www.om.nl)). Als reden voor het treffen van de schikking werd opgegeven dat Staal met het oog op preventie de interne opleidingseisen inmiddels aanzienlijk had verzwaaard en de interne regelgeving had aangescherpt. Ook de positie van de afdeling Compliance binnen de organisatie van de bank was daarmee aanzienlijk versterkt. Voor de betrokken medewerkers van Staal verliep deze affaire eveneens onfortuinlijk: enkele ontslagen volgden en bepaalde leidinggevendenden zijn niet meer werkzaam bij Staal. Dat deze affaire aan het licht kwam, houdt verband met een incidentmelding van Staal aan de AFM. Daarna kon onderzoek door de AFM worden gedaan, waaraan Staal steeds volledig heeft meegewerkt en zij heeft daarbij ook volledige openheid betracht.

2. Voordat ik nog iets meer zeg over het vonnis van de rechtbank roep ik de feiten van deze zaak kort in herinnering. Omdat Maas 80% van de aandelen in het beursfonds VHS hield, was er een beperkte *free float*. Op grond van een “herenafsprake” met de toenmalige beursvoorzitter zou Maas de *free float* in zijn fonds in de loop der tijd vergroten en zijn aandelenbelang dus terugbrengen. Hij is daartoe ook daadwerkelijk in overleg getreden met Staal, die pogingen heeft ondernomen om aandelenpakketten VHS bij onder meer institutionele beleggers onder te brengen. Toen die pogingen van Staal niets opleverden, is de medeverdachte – een collega-zakenman uit Wassenaar – in beeld gekomen. Vervolgens heeft Maas meerjarig (grofweg van medio 2000 tot 2004) voor eigen risico, maar op naam van de medeverdachte en zijn BV, in aandelen VHS gehandeld. Deze transacties hadden alle tot doel de koers van VHS op een bepaald door Maas gewenst niveau te stabiliseren. Tevens werd hierdoor bereikt dat enige beurshandel in VHS zichtbaar werd voor derden. Aan de AFM werd geen melding gedaan van al deze, door Maas geïnstigeerde, transacties in het aandeel VHS.

3. Redengevend voor het oordeel van de rechtbank om Maas vrij te spreken van misbruik van voorwetenschap was dat de in de tenlastelegging opgenomen gedragingen hoogstens marktmanipulatie zouden kunnen opleveren. Marktmanipulatie is eerst met ingang van 1 oktober 2005 door invoering van de Wet marktmisbruik strafbaar gesteld. Onder verwijzing naar het *Cardio Control*-arrest van de Hoge Raad («JOR» 2007/73, m.nt. Corthals en Italianer) achtte de rechtbank de gedragingen van Maas niet strafbaar op grond van de toentertijd geldende delictomschrijving van misbruik van voorwetenschap. Maas zou de bijzonderheden namelijk zelf – tezamen met een medeverdachte en Staal – hebben geschapen, zodat de wetenschap daarover aangemerkt moet worden als wetenschap over eigen voorgenomen transacties (r.o. 5.5 en 5.6 van het vonnis). In dit verband wordt door mij gewoonlijk gesproken over *voorwillenschap* in plaats van *voorwetenschap*. Ook de transacties die door Maas werden verricht in zogeheten “gesloten perioden” leidden niet tot een ander oordeel. De enkele niet openbaar gemaakte bijzonderheid (bijv. 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, zonder dat in de tenlastelegging geëxpliciteerd was waaruit die voorwetenschap dan precies bestond) was volgens de rechtbank niet van dien aard dat de gemiddelde belegger, indien daarmee bekend, zijn beleggingsbeslissingen 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. De beperkte motivering van de rechtbank van haar oordeel stelde degenen die de uitspraken hierover nauwgezet volgen toch enigszins teleur.

4. In appel loopt de zaak wezenlijk anders af voor Maas. De veroordeling voor het niet naleven van de meldingsplicht van art. 46b lid 3 sub a j° lid 1 Wte 1995 (oud) blijft wel overeind. Maas verweerde zich nog wel met de stelling dat hij de transacties in aandelen VHS uitsluitend “ter bediening van derden” – namelijk de BV van de medeverdachte – verrichtte, maar daaraan gaat het hof terecht voorbij. De achtergrond van deze uitzondering op de meldingsplicht van uitgevende instellingen voor transacties in de eigen effecten was destijds dat financiële ondernemingen die zelf effecten uitgeven, ook transacties in die effecten moesten melden indien die transacties werden verricht ten behoeve van en voor rekening van hun cliënten. Aangezien financiële ondernemingen in die gevallen slechts als tussenpersoon optreden en zelf geen beslissing nemen omtrent koop of verkoop van die effecten, is het naleven van een meldingsplicht dan niet noodzakelijk. Met de toevoeging “anders dan ter bediening van derden” werd voorzien dat de meldingsplicht slechts geldt indien financiële ondernemingen de transacties voor eigen rekening verrichten. Zie *Kamerstukken II*, 1997-1998, 25 095, nr. 9, p. 4. Omdat de meldingsplicht van uitgevende instellingen van overeenkomstige toepassing was op de meldingsplicht van bestuurders zou Maas zich in theorie kunnen bedienen van dit verweer, hoewel dat stellig niet bedoeld was door de wetgever. Het ging in dit geval echter om eigen effectentransacties van Maas die daarbij niet in opdracht en voor rekening van een derde heeft gehandeld, zodat de meldingsplicht door Maas had moeten worden nageleefd. Onder het huidige marktmisbruikregime geldt overigens op grond van art. 5:60 Wft geen meldingsplicht meer voor de uitgevende instelling.

5. Als gezegd, veroordeelt het hof Maas in appel wegens misbruik van voorwetenschap. Wettig en overtuigend zou bewezen zijn dat Maas transacties heeft bewerkstelligd in aandelen VHS, terwijl hij beschikte over voorwetenschap omtrent VHS en/of de handel in effecten VHS. Bij dit oordeel passen mijns inziens enkele kritische kanttekeningen. In de eerste plaats is het oordeel van het hof aanvechtbaar dat de huidige art. 5:56 en art. 5:53 lid 1 Wft geen blijk zouden geven van een gewijzigd inzicht van de wetgever omtrent de strafwaardigheid van de gedraging (r.o. 9.1). Om die reden zou volgens het hof aan art. 1 lid 2 Sr, dat bepaalt dat bij een verandering in de wetgeving na het tijdstip waarop het feit begaan is de voor de verdachte meest gunstige bepalingen worden toegepast, voorbij mogen worden gegaan. Het hof verwijst daarvoor naar paragraaf 3 uit zijn bekende *VPV*-arrest van 13 juni 2008, «JOR» 2009/10. Het hof gaat er dan echter ten onrechte aan voorbij dat het Hof van Justitie van de Europese Unie nadien in zijn uitspraak van 23 december 2009, «JOR» 2010/70, m.nt. Nelemans (*Spector Photo Group/CBFA*) een betekenisvolle uitleg heeft gegeven aan het verbod delictomschrijving van misbruik van voorwetenschap zoals opgenomen in art. 2 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik. Het Hof van Justitie oordeelde dat als de in art. 2 lid 1 genoemde constitutieve bestanddelen vervuld zijn weliswaar mag worden aangenomen dat door een primair ingewijde gebruik is gemaakt van voorwetenschap, maar dat de verdediging dan nog wel het recht heeft dit vermoeden te weerleggen. Voor de beoordeling van een dergelijk door de verdediging te voeren verweer dient in het bijzonder acht te worden geslagen op de doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik, die erin bestaat de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vertrouwen van de beleggers te vergroten, dat onder meer berust op de wetenschap dat zij met elkaar op voet van gelijkheid zullen verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap. Heeft een primair ingewijde bijvoorbeeld niet in overeenstemming met de voorwetenschap waarover hij beschikt een transactie verricht, dan zou vrijspraak moeten volgen. Vrij vertaald betekent dit dat *gebruik* van voorwetenschap uitsluitend bestraft dient te worden als daadwerkelijk sprake is van *misbruik*. Niet langer is dus voor een veroordeling wegens misbruik van voorwetenschap toereikend dat bewezen wordt dat een transactie is verricht, *terwijl* de betrokkene gelijktijdig beschikte over voorwetenschap (vgl. de formulering in art. 46 lid 1 Wte 1995 (oud)). Rechtens onjuist (of iets welwillender geformuleerd: te kort door de bocht geformuleerd) is mijns inziens dan ook het oordeel van het hof in r.o. 9.5 van het hier besproken arrest dat uit de bewijsmiddelen *niet* hoeft te volgen dat er een causaal verband was tussen de aanwezige voorwetenschap en het verrichten van de effectentransacties. Kortom, na genoemde uitspraak van het Hof van Justitie is er alle reden om het begrip “misbruik van voorwetenschap” weer in ere te

herstellen. Wie wil weten wat dit delict eigenlijk precies inhoudt, raad ik aan het befaamde *HCS*-arrest van de Hoge Raad er nog eens op na te lezen (HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662, m.nt. Schalken). In een filippica constateerde Doorenbos in 1996 dat de Nederlandse wetgever bij gelegenheid van de publicatie van het wetsvoorstel dat uiteindelijk heeft geleid tot de Wet van 26 maart 1998 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 teneinde effectiviteit van deze wet op het gebied van het bestrijden van gebruik van voorwetenschap te verbeteren (*Stb.* 1998, 320) en dat bedoeld was het *HCS*-arrest te bannen uit de canon van het effectenrecht, het hart uit de strafbaarstelling had weggesneden (Zie D.R. Doorenbos, 'De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap', *NJB* 1996, p. 1805-1810). Geconstateerd moet worden dat het Hof van Justitie met zijn uitspraak weer het kloppende hart aan dit tot de verbeelding sprekende delict heeft teruggeven en dat de ster van het *HCS*-arrest dus opnieuw aan de hemel kan fonkelen. Dat alles is het Amsterdamse hof (en ook de verdediging?) kennelijk ontgaan.

6. In de tweede plaats noem ik als kritische kanttekening bij het *VHS*-arrest dat in ernst betwijfeld mag worden of Maas gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap. De informatievoersprong bestond deels uit kennis van feiten die ten nauwste verband houden met de koersregulerende transacties die door Maas werden verricht, zoals ten aanzien van het bestaan van de "herenafsprak" met het beursbestuur inzake vergroting van de *free float*, de plaatsingsovereenkomst met Staal en ter zake de afspraken met de medeverdachte (bijv. ten aanzien van de lockup-regeling, koersgaranties en afspraken over het op te bouwen belang). De essentie van deze informatie was dat deze geheim zou moeten blijven, zodat het voor Maas ook niet mogelijk was geweest enig voordeel te behalen indien en zodra deze informatie openbaar gemaakt zou worden. Dat bijzondere aspect – het anticiperen op een koerssprong of een koersval – was toch juist de essentie van het euvel dat met het delict misbruik van voorwetenschap bestreden zou moeten worden? Reeds dit feit illustreert al dat het hof een verkeerd beeld van dit delict voor ogen had. Een andere benadering die tegenover het oordeel van het hof gesteld kan worden, is het betoog dat als die informatie over deze koersregulerende transacties openbaar zou worden gemaakt, die informatie – naar redelijkerwijs te verwachten is – een negatieve koersinvloed zou hebben gehad. Wie zou immers nog als aandeelhouder willen deelnemen in het kapitaal van *VHS* waarvan de beurskoers meerjarig gemanipuleerd wordt? Ook in die benadering zal niet bewezen kunnen worden dat Maas in overeenstemming met deze informatie zijn transacties in aandelen *VHS* heeft verricht. Anders gezegd: dan kan niet bewezen worden dat Maas gebruik (of beter gezegd: misbruik) heeft gemaakt van voorwetenschap.

7. Ook het beroep dat in het arrest wordt gedaan op de informatievoersprong die Maas zou hebben gehad in de "gesloten perioden" voorafgaand aan publicatie van de jaarrekeningen en de halfjaarcijfers over 2001 en 2002 kan mij niet overtuigen. Ik stel vast dat die vermeende informatievoersprong onvoldoende feitelijk was omschreven in de tenlastelegging. Niet op te maken valt over welke informatie Maas precies zou hebben beschikt, zodat de eventuele koersgevoeligheid daarvan niet te beoordelen valt. Die informatie wordt in de tenlastelegging slechts in algemene termen omschreven, zonder dat aan de aldaar genoemde informatiesoorten een verdere invulling wordt gegeven. Zo zou Maas bijvoorbeeld "zicht op het resultaat en/of de ontwikkeling van de uitgevende instelling" gehad hebben. Gesteld werd ook in de tenlastelegging dat Maas "zelf de eindejaarstaxaties van het onroerend goed liet verrichten". Die feiten vallen niet te ontkennen, maar bij gebreke van nadere informatie daarover in de tenlastelegging valt de ter beurze te exploiteren "waarde" van deze informatie niet aan te geven. Ook daarom was het toch te doen bij misbruik van voorwetenschap? Niet minder opmerkelijk is de bewijsoverweging van het hof: "Naar het oordeel van het hof kan het dan ook niet anders zijn geweest dan dat de verdachte vanuit zijn functie als bestuursvoorzitter ook daadwerkelijk beschikte over de (concept)cijfers en stukken, vanwege de contacten met de externe accountants en de bespreking van de (concept)stukken en cijfers op bestuursniveau." Dat Maas over die (niet verder in de tenlastelegging omschreven) informatie beschikte, wordt gemakshalve maar aangenomen en niet vastgesteld. Kortom, niet alleen op een gewrongen manier tracht het hof een veroordeling op grond van de delictsomschrijving van misbruik van voorwetenschap te construeren, de strafprocesvoering lijkt op deze manier ook nog eens Kafkaëske trekjes te krijgen. Ik haast mij daaraan nog wel toe te voegen dat een veroordeling van de kwalijke manipulerende

handelingen van Maas op grond van art. 5:58 lid 1 sub b Wft stellig mogelijk zou zijn geweest. Met misbruik van voorwetenschap had zijn handel echter niets van doen.

8. Opvallend is ten slotte nog de strafmotivering van het hof. In bewoordingen die weinig tegenspraak lijken te dulden, zet het hof uiteen dat voor deze vorm van beursfraude in beginsel geen andere straf op zijn plaats is dan een (deels) (on)voorwaardelijke gevangenisstraf. Een geheel voorwaardelijke gevangenisstraf, een werkstraf of een geldboete zou niet alleen een onvoldoende vergeldend karakter bezitten, maar zou ook een onvoldoende waarschuwend effect jegens potentiële beursfraudeurs inhouden. Men zal ervan doordrongen moeten zijn – aldus het hof – dat ernstige schendingen van de financiële toezichtswetgeving zeer wel kunnen leiden tot oplegging van een (on)voorwaardelijke gevangenisstraf. Een ander argument dat door het hof – niet geheel ten onrechte – in stelling wordt gebracht is dat voor sociale verzekeringsfraude al een eis volgt tot oplegging van gevangenisstraf in geval van benadeling van meer dan € 50.00. Deze motivering is daarom opvallend, omdat hetzelfde hof (twee jaar eerder en in een andere samenstelling van de strafkamer) in zijn arrest van 13 juni 2008, «JOR» 2009/10 (*Veer Palthe Voûte*) over deze kwestie principieel anders oordeelde. In die zaak was het hof van oordeel dat een voorwaardelijke gevangenisstraf in voorwetenschapzaken geenszins uitgangspunt zou behoren te zijn. Waar de verdachte zich louter heeft laten leiden door (groot) geldelijk gewin voor hemzelf en anderen, achtte het hof het passend een straf op te leggen waardoor de verdachte financieel wordt geraakt. Daarom legde het hof in dat geval een geldboete op van een in beginsel aanzienlijke omvang.

9. Mijn eigen visie hierop is dat uitgangspunten voor de bestraffing van misbruik van voorwetenschap reeds door de wetgever geformuleerd zijn in het Wetboek van Strafrecht en de Wet op de economische delicten. Dan moeten we constateren dat op het delict misbruik van voorwetenschap – naast andere hoofdstraffen – ook een gevangenisstraf is gesteld van maximaal twee jaar. Met die realiteit moet een ieder dus (leren) leven. Het is vervolgens aan de rechter in een concreet geval recht te doen aan de ernst van de feiten en de persoon van de verdachte en de strafsoort en -maat daarop af te stemmen. Daarbij past mijns inziens niet dat de bedreiging met gevangenisstraf vervolgens door een rechter als uitgangspunt als niet passend bij het delict wordt “wegesaneerd”. Evenmin past het dan om elk geval van misbruik van voorwetenschap over één kam te scheren alsof elk geval van misbruik van voorwetenschap een ernstige schending van de financiële toezichtswetgeving zou opleveren. Als advocaat heb ik beurshandelaren langs mijn bureau zien gaan die een evenbeeld (willen) zijn van Gordon Gekko (“Greed, for lack of a better word, is good”) en anderen die bij het uitvoeren van een effectentransactie in een onbewaakt ogenblik vermoedelijk slechts last hebben gehad van een zogeheten “seniorenmomentje”. Ik zou wensen dat de rechterlijke macht bij de berechting van zaken van misbruik van voorwetenschap oog blijft houden voor deze betekenisvolle verschillen.

mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff NV te Amsterdam