

JOR 2011/293 Hoge Raad 's-Gravenhage, 05-07-2011, 07/11296, [LJN BL8997](#)
Strafzaak, Landis, Opzettelijk uitlokken van handel met voorwetenschap, Opzet van uitlokker heeft niet op de aanwezigheid van voorwetenschap bij de uitgelokte partijen gericht te zijn, Voor een veroordeling ter zake van art. 46 (oud) Wte 1995 is niet vereist dat uit de transacties zelf (geldelijk) voordeel wordt of kan worden gehaald, Verwijzing naar HvJ EG 10 mei 2007, «JOR» 2007/156, m.nt. Hoff (Georgakis)

JOR 2011/294 Hoge Raad 's-Gravenhage, 05-07-2011, 08/04981 E, [LJN BP2551](#)
Strafzaak, VPV, Handel met voorwetenschap, Reikwijdte van art. 46 (oud) Wte 1995, Causaal verband tussen het verrichten of bewerkstelligen van de transactie en de voorwetenschap niet vereist, Cassatie van Hof Amsterdam 13 juni 2008, «JOR» 2009/10, m.nt. Kristen

» Noot

1. Een aantal onderdelen van de hiervoor onder nrs. 2011/293 en 2011/294 afgedrukte arresten van de Hoge Raad geeft naar mijn mening aan dat de zoektocht naar het “delictseigen” karakter van misbruik van voorwetenschap na deze arresten nog lang niet ten einde zal zijn. Ik ben namelijk van oordeel dat met deze arresten geen correcte invulling gegeven wordt aan de delictsomschrijving van misbruik van voorwetenschap zoals die thans na de uitspraak van het Hof van Justitie van de Europese Unie in de Spector Photo-zaak zou moeten worden verstaan («JOR» 2010/70, m.nt. Nelemans). Waar die uitspraak nu juist met zoveel woorden ruimte biedt aan de verdediging voor het voeren van een gemotiveerd verweer dat de verdachte, gelet op alle omstandigheden van het geval en de doelstelling die met de Richtlijn marktmisbruik wordt nagestreefd, geen (onoorbaar) gebruik heeft gemaakt of heeft kunnen maken van voorwetenschap, lijkt de Hoge Raad die ruimte blijkens deze arresten toch weer in aanzienlijke mate te willen inperken. Dat lijkt mij onjuist.

2. Teneinde bepaalde onderdelen van deze arresten in perspectief te kunnen plaatsen, is het nuttig de ontwikkeling van de delictsomschrijving volgtijdelijk voor ogen te houden. Ik onderscheid daarbij drie perioden. De *eerste* periode loopt van februari 1989 tot 1 januari 1999. In deze periode was de delictsomschrijving achtereenvolgens opgenomen in art. 336a Sr, art. 31a Wte en art. 46 Wte 1995. Strafbaar was degene die, beschikkende over voorwetenschap, een effectentransactie verrichtte of bewerkstelligde op een effectenbeurs, indien althans uit die transactie enig voordeel kon ontstaan. Met de term “misbruik van voorwetenschap” kon het delict in deze periode het meest treffend gekarakteriseerd worden. Daaraan heeft vooral het befaamde HCS-arrest van de Hoge Raad bijgedragen (HR 27 juni 1995, *NJ* 1995, 662, m.nt. Schalken). De Hoge Raad oordeelde dat, gelet op de strekking van de strafbepaling, moest worden aangenomen dat ten tijde van de effectentransactie naar objectieve maatstaven inzicht kon bestaan niet slechts in de omstandigheid dat openbaarmaking van de geheime bijzonderheid invloed zou hebben op de koers van de effecten doch ook in de richting waarin de koers, bij openbaarmaking van de geheime bijzonderheid, zich zou gaan bewegen. Die strekking van de strafbepaling kwam er blijkens de wetsgeschiedenis namelijk op neer dat personen hun niet-openbare voorkennis voor zichzelf benutten door ter beurse genoteerde effecten tijdig voor een koerssprong te kopen of zich, tijdig voor een koersval, van hun effecten te ontdoen (*Kamerstukken II*, 1986-1987, 19 935, nr. 3, p. 1). Om die reden diende naar objectieve maatstaven redelijkerwijs te verwachten te zijn dat de bekendmaking van de bijzonderheid zou leiden tot een stijging van de beurskoers onderscheidenlijk tot een daling daarvan, aldus de Hoge Raad (r.o. 7.5 en 7.6). Ook oordeelde de Hoge Raad dat tussen de effectentransactie en het ontstaan van enig voordeel een dusdanig rechtstreeks verband diende te bestaan dat het (mogelijke) voordeel geacht kon worden uit de transactie als zodanig voort te vloeien (r.o. 8.3). Hiervan is geen sprake indien het voordeel afhankelijk is van onzekere nieuwe ontwikkelingen die zich voordoen nadat de effectentransactie is verricht of bewerkstelligd. Om tot deze uitleg van het (in niet al te strenge bewoordingen omschreven) voordeelvereiste te komen, beriep de Hoge Raad zich mede op enkele passages uit de wetsgeschiedenis (*Kamerstukken II*, 1987-1988, 19 935, nr. 8, p. 2-3). Samengevat komt het mijns inziens hierop neer dat voorkomen moet worden dat *insiders* profiteren van koersbewegingen als gevolg van hen bekende informatie door te handelen in effecten voordat die voorwetenschap algemeen bekend wordt. Er bestaat dus een duidelijk verband tussen de koersgevoeligheid van

de informatievoorsprong van de *insider* (samengebald in het begrip “voorwetenschap”) en het met behulp van de effectentransactie te verkrijgen voordeel.

3. De *tweede* periode loopt van 1 januari 1999 tot 1 oktober 2005, het tijdstip waarop de Wet marktmisbruik in werking trad. De delictomschrijving was in deze periode opgenomen in art. 46 Wte 1995. De wetgever heeft als directe reactie op het HCS-arrest de koers rigoureuus verlegd en de delictomschrijving van misbruik van voorwetenschap ingrijpend aangepast. Voortaan was strafbaar degene die een effectentransactie verrichtte of bewerkstelligde, terwijl de betrokken *insider* gelijktijdig beschikte over voorwetenschap. Hiermee werd tot uitdrukking gebracht dat geen eis van een causaal verband tussen de transactie en de voorwetenschap werd gesteld. Een gelijktijdigheidsverband was voldoende. Als bestanddeel kwam het voordeelvereiste in de vernieuwde delictomschrijving te vervallen. Ook het begrip “voorwetenschap” kreeg een gedaanteverwisseling: uitdrukkelijk werd bepaald dat niet langer was vereist dat (objectief gezien) inzicht bij de *insider* bestond in de richting van de koers bij gelegenheid van de openbaarmaking van de bewuste informatie. In deze periode kon het te bestrijden euvel dan ook het best gekwalificeerd worden met de term “handel met voorwetenschap”. Omdat de wetgever ook wel inzag dat de grenzen van de delictomschrijving op deze wijze (veel) te ruim werden getrokken, was in de wet en een AMvB een groot aantal uitzonderingen op de delictomschrijving opgenomen.

4. De *derde* periode ten slotte loopt van 1 oktober 2005 tot heden. Ter uitvoering van de Richtlijn marktmisbruik was de delictomschrijving in die periode tot 1 januari 2007 opgenomen in art. 46 Wte 1995 en vanaf dat tijdstip in art. 5:56 Wft. Strafbaar is nu degene die bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie in financiële instrumenten gebruik maakt van voorwetenschap. Hoewel dit delict gelet op de daarvoor gebruikte bewoordingen – na hiervoor eerst omschreven te zijn met de termen “misbruik van voorwetenschap” onderscheidenlijk “handel met voorwetenschap” – thans eigenlijk aanspraak zou mogen maken op een omschrijving met de term “gebruik van voorwetenschap” heb ik in de annotatie bij het VHS-arrest van het Hof Amsterdam («JOR» 2011/226) ervoor gepleit dat het gebruik van “misbruik van voorwetenschap” als etiket voor art. 5:56 Wft in ere hersteld zou moeten worden. Redengevend daarvoor is dat het Europese Hof van Justitie in zijn uitspraak van 23 december 2009, «JOR» 2010/70, m.nt. Nelemans (*Spector Photo/CBFA*) een belangwekkende uitleg heeft gegeven aan het in art. 2 lid 1 Richtlijn marktmisbruik opgenomen verbod van gebruik van voorwetenschap. 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 primaire *insider* gebruik is gemaakt van voorwetenschap, maar dat de verdediging dan vanwege de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM nog wel het recht heeft dit vermoeden te weerleggen (r.o. 39). 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 (r.o. 47). Vrij vertaald betekent dit mijns inziens dat *gebruik* van voorwetenschap, dat op zichzelf alreeds verondersteld mag worden als de primaire *insider* een transactie met voorwetenschap verricht, uitsluitend bestraft dient te worden als ook daadwerkelijk sprake is van *misbruik*. In het *unfaire* gebruik van de informatievoorsprong die aan een *insider* om een bijzondere reden is toevertrouwd, schuilt de grondslag voor de strafbaarstelling. Met die informatievoorsprong is de *insider* beter in staat dan *outsiders* – die dus (nog) niet over deze informatie beschikken – om de kans op winst (of vermindering van nadeel) op de effectenmarkt te beïnvloeden. Het Europese Hof van Justitie omschrijft het “delictseigen” karakter van deze vorm van beursfraude als volgt (r.o. 52): “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 de beleggers.” In deze rechtsoverweging valt de treffende gelijkenis op met de kernoverwegingen van het door de Hoge Raad gewezen HCS-arrest. En zo is de cirkel weer rond.

5. Tegen deze met grove pennenstreken geschetste achtergrond (zie hiervoor tevens A.W. van der Vegt, ‘Gebruik maken van’ vastgelegd op de gevoelige plaat; een bevredigende fotoreportage?, *FR* 2011, p. 32-41) dienen enkele kernoverwegingen van de Hoge Raad uit de arresten in de Landis- en de VPV-zaak en mijn commentaar daarop geplaatst te worden.

6. Ik begin met de Landis-zaak («JOR» 2011/293). In deze zaak werd verdachte – de oud-bestuursvoorzitter van een inmiddels gefailleerde beursvennootschap – verweten voorwetenschap te hebben verstrekt aan een professionele marktpartij. Die voorwetenschap hield in dat Landis Group NV overeenstemming had bereikt met een aantal institutionele beleggers over een onderhandse plaatsing van aandelen Landis 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 deze koers wat meer stevigheid te geven. Aldus zou verdachte zich volgens het OM schuldig hebben gemaakt aan het opzettelijk uitlokken van handel met voorwetenschap (art. 46 Wte 1995 j° art. 47 lid 1 sub 2° Sr). Het Hof Amsterdam heeft verdachte daarvoor bij arrest van 1 maart 2007 veroordeeld tot een geldboete van € 14.000 (LJN BC0108). Zie «JOR» 2008/199, m.nt. Kristen, voor ’s hofs arrest, waarbij de feitelijk leidinggever van de professionele marktpartij wegens handel met voorwetenschap werd veroordeeld en hem een geldboete van € 22.500 werd opgelegd.

7. In verband met het bepaalde in art. 1 lid 2 Sr (dat erop neerkomt dat bij een verandering in de wetgeving na het tijdstip waarop het feit begaan is, de voor de verdachte meest gunstige bepalingen worden toegepast) diende het Hof Amsterdam de voorliggende casus te beoordelen in het licht van het inmiddels in werking getreden art. 5:56 Wft en (vanwege de volledige harmonisatie) de Richtlijn marktmisbruik. Interessant in dit verband is dat het Hof Amsterdam oordeelde dat voor de toepassing van het verbod van handel met voorwetenschap (ex art. 46 Wte 1995) uitgegaan moest worden van een bewijsvermoeden dat sprake was van 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-uitspraak 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. In de Landis-zaak was het verweer door de verdediging gevoerd dat verdachte zich niet schuldig kan hebben gemaakt aan uitlokking, omdat de gewraakte transacties van de professionele marktpartij verlieslatend waren geweest en de aandelen Landis door de (getipte en zelfs uitgelokte) professionele marktpartij waren aangekocht boven het destijds vigerende koersniveau van het aandeel Landis. Dat verweer van de verdediging werd door het hof echter verworpen door erop te wijzen dat de professionele marktpartij onmiddellijk op basis van de door verdachte verstrekte informatie gehandeld had en een opvallend groot aantal aandelen Landis had aangekocht. 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.

8. Tegen ’s-hofs verwerping van het verweer dat de desbetreffende aandelentransacties verlieslatend waren, was één van de cassatiemiddelen gericht. In de eerste plaats stelt de Hoge Raad vast dat het cassatiemiddel (vanzelfsprekend) niet klaagt over het oordeel van het hof dat voor de strafbaarheid van misbruik van voorwetenschap “sprake moet zijn van een causaal verband tussen de aanwezige voorkennis en de gewraakte handel” (r.o. 4.3). Naar ik aanneem, had de Hoge Raad in dat geval ook alreeds in dit arrest zijn hierna in deze noot nog aan te halen opvatting daarover ten beste gegeven (zie onder 16 e.v.). Vervolgens oordeelt de Hoge Raad dat het cassatiemiddel op de kennelijke opvatting berust dat voor een veroordeling ter zake van art. 46 lid 2 Wte 1995 (oud) is vereist dat komt vast te staan dat “uit de transacties zelf” (geldelijk) voordeel “wordt of kan worden gehaald”. Ik denk dat ervan uit mag worden gegaan dat met het cassatiemiddel beoogd is 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. Immers, de kern van de begripsomschrijving van voorwetenschap is dat van openbaarmaking van de niet-openbare informatievoorsprong een significante invloed zou kunnen uitgaan op de beurskoers van de bewuste financiële instrumenten (art. 5:53 lid 1 Wft) en daarop tracht de *insider* met zijn transactie te anticiperen. Anders gezegd, en wel in de woorden van de Spector Photo-uitspraak: is de professionele marktpartij in dit geval door de verdachte wel 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 effectentransacties dezelfde risico's loopt als andere marktdeelnemers? Daarvan lijkt mij in het onderhavige geval, dat duidelijk meer trekken vertoont van marktmanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub a en b Wft), toch geen sprake te zijn geweest.

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. Het voordeelvereiste is, als voor het OM overbodige (bewijs)ballast, in de hiervoor genoemde tweede periode geschrapt uit de delictomschrijving. Hoewel van het voordeelvereiste in art. 5:56 Wft inderdaad geen gewag wordt gemaakt, ligt in het (ondanks een bewijsvermoeden wel degelijk geldende) wettelijk vereiste dat door de *insider* gebruik gemaakt moet zijn van voorwetenschap (en dat dus feitelijk als een gepresumeerd causaal verband kan worden aangemerkt, waarover hierna meer) mijns inziens besloten dat de *insider* daarmee in beginsel een voordeel moet hebben kunnen behalen. Dat is de essentie van de Spector Photo-uitspraak. Als dat voordeel uit de transactie 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. In de tweede plaats wijst de Hoge Raad het beroep dat door de verdediging gedaan is op de Georgakis-uitspraak van het Europese Hof van Justitie («JOR» 2007/156, m.nt. Hoff) als steun voor de in het cassatiemiddel verdedigde opvatting van de hand. Volgens de Hoge Raad moet uit die uitspraak worden afgeleid – en dat zou zelfs “buiten redelijke twijfel” staan – dat de reikwijdte van het verbod van gebruik van voorwetenschap bepaald wordt door het daarmee beoogde doel, namelijk het waarborgen van gelijkheid van partijen bij een beurstransactie. De informatiegelijkheid van marktpartijen wordt door de Hoge Raad hier wel heel erg verabsoluteerd. Een dergelijke vorm van informatiegelijkheid valt niet in de Georgakis-uitspraak te lezen. Meer weten dan een ander komt volgens het Europese Hof van Justitie blijkens deze uitspraak pas in de gevarenzone terecht als sprake is van voorwetenschap en met die informatievoorsprong door middel van het verrichten van effectentransacties een voordeel kan worden behaald. Het Europese Hof drukt het als volgt uit (r.o. 38): “Derhalve wordt met het verbod van artikel 2 van richtlijn 89/592 beoogd de gelijkheid van partijen bij een beurstransactie te waarborgen, door te vermijden dat een van de medecontractanten die over voorwetenschap beschikt en derhalve een voordeel heeft ten opzichte van de andere investeerders, hiervan profiteert ten nadele van de andere, die hiervan niet op de hoogte is.” De Hoge Raad focust uitsluitend op het eerste deel van de zin en negeert het tweede deel daarvan waarin de werking van het gelijkheidsbeginsel geclausuleerd wordt weergegeven (namelijk door het te beperken tot uitsluitend die informatievoorsprong die gelijk te stellen is aan voorwetenschap). Belangrijker is echter dat de Hoge Raad de plank hier mijns inziens mis slaat, omdat hij bij de bespreking van de merites van het cassatiemiddel geheel voorbij gaat aan de *pointe* van de Spector Photo-uitspraak. Die *pointe* is, kort gezegd, dat niet alle gebruik van voorwetenschap door een *insider* zonder meer valt aan te merken als *misbruik* en dat de verdediging vanwege de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM in staat moet zijn een verweer te voeren tegen het bewijsvermoeden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap en dat de rechter de validiteit van dat verweer moet beoordelen. In de beoordeling van de verwerping van het door de verdediging gevoerde verweer door het Amsterdamse hof en de daarvoor gebruikte motivering (waarop het nodige valt aan te merken) treedt de Hoge Raad opmerkelijk genoeg niet.

10. Of is de beoordeling van dat verweer (en dus het kennelijke oordeel dat het Amsterdamse hof op deugdelijke gronden het verweer van de verdediging heeft verworpen) soms gelegen in de slotoverwegingen van r.o. 4.4? Opmerkelijk is namelijk dat de Hoge Raad zich enerzijds in zijn arrest veel moeite getroost heeft uit te leggen dat geen voordeelvereiste in de delictomschrijving is opgenomen, maar dat hij anderzijds aan de aanwezigheid

van voordeel toch weer wel enige betekenis lijkt toe te kennen. De Hoge Raad overweegt dat het “benutten van voorwetenschap” een voordeel impliceert, hierin bestaande dat “degene die over voorwetenschap beschikt in een gunstiger positie verkeert dan degenen die niet over die voorwetenschap beschikken.” Voor de strafbaarheid van voorwetenschap is niet vereist dat enig ander voordeel – direct of indirect – door de met voorwetenschap verrichte transactie kan worden of is verkregen, aldus de Hoge Raad. Het gaat hier mijns inziens om een sterk verwaterde (of uitgeklede) vorm van het voordeel dat *insiders* hebben, waaraan bovendien voor de vaststelling van het “delictseigen” karakter van misbruik van voorwetenschap geen enkel onderscheidend vermogen toekomt. Ik kom tot die (dis)kwalificatie, omdat de Hoge Raad spreekt van het aan voorwetenschap “inherente voordeel”, een voordeel dat dus reeds *ipso facto* gelegen zou zijn in een “gunstiger positie” van de *insider* om de enkele reden dat hij beschikt over voorwetenschap, ook al maakt hij daarvan geen misbruik. Kennelijk gaat de Hoge Raad ervan uit dat het alreeds strafbaar is als een primaire *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 misbruik van voorwetenschap lijkt mij in strijd te zijn met het overduidelijke oordeel van het Europese Hof van Justitie dat alleen gebruikmaking die in strijd is met de doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik verboden handel met voorwetenschap vormt. Mij zou kunnen worden tegengeworpen dat de Hoge Raad in r.o. 4.4 niet uitsluitend spreekt over het “beschikken” over voorwetenschap, maar ook over het “benutten” van voorwetenschap. Die tegenwerping zou naar mijn oordeel niet valide zijn, omdat het er juist om gaat *in concreto* vast te stellen of de *insider* op een geoorloofde dan wel een ongeoorloofde wijze gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap. Mijns inziens is nagelaten door de Hoge Raad de juistheid van die vaststelling door het Amsterdamse hof in cassatie te toetsen. Als gezegd, ben ik er niet van overtuigd dat het Amsterdamse hof daarvoor een juiste maatstaf heeft aangelegd. Hoewel in de doctrine is betoogd dat het verbod van misbruik van voorwetenschap om een meer rationele dan een mechanische toepassing vraagt en dat de grenzen van het geoorloofde gebruik van voorwetenschap opnieuw in kaart gebracht moeten worden, houdt de Hoge Raad de deur daarvoor angstvallig gesloten. Zie hiervoor de annotaties van Nelemans («JOR» 2010/70) en Doorenbos onder de Spector Photo-uitspraak (*Ondernemingsrecht* 2010/7, p. 332-336).

11. Dan stap ik snel over naar de VPV-zaak («JOR» 2011/294). In deze zaak heeft verdachte, bestuurder van Veer Palthe Voûte NV, op een aantal tijdstippen (en in verschillende hoedanigheden) aandelen gekocht van beursgenoteerde houdstermaatschappijen van Shell en Unilever, aangezien de koers van die aandelen (Calvé, Dordtsche, Moeara Enim en Maxwell) structureel lager was dan de beurskoers van de onderliggende fondsen. Tezelfdertijd was verdachte bezig met de voorbereiding van een openbaar bod op deze houdstermaatschappijen. Onderdeel daarvan waren de gesprekken die werden gevoerd met het ministerie van Financiën over een fiscale vaststellingsovereenkomst die benodigd was alvorens een overnamebod zou kunnen worden uitgebracht op deze houdstermaatschappijen. Pas nadat met het ministerie van Financiën overeenstemming was bereikt, werd aangevangen met de overnameonderhandelingen met de houdstermaatschappijen. Het Hof Amsterdam heeft bij arrest van 13 juni 2008 geoordeeld dat verdachte zich schuldig had gemaakt aan strafbare handel met voorwetenschap. Daarvoor heeft het hof een geldboete opgelegd van € 67.500 («JOR» 2009/10, m.nt. Kristen). Tegen dit arrest is cassatieberoep ingesteld. (Terzijde vermeld ik dat één van mijn kantoorgenoten de verdachte in feitelijke instanties als advocaat heeft bijgestaan. Met de strafzaak heb ik zelf echter geen bemoeienis gehad.)

12. Van deze zaak is vooreerst het signaleren waard dat in alle instanties een levendig debat is gevoerd over het tijdstip waarop bij verdachte voorwetenschap zou zijn ontstaan. Maar liefst vijf verschillende opvattingen kunnen daarover worden opgetekend. De meest verstrekkende opvatting is die van het OM, die daarin door de Rechtbank Amsterdam in haar vonnis van 11 februari 2005 («JOR» 2005/74, m.nt. Kristen) werd bijgevalen. Volgens de rechtbank moest uitgegaan worden van de aanwezigheid van voorwetenschap op (en dus ook vanaf) 9 september 1999. Hier tegenover staat het oordeel van het CBb, dat blijkens zijn uitspraak van 12 september 2006, «JOR» 2007/14, m.nt. Doorenbos en Somsen, van oordeel was dat op 9 september 1999 nog geen sprake was van voorwetenschap. Hof Amsterdam ging in appel van een ander omslagpunt uit: op en vanaf 17 september

1999 zou sprake geweest zijn van voorwetenschap. Ten slotte moet hier nog de opvatting van de AFM genoemd worden. Volgens de AFM moest de aanwezigheid van voorwetenschap pas op en vanaf 15 november 1999 gesitueerd worden. Het kan verkeren, zeggen we dan.

13. In cassatie worden de oordelen van het Hof Amsterdam over de informatievoorsprong waarover verdachte beschikt zou hebben en de koersgevoeligheid daarvan vergeefs bestreden. Uiteraard stelt de Hoge Raad voorop dat de beantwoording van de vraag of sprake is van “concrete informatie” als bedoeld in art. 1 lid 1 Richtlijn marktmisbruik en art. 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG in hoge mate afhankelijk is van een aan de feitenrechter voorbehouden weging en waardering van de omstandigheden van het geval. Het gevolg daarvan is dat het oordeel van de feitenrechter daaromtrent slechts in beperkte mate in cassatie kan worden getoetst. Hoewel het Amsterdamse hof onvoldoende een onderscheid had aangebracht tussen de onderhandelingen met enerzijds het ministerie van Financiën over de ruling en anderzijds met de houdstermaatschappijen over het overnamebod door te oordelen dat de contouren van een overname op 17 september 1999 alreeds zichtbaar waren, geeft de Hoge Raad aan 's-hofs oordeel een welwillende uitleg. De Hoge Raad verwoordt de kern van dat oordeel als volgt. In de eerste plaats was voor een eventuele overname van de houdstermaatschappijen waarvoor in de markt belangstelling bestond en waarop de inspanningen van VPV ook waren gericht, het verkrijgen van financiële zekerheid vooraf over de fiscale gevolgen daarvan van essentieel belang. In de tweede plaats waren de besprekingen op 17 september 1999 tussen VPV en het ministerie van Financiën omtrent een voor een eventuele overname essentiële fiscale vaststellingsovereenkomst zo ver gevorderd dat de contouren van overeenstemming zichtbaar waren ten aanzien van de bandbreedte van de aan het ministerie van Financiën af te dragen lumpsum en het gedifferentieerde bod aan de aandeelhouders. Op deze wijze legt de Hoge Raad een harmonieus verband tussen beide van elkaar te onderscheiden onderhandelingstrajecten (te onderscheiden zowel voor wat betreft het onderwerp, de onderhandelingspartners als de onderhandelingsperiode). Volgens de Hoge Raad geeft dat geparafraseerde oordeel van het hof geen blijk van een onjuiste opvatting en is het toereikend gemotiveerd. Dat op 17 september 1999 nog in het geheel niet duidelijk was of en in hoeverre de inhoud van het nog uit te brengen overnamebod aanvaardbaar zou zijn voor het bestuur van de houdstermaatschappijen en de effectenhouders daarvan doet er klaarblijkelijk niet toe. Uiteraard komt daaraan als zodanig geen beslissende betekenis toe, omdat reeds in een vroeg onderhandelingsstadium sprake kan zijn van voorwetenschap. Waar het mijns inziens uiteindelijk op aankomt is of de overname van de houdstermaatschappijen op 17 september 1999 alreeds redelijkerwijs te verwachten was (als bedoeld in art. 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG). De Hoge Raad keurt het kennelijk goed dat het hof die conclusie heeft getrokken op basis van het “zichtbaar” zijn van “contouren van overeenstemming met Financiën”, hoewel de Hoge Raad in zijn arrest dit enige juiste criterium uit de uitvoeringsrichtlijn om te beoordelen of informatie “concreet” genoeg is in het geheel niet noemt.

14. Ook op een ander punt schiet de Hoge Raad het niet helemaal tekstvast Amsterdamse hof te hulp met een welwillende uitleg. Het hof had ter onderbouwing van zijn oordeel over de koersgevoeligheid van de bewuste informatie geoordeeld: “Een belegger zal de informatie immers relevant hebben gevonden bij het nemen van beslissingen. Hiermee is de koersgevoeligheid gegeven.” Met deze maatstaf zal door het hof ongetwijfeld bedoeld zijn op het fenomeen van “de redelijk handelende belegger”, zoals die relevantiestandaard verder is uitgewerkt in art. 1 lid 2 Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG. Opgemerkt moet worden dat die standaard daar niet zo omschreven wordt. Het gaat aldaar om een “redelijk handelende belegger” die “waarschijnlijk gebruik zal maken” van informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Dat een belegger iets relevant (of interessant) vindt, zoals overwogen door het hof, is voor een koersgevoeligheidsoordeel een te lichte maatstaf. Volgens de Hoge Raad heeft het hof wel degelijk het juiste criterium voor ogen gehad en daarom zou het cassatiemiddel op een onjuiste lezing van het arrest berusten.

15. Het arrest van de Hoge Raad in de VPV-zaak is mijns inziens vooral vermeldenswaard vanwege de beoordeling van het vijfde cassatiemiddel. Met dit middel werd door de verdediging opgekomen tegen het oordeel van het hof dat art. 46 Wte 1995 (oud) geen causaal verband vereist tussen het verrichten of bewerkstelligen van de transactie en de voorwetenschap. Om die reden had het hof de verweren van de

verdediging verworpen die uitgaan van een te bewijzen causaal verband. Het hof oordeelde dat, afgezien van een mogelijk beroep op een schulditsluitingsgrond, reeds het enkele verrichten of bewerkstelligen van een transactie door degenen die over voorkennis beschikken – en de transactie niet valt binnen één van de in de Wft of het Besluit marktmisbruik Wft limitatief opgesomde uitzonderingsgevallen – strafbaar is. Opgemerkt zij dat het Amsterdamse hof “om” ging ten opzichte van zijn eerdere oordeel in de Landis-zaak (zie hiervoor onder 7) en nog geen rekening kon houden met het nadien gewezen arrest van het Europese Hof van Justitie in de Spector Photo-zaak.

16. In het cassatiemiddel wordt aan de orde gesteld dat het hof blijkt geeft van een te beperkte rechtsopvatting, omdat de verdediging onvoldoende ruimte wordt gelaten voor het leveren van tegenbewijs tegen het veronderstelde gebruik van voorwetenschap, ook buiten het kader van de schulditsluitingsgronden en de in wet en AMvB opgesomde uitzonderingen op het verbod van misbruik van voorwetenschap. Steun voor die opvatting kan worden gevonden in de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de Spector Photo-zaak, aldus het cassatiemiddel. Opmerkelijk – en voor mij zelfs onbegrijpelijk – is dat de Hoge Raad het cassatiemiddel verwerpt (en daarbij geef ik uitdrukkelijk geen oordeel over de merites van het verweer van de verdediging). Mijn verbazing geldt niet alleen de verwerping van het middel *an sich* waardoor de Hoge Raad het leveren van tegenbewijs categorisch lijkt uit te sluiten, maar uitdrukkelijk ook de daarvoor gegeven uiterst magere motivering. De Hoge Raad oordeelt slechts dat in de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn marktmisbruik en de wetsgeschiedenis van het daarop geënte art. 5:56 Wft noch in de Spector Photo-uitspraak steun gevonden kan worden voor de opvatting dat een causaliteitsvereiste geldt tussen de transactie en de voorwetenschap. Volgens de Hoge Raad is dat wederom “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.

17. Met het beroep dat de Hoge Raad doet op de wetsgeschiedenis van art. 5:56 Wft heb ik in een aantal opzichten moeite. In de eerste plaats blijkt uit die wetsgeschiedenis een nogal zwalkende koers van de wetgever. Zo wordt enerzijds gesteld dat een *insider* gebruik maakt van voorwetenschap “indien instrumenteel verband bestaat tussen zijn kennis en de transactie die hij verricht” (*Kamerstukken II*, 2004-2005, 29 827, nr. 3, p. 9). Anderzijds wordt gesteld dat door een *insider* gebruik gemaakt wordt van voorwetenschap “indien deze zich bewust is of behoort te zijn van deze voorwetenschap” (*Kamerstukken II*, 2004-2005, 29 827, nr. 7, p. 20). Met het bewijs van bewustheid zou het bestanddeel “gebruik maken van” voorwetenschap dus alreeds bewezen kunnen worden. In de tweede plaats gaat de Hoge Raad eraan voorbij dat het hof een zelfs van deze wetsgeschiedenis afwijkende invulling heeft gegeven aan de delictsomschrijving. Immers, voor het Amsterdamse hof was reeds een gelijktijdigheidsverband tussen de transactie en de voorwetenschap voldoende voor een veroordeling (vgl. de delictsomschrijving in de hiervoor genoemde tweede periode), terwijl uit de delictsomschrijving en de wetsgeschiedenis blijkt dat bewezen moet worden dat gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Enige verwijzing naar het bestanddeel “gebruik maken van” voorwetenschap wordt in het arrest van het hof node gemist. In de derde plaats ten slotte volgt volgens de Hoge Raad uit de wetsgeschiedenis dat de eis van causaal verband niet wordt gesteld, zodat niet bewezen hoeft te worden dat de transactie voortkomt uit de betreffende voorwetenschap (*Kamerstukken II*, 2004-2005, 29 827, nr. 7, p. 20). Het is inderdaad een hachelijke zaak te bewijzen dat een *insider* door de voorwetenschap gebracht is tot de transactie die hij zonder die voorwetenschap niet, althans niet op dezelfde wijze en met deze modaliteiten, zou hebben verricht. Dat is de reden geweest waarom in nationaal verband bepleit is (vgl. het oordeel van de A-G Wortel in zijn conclusie onder «JOR» 2005/185, onder 122) en ook zelfs al geoordeeld is (vgl. het arrest van het Amsterdamse hof in de Landis-zaak) dat sprake is van een weerlegbaar bewijsvermoeden van het gebruik van voorwetenschap als door een *insider* een transactie met voorwetenschap is verricht.

18. Als gezegd, kan het bewijs van het gebruik maken van voorwetenschap volgens de Spector Photo-zaak in dit soort gevallen *in abstracto* verondersteld worden in het geval een primaire *insider* een transactie met voorwetenschap heeft verricht. In verband met de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM is de keerzijde

daarvan dat de verdediging het verweer mag voeren dat *in concreto* van die voorwetenschap geen (ongeoorloofd) gebruik is gemaakt, zoals de verdediging dat in deze zaak bij het Amsterdamse hof ook uitvoerig heeft gedaan. De ruimte om dat debat te voeren, heeft het hof ten onrechte niet willen bieden. Voor alle duidelijkheid: het hof heeft het verweer van de verdediging *niet* verworpen. Het hof heeft niet eens willen treden in een beoordeling van dat verweer. Daarbij komt dan nog dat het hof van oordeel was dat uitsluitend in de Wft en het Besluit marktmisbruik Wft limitatief opgesomde gevallen strafbaarheid achterwege zal blijven. Dat lijkt mij een overdrijving van het voorstellingsvermogen van de wetgever om alle denkbare gevallen op te sommen waarin geen (ongeoorloofd) gebruik van voorwetenschap gemaakt kan worden. Dat lijkt mij ook in strijd met de generieke benadering die door het Europese Hof van Justitie in de Spector Photo-zaak wordt voorgestaan: alleen gebruikmaking van voorwetenschap die in strijd is met de doelstelling van de Richtlijn marktmisbruik, vormt verboden handel met voorwetenschap. Dit verweer kan de verdediging dus in alle gevallen voeren. Dat de Hoge Raad 's-hofs oordeel goedkeurt met de enkele motivering dat geen causaliteitsvereiste zou gelden, is – naar ik stellig meen – geen adequate reactie op de volledige inhoud van het cassatiemiddel en het is ook een miskenning van de betekenis die aan de uitspraak in de Spector Photo-zaak – ook door onze Hoge Raad – moet worden toegekend.

19. Ik waag mij ten slotte nog aan een voorspelling. Het kan lang of kort duren, maar de Hoge Raad zal uiteindelijk terug moeten keren op zijn schreden. Dat staat mijns inziens buiten redelijke twijfel.

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