

JOR 2007/156 HvJ EG, 10-05-2007, C-391/04 Voorwetenschap, Prejudiciële beslissing betreffende uitlegging van art. 1 t/m 4 van richtlijn 89/592/EEG tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden

» **Noot**

1. Dit arrest van het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen (“HvJ EG”) betreft een Griekse zaak. In het arrest worden enkele kernbepalingen van Richtlijn 89/592/EEG van de Raad van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (PbEG 1989, L 334/30) (“Richtlijn transacties van ingewijden”) uitgelegd. Als gevolg van het in werking treden van Richtlijn 2003/6/EEG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik), (PbEU 2003, L 96/16) (“Richtlijn marktmisbruik”) is deze richtlijn inmiddels per 12 april 2003 ingetrokken. Aangenomen mag echter worden dat dit arrest ook onder vigeur van de Richtlijn marktmisbruik zijn betekenis zal behouden. Immers, de voor deze zaak relevante bepalingen uit de Richtlijn transacties van ingewijden zijn in vergelijkbare bewoordingen overgenomen in de Richtlijn marktmisbruik. Bovendien blijkt niet uit de wordingsgeschiedenis van de Richtlijn marktmisbruik dat de Europese wetgever anders is gaan denken over het fenomeen handel met voorwetenschap.

2. Dat op dit terrein een nieuwe EU-richtlijn tot stand is gekomen, houdt vooral verband met het feit dat met de Richtlijn marktmisbruik volledige harmonisatie wordt nagestreefd. Gelijk bekend, ging de Richtlijn transacties van ingewijden nog uit van minimumharmonisatie, zodat het de lidstaten was toegestaan strengere voorschriften vast te stellen (hetgeen in Nederland ook met overgave is gebeurd). Daarnaast is in de Richtlijn marktmisbruik een verbod op marktmanipulatie opgenomen (zie art. 5 j° art. 1 lid 2). Het ontbreken in sommige lidstaten van adequate wetgeving ter bestrijding van marktmanipulatie – in overweging 13 van de preambule van de Richtlijn marktmisbruik terecht aangemerkt als een “lacune” – heeft ertoe geleid dat pogingen werden ondernomen (vormen van) marktmanipulatie in de tussentijd te vangen met het verbod op handel met voorwetenschap. Zo leert ons althans deze Griekse zaak.

3. Wat was het geval? Uit de beperkte beschrijving van de feiten in het arrest blijkt dat een groep bestuurders en aandeelhouders van een beursvennootschap op aanraden van hun financiële raadgevers besloten heeft om de beurskoers van het fonds te ondersteunen op een tijdstip dat deze koers onder druk stond. De effectentransacties vonden alle tussen de leden van deze groep plaats, en dus niet met derden. Eén van de leden van de groep werd vervolgens vervolgd voor handel met voorwetenschap. Zoals aangegeven, was de reden daarvoor dat in Griekenland vóór de implementatie van de Richtlijn marktmisbruik in nationale wetgeving nog geen verbod op marktmanipulatie bestond. Na wisselende uitspraken van lagere rechters heeft een Griekse rechter een prejudiciële vraag gesteld aan het HvJ EG (zie art. 234 EG-Verdrag). Deze prejudiciële vraag luidt, kort gezegd, of gehandeld wordt met voorwetenschap als bedoeld in de Richtlijn transacties van ingewijden indien effectentransacties tussen leden van dezelfde groep worden verricht met het doel de koers van de effecten van de beursvennootschap kunstmatig op te drijven. De trouwe lezer van de «JOR» zal in deze vraagstelling enige gelijkennis herkennen met een recent arrest van de Hoge Raad. In HR 6 februari 2007, «JOR» 2007/73 (Hercules), m.nt. Corthals en Italianer was immers ook de vraag aan de orde of een bepaalde vorm van marktmanipulatie tevens aangemerkt kon worden als voorwetenschap.

4. Het is interessant te zien hoe het HvJ EG te werk gaat. Meteen al met het formuleren van de vraag of de beslissing om de effectentransacties te verrichten gebaseerd is op inlichtingen die rechtstreeks of middellijk afkomstig zijn van een persoon die behoort tot een van de in art. 2 van de Richtlijn transacties van ingewijden bedoelde categorieën en die beschikt over “voorwetenschap” in de zin van art. 1 lid 1 van deze richtlijn raakt het HvJ EG de kern van de verbodsbepaling. Die kern is dat het verboden is effectentransacties te verrichten op basis van niet-openbare, concrete en koersgevoelige informatie (anders gezegd: voorwetenschap) waar een kleine kring van insiders toegang tot heeft vanwege een bepaalde hoedanigheid (zoals het zijn van bestuurder of commissaris van een beursvennootschap). Dit transactieverbod geldt niet alleen voor deze groep van

bevoorrechte insiders, maar ook voor derden die zijn komen te beschikken over voorwetenschap, welke voorwetenschap volgens art. 4 van de Richtlijn transacties van ingewijden “rechtstreeks of middellijk alleen afkomstig kan zijn van een in artikel 2 bedoelde persoon”. Het citaat is mijns inziens essentieel voor een goed begrip van de reikwijdte van het verbod op handel met voorwetenschap. Juist omdat dit citaat zo essentieel is, valt het te betreuren dat de passage niet meer voorkomt in art. 4 van de Richtlijn marktmisbruik. Thans strekt het verbod zich uit tot (i) de in art. 2 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik genoemde categorieën primaire insiders (zie ook art. 5:56 lid 2 Wft) en (ii) die derden (zogenaamde secundaire insiders) die over voorwetenschap beschikken en die weten of zouden moeten weten dat het om voorwetenschap gaat (zie art. 4 van de Richtlijn marktmisbruik en art. 5:56 lid 3 Wft). Met deze aan de secundaire insiders gestelde aanvullende eis wordt bereikt dat uitsluitend die derden met de verbodsbepaling worden geconfronteerd die zich realiseren (of behoren te realiseren) dat hun informatie voorwetenschap oplevert. In de regel zal de secundaire insider voorwetenschap ontvangen hebben doordat een primaire insider onzorgvuldig is omgegaan met de aan hem in zijn hoedanigheid toevertrouwde informatie. Die verbinding met de van een primaire insider ontvangen informatie wordt echter niet meer gemaakt in de verbodsbepaling (zoals gezegd: noch in de Richtlijn marktmisbruik, noch in art. 5:56 lid 3 Wft). Dat maakt niet alleen de afbakening met gevallen waarin derden door eigen onderzoek op de hoogte raken van informatie die letterlijk genomen ook voorwetenschap zou kunnen opleveren er niet eenvoudiger op, maar ontnemt ons ook het zicht op de reikwijdte van de verbodsbepaling.

5. Deze beknopte uiteenzetting van hetgeen volgens het HvJ EG de kern uitmaakt van het verbod op handel met voorwetenschap, is voor mij aanleiding in deze noot nog een enkele opmerking te maken bij het eerder genoemde arrest van de Hoge Raad. Daar is des te meer reden voor, omdat het arrest naar mijn oordeel niet door een ieder even goed begrepen wordt.

6. De Hoge Raad heeft in r.o. 5.5.1 en 5.5.2 van zijn arrest, kort gezegd, overwogen dat de verdachte niet met voorwetenschap heeft gehandeld omdat de bijzonderheden (i.c. door het verspreiden van zelf gecreëerde leugenachtige berichten en het in verband daarmee verrichten van aan elkaar tegengestelde transacties trachten de koers van het aandeel te beïnvloeden) door de verdachte zelf waren geschapen. Zijn wetenschap daaromtrent moet worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties. Dit oordeel is, aldus de Hoge Raad, in overeenstemming met de bedoeling van de wetgever dat het verbod zich niet uitstrekt tot effectentransacties die worden verricht of bewerkstelligd met wetenschap die slechts de eigen voorgenomen effectentransacties betreft. Hoewel de uitspraak van de Hoge Raad in mijn visie juist is, kan de daarbij gegeven motivering gemakkelijk tot misverstand aanleiding geven. Verwarrend is namelijk dat in het arrest van de Hoge Raad aan de ene kant wordt gesteld dat de verdachte slechts voorwetenschap had van zijn eigen voorgenomen effectentransacties, terwijl aan de andere kant tegelijk wordt geconstateerd dat de verdachte leugenachtige berichten had verspreid en manipulatieve transacties had verricht. Anders gezegd: uit het arrest blijkt dat de verdachte dus wel degelijk over méér informatie beschikte dan andere marktdeelnemers, welke informatie bovendien ongetwijfeld koersgevoelig was. Mijn punt is nu dat de Hoge Raad de uitspraak wellicht beter had kunnen motiveren door te overwegen dat wetenschap bij de verdachte bestond die slechts de eigen voorgenomen effectentransacties betrof, aangezien verdachte voorafgaand aan de transacties geen informatie had ontvangen van een primaire insider als bedoeld in art. 2 lid 1 van de Richtlijn transacties van ingewijden. Een dergelijke motivering zou in lijn zijn met de in het hier besproken arrest van het HvJ EG weergegeven kern van de verbodsbepaling.

7. Gelet op het voorgaande zal het niet verbazen dat ik het principieel oneens ben met de door Corthals en Italianer in hun noot bij het arrest van de Hoge Raad ingenomen stelling dat de informatievoorsprong van degene die de markt manipuleert tevens kan kwalificeren als voorwetenschap. Die stellingname staat niet alleen op gespannen voet met de kern van het verbod op handel met voorwetenschap zoals hiervoor uiteengezet, maar gidst ons bovendien naar een heilloze weg. Het leidt namelijk tot het volledig denatureren van het verbod op handel met voorwetenschap. De stelling van Corthals en Italianer heeft tot gevolg dat elke koersgevoelige informatievoorsprong zou worden bestreken door de verbodsbepaling, óók wanneer de bewuste informatie niet

afkomstig is van een primaire insider. Ik kom tot die gevolgtrekking omdat mag worden aangenomen dat deze auteurs de samenloop niet hebben willen beperken tot slechts die gevallen dat sprake is van strafbare koersmanipulatie. Zoals deze auteurs zelf bij herhaling in hun noot stellen: daartoe dwingt de tekst van art. 5:56 Wft geenszins. Wat dan bijvoorbeeld te denken van de handelwijze van een activistische belegger die voorafgaand aan de publicatie van een open brief waarin op een strategiewijziging bij een beursvennootschap wordt aangedrongen een positie inneemt in het betreffende fonds? Met marktmanipulatie hoeft dit in elk geval niets van doen te hebben, althans zolang niet in strijd met art. 5:58 Wft wordt gehandeld. Begrijp ik de stelling van Corthals en Italianer goed, dan zou volgens hen in dit geval wel sprake zijn van handel met voorwetenschap. De letterlijke bewoordingen van art. 5:56 Wft zouden dat immers uitwijzen. Naar mijn oordeel schieten deze auteurs hier te ver door. Dat komt omdat zij een blinde vlek hebben voor de ratio legis van de verbodsbepaling. Die ratio legis is op een heldere wijze door het HvJ EG weergegeven. Ook A-G Wortel is in zijn conclusie bij het arrest – na enige omzwervingen in de Duitse rechtspraak – uitgekomen op diezelfde ratio legis (zie onder 41 en 42 van de conclusie van de A-G). Zoals gezegd, ligt de demarcatielijn voor het onderscheid tussen handel met voorwetenschap en marktmanipulatie feitelijk al besloten in de tekst van de Richtlijn transacties van ingewijden. Vgl. verder nog M. Nelemans, Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap, DD 2006, p. 502–520. Nelemans bepleit in dit artikel het conceptuele onderscheid tussen beide delicten onder meer te zoeken in het verschil tussen het gebruik maken van een bestaande dan wel een zelf gecreëerde informatievoorsprong. Mijns inziens kunnen zelf gecreëerde informatievoorsprongen, mits daarbij meerdere partijen betrokken zijn, wel degelijk voorwetenschap opleveren (zie hierna onder 10–11).

8. Wij gaan terug naar het arrest van het HvJ EG. Blijkens het arrest laat het HvJ EG de financiële raadgevers vrijuit gaan. De leden van de groep hadden hun beslissing om de beurskoers te ondersteunen genomen op aanraden van hun financiële raadgevers. Echter, een aanbeveling om bepaalde maatregelen te nemen, enkel gebaseerd op deskundigheid, kan niet als “voorwetenschap” als bedoeld in de Richtlijn transacties van ingewijden worden aangemerkt (zie r.o. 25–27). Ten overvloede merkt het HvJ EG verder nog op dat de financiële raadgevers niet behoren tot de groep van insiders als bedoeld in art. 2 lid 1 van de Richtlijn transacties van ingewijden, en dat de aanbeveling de koers te ondersteunen evenmin beruiste op informatie die de financiële raadgevers van een insider hadden ontvangen (zie r.o. 30–31). Ik merk nog op dat op grond van de huidige Nederlandse wetgeving de financiële raadgevers vervolgd zouden kunnen worden wegens overtreding van art. 5:58 lid 1 sub a en/of b Wft (marktmanipulatie) of een deelnemingsvorm daarvan (art. 47 en 48 Sr).

9. Belangwekkender is uiteraard het oordeel van het HvJ EG over de strafbaarheid van de leden van de groep. Daartoe gaat het HvJ EG eerst na of de tussen de leden van de groep gemaakte afspraak om de beurskoers te ondersteunen voorwetenschap oplevert (zie hierna onder 10). Als dat inderdaad het geval is, dient de vraag nog beantwoord te worden of van die voorwetenschap door de leden van de groep welbewust gebruik is gemaakt (zie hierna onder 12–14).

10. Het HvJ EG is van oordeel dat de kennis van het bestaan van de beslissing om de koers van de effecten van de beursvennootschap kunstmatig op te drijven en van de inhoud van deze beslissing voorwetenschap vormt in de zin van art. 1 lid 1 van de Richtlijn transacties van ingewijden, en wel voor hen die haar gezamenlijk hebben genomen (zie r.o. 33). Heel verwonderlijk is dit oordeel niet. Het HvJ EG motiveert dit oordeel dan ook beknopt: “Het betreft immers niet openbaar gemaakte informatie die concreet is, die betrekking heeft op effecten en die indien zij openbaar was gemaakt, aanwijsbare invloed had kunnen hebben op de koers van het Parnassos-aandeel en zelfs tot de instorting ervan had kunnen leiden.” (r.o. 34). Dat dit oordeel van het HvJ EG anders luidt dan dat van de Hoge Raad in het eerder genoemde arrest heeft geen andere reden dan dat in dit geval de afspraak over de koersondersteuning tussen meerdere partijen was gemaakt, zodat de ene partij weet wat de andere doet.

11. Op dit punt aanbeland keer ik nog even terug naar het actuele thema van de activistische belegger. Voorwetenschapsperikelen zullen mijns inziens al spoedig de kop opsteken indien activistische beleggers samen met elkaar optrekken om bijv. een strategiewijziging bij een beursvennootschap doorgevoerd te krijgen. In dat

kader zal informatie tussen activistische beleggers worden uitgewisseld of zullen zelfs afspraken worden gemaakt over de “aanvalsstrategie” (w.o. informatie-uitwisseling of het maken van afspraken over de opbouw van belangen, het aanzwengelen van een dialoog met de beursvennootschap, het vinden van medestanders onder het aandeelhoudersbestand, het verkrijgen van publieke steun e.d.m.). Die perikelen zullen alsdan zowel liggen op het terrein van het transactieverbod (art. 5:56 Wft) als het mededelings- en tipverbod (art. 5:57 Wft). Hier past grote behoedzaamheid, omdat activistische beleggers – met name als zij een bewezen track-record hebben, inventief zijn met hun acties en het debat met de beursvennootschap publiekelijk willen voeren – al spoedig voorwetenschap met betrekking tot de handel (en wellicht ook de beursvennootschap) zullen creëren. Hoewel deze activistische beleggers aan de oorsprong staan van de door hen zelf gecreëerde voorwetenschap en zij daarmee mijns inziens eigenlijk als primaire insiders zouden moeten worden aangemerkt, vallen zij buiten de opsomming van art. 5:56 lid 2 Wft. Niet alleen omdat het belang van de activistische beleggers de drempel van de “gekwalificeerde deelneming” van lid 2 sub b gewoonlijk niet zal overschrijden (waarbij op grond van art. 1:1 Wft overigens rekening gehouden moet worden met de toerekeningsregels van art. 5:45 Wft), maar ook omdat de ratio van deze kwalificatie als primaire insider een geheel andere is. In art. 5:56 lid 2 sub b Wft zal het gaan om voorwetenschap met betrekking tot de beursvennootschap waarover de houder van een gekwalificeerde deelneming – op overigens aanvechtbare gronden – qualitate qua geacht wordt te beschikken (en gaat het dus niet om voorwetenschap met betrekking tot de handel die de betreffende belegger als gevolg van het samen optrekken met anderen kan creëren). Het gevolg hiervan is dat deze activistische beleggers noodgedwongen als secundaire insiders als bedoeld in art. 5:56 lid 3 Wft aangemerkt zullen moeten worden. Deze door de activistische beleggers zelf gecreëerde voorwetenschap kan hen vervolgens lelijk in de weg zitten bij vervolgstappen. Een onontkoombaar gevolg hiervan is dat de activistische belegger zijn plannen bekend maakt, zelfs bekend moet maken om zich hiermee te ontlasten van die voorwetenschap. Dat de activistische belegger vervolgens het onterechte verwijt krijgt bezig te zijn met koersmanipulatie moet hij mijns inziens maar voor lief nemen.

12. Vervolgens ziet het HvJ EG zich gesteld voor de beantwoording van de vraag of de leden van de groep, door een beslissing zoals die welke genomen is binnen deze groep, uit te voeren welbewust gebruik hebben gemaakt van deze voorwetenschap (r.o. 36). Dat deze vraag ontkennend wordt beantwoord door het HvJ EG zal voor degenen die zweren bij de letterlijke tekst van wetgeving verrassend zijn. Strafbbaarheid lijkt namelijk voor de hand te liggen indien een effectentransactie met voorwetenschap wordt verricht. Wie zich echter niet laat verblinden door de letterlijke tekst van de wet en oog heeft voor het met de verbodsbepaling nagestreefde doel zal het oordeel van het HvJ EG toejuichen. Zie voor het gebruik van de teleologische interpretatiemethode door het HvJ EG, zelfs bestempeld als een “algemeen uitleggingsbeginsel van gemeenschapsrecht”: F.G.H. Kristen, Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 15–16.

13. Wat is in dit geval het met de verbodsbepaling nagestreefde doel? Met de verbodsbepaling van art. 2 van de Richtlijn transacties van ingewijden wordt – aldus het HvJ EG – beoogd de gelijkheid van partijen bij een beurstransactie te waarborgen. Vermeden dient te worden dat partijen die over voorwetenschap beschikken en die derhalve een informatievoorsprong op andere beleggers hebben, hiervan profiteren ten nadele van andere partijen die hiervan niet op de hoogte zijn (r.o. 38). De achtergrond van deze verbodsbepaling is dat het unfair wordt gevonden als insiders hun kennisvoorsprong op de financiële markten zouden mogen uitbaten. Beleggers kunnen daardoor – zo luidt althans de redenering van de wetgever – het vertrouwen in andere deelnemers aan die financiële markten verliezen en zich afwenden van die markten. Het goed functioneren van de financiële markten komt daarmee in gevaar. Met een verbodsbepaling tracht de wetgever dit vertrouwen te behouden en voor zover nodig te herwinnen. Zie Kamerstukken II, 2004–2005, 29 827, nr. 3, p. 2–3.

14. In het onderhavige geval was die informatieongelijkheid volgens het HvJ EG niet in het geding (zie r.o. 39). Omdat alle partijen bij de beurstransacties over dezelfde informatie beschikken, staan zij dus op voet van gelijkheid met elkaar en is die informatie voor hen niet langer voorwetenschap bij de uitvoering van de door hen

genomen beslissing. Naar ik heb begrepen, is deze teleologische uitleg van de verbodsbepaling in overeenstemming met de visie die de AFM aan enkele marktpartijen en hun adviseurs in het verleden heeft medegedeeld. Kortom, de les die uit deze uitspraak van het HvJ EG getrokken kan worden is dat insiders straffeloos effectentransacties met elkaar kunnen verrichten, mits zij daarbij maar beschikken over dezelfde informatie.

15. Tot slot kan nog worden gewezen op de heilzame functie die openbaarmaking van de door insiders verrichte privétransacties in dit geval had kunnen vervullen. Ook het HvJ EG vraagt daarvoor op een voor de Griekse wetgever neutrale toon de aandacht (zie r.o. 43). Transparantie had in elk geval de outsiders geattendeerd op de timing, de frequentie en de omvang van de door insiders verrichte transacties in het “eigen” fonds. Uit de openbaarmaking van deze transacties hadden outsiders wellicht reeds de conclusie kunnen trekken dat de betrokken insiders zich inlieten met koersondersteunende transacties. Openbaarmaking van privétransacties van insiders maakte echter nog geen onderdeel uit van de Richtlijn transacties van ingewijden. De Richtlijn marktmisbruik schrijft een dubbele aanpak – d.w.z. een combinatie van (bestuurs)strafrechtelijk gesanctioneerde verbodsbepalingen én een openbaarmakingsplicht van privétransacties van insiders (zie art. 6 lid 4 van de Richtlijn marktmisbruik) – inmiddels verplicht voor. Zie voor de ontwikkeling van deze transparantiebevorderende maatregel: J.J.J. Schutte, Meldingsverplichtingen, in: Marktmisbruik, Serie Onderneming en Recht, Deel 34, Deventer: Kluwer 2006, p. 235–255.

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