

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/93022>

Please be advised that this information was generated on 2021-06-23 and may be subject to change.

# ‘Gebruik maken van’ vastgelegd op de gevoelige plaat; een bevredigende fotoreportage?

mr. A.W. van der Vegt\*

## 1. Inleiding

Twee jaar geleden richtte het Hof van Beroep te Brussel enkele prejudiciële vragen tot het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen. Middels twee van deze vragen werd het Hof van Justitie verzocht de betekenis van het bestanddeel ‘gebruik maken van voorwetenschap’ zoals opgenomen in art. 2 lid 1 Richtlijn Marktmissbruik<sup>1</sup> te verduidelijken. De prejudiciële beslissing volgde op 23 december 2009 in de vorm van het Spector Photo Group arrest<sup>2</sup>, welk oordeel inmiddels zijn weg in de Nederlandse rechtspraak<sup>3</sup> heeft gevonden. In dit oordeel staat kort gezegd de intentie centraal van de persoon die de gewraakte transactie heeft verricht en leidt slechts het gebruik maken van voorwetenschap in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik tot overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap. De vraag die ik in deze bijdrage zal behandelen is of de nieuwe weg die het Hof hiermee is ingeslagen voor de Nederlandse praktijk als bevredigend valt te kenschetsen. Om deze vraag te kunnen beantwoorden dient onder andere te worden gekeken naar de ontwikkelingen die het bestanddeel ‘gebruik maken van’ binnen het verbod op handel met voorwetenschap heeft doorgemaakt en de vragen die daarbij zijn gerezen. Daartoe dient allereerst stil te worden gestaan bij de rol die het bestanddeel vervult binnen het verbod op handel met voorwetenschap zoals opgenomen in art. 5:56 Wet op het Financieel Toezicht (hierna: Wft), welk artikel gebaseerd is op art. 2 Richtlijn Marktmissbruik. Op grond van dit artikel is het een ieder verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in financiële instrumenten.<sup>4</sup> Een terugkerende vraag die bij het bestanddeel opkomt is welk verband vereist is tussen de voorwetenschap en de transactie.<sup>5</sup> De meningen over deze vraag zijn reeds lange tijd verdeeld. Niet alleen werden er in de loop der jaren door de wetgever verschillende visies ingenomen<sup>6</sup>, maar ook binnen de rechtspraak<sup>7</sup> en zelfs in Europees verband<sup>8</sup> blijkt er onduidelijkheid te bestaan over de uitleg van dit bestanddeel. Dit is naar mijn oordeel geen gewenst uitgangspunt, zeker met het oog op het feit dat de regels ter voorkoming van marktmissbruik<sup>9</sup> - waarvan het verbod op handel met voorwetenschap deel uitmaakt - dagelijkse kost zijn voor veel beursgenoteerde vennootschappen.

Om de vraag te beantwoorden of de uitleg die het Hof van Justitie in de Spector Photo Group zaak aan het bestanddeel heeft gegeven thans als bevredigend valt te kenschetsen dient niet alleen naar het verleden te worden gekeken, maar ook naar de toekomst en in het bijzonder naar de mogelijke uitwerking van de door het Hof gehanteerde uitleg in de Nederlandse praktijk. Hieronder zal dan ook na een korte uitleg

van het verbod op handel met voorwetenschap, de weg worden geschetst die het bewuste bestanddeel tot op heden heeft afgelegd. Hierbij zal niet alleen worden stilgestaan bij de visie van de wetgever in deze, maar wordt ook de jurispru-

\* Anne-Will van der Vegt is als promovendus verbonden aan het Van der Heijden Instituut van de Radboud Universiteit Nijmegen. Dit artikel is afgesloten op 2 december 2010.

1. Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik), *PbEU* 2003, L 96/16.
2. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans.
3. De Rechtbank Amsterdam heeft op 31 maart 2010 namelijk voor de eerste keer het bestanddeel uitgelegd op basis van het arrest van het Hof, Rechtbank Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232, m.nt. J. Italianer (Qurius).
4. Hier zij opgemerkt dat in lid 1 van art. 5:56 Wft reikwijdte bepalingen zijn opgenomen.
5. Vgl. J. Italianer, ‘Gebruik van voorwetenschap’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Serie Onderneming en Recht deel 34 tweede druk, Deventer: Kluwer 2008, p. 79, G.T.J. Hoff, ‘Marktmissbruik’, in: D. Busch e.a. (red.), ‘Onderneming en Financieel Toezicht’, *Serie Onderneming en Recht* deel 57 tweede druk, Deventer: Kluwer 2010, p. 722 en meer indirect C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2010, p. 374-378.
6. Voor de verschillende visies van de wetgever verwijs ik naar paragraaf 3.
7. Voor de jurisprudentie hieromtrent verwijs ik naar paragraaf 4.
8. Naar aanleiding van de call for evidence die de Europese Commissie in het voorjaar van 2009 heeft gepubliceerd blijkt er onduidelijkheid te bestaan over de uitleg van dit bestanddeel, Call for evidence: Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, 20 april 2009. In paragraaf 4 zal ik hier verder op ingaan.
9. Deze regels zijn opgenomen in hoofdstuk 5.4 van de Wft. Onder de overkoepelende term ‘marktmissbruik’ vallen primair het verbod op handel met voorwetenschap (art. 5:56 Wft) en het verbod op marktmanipulatie (art. 5:58 Wft). Naast deze twee kernverboden bestaan de regels ter voorkoming van marktmissbruik uit het tipverbod (art. 5:57 Wft), de verplichting om koersgevoelige informatie te publiceren (art. 5:25i Wft) en de meldingsverplichting (art. 5:60 Wft) welke als ondersteuning fungeren van het verbod op handel met voorwetenschap.

dentie hieromtrent aan een nadere analyse onderworpen. De Spector Photo Group zaak vormt hierbij het eindpunt van de exercitie van het bestanddeel, in het kader waarvan in het bijzonder stil zal worden gestaan bij enkele toepassingsvragen die zich door de uitleg van het Hof in de praktijk zullen voordoen.

## 2. Het verbod op handel met voorwetenschap

Voor een goed begrip van het bestanddeel 'gebruik maken van' wordt hieronder kort het verbod op handel met voorwetenschap geschetst. Het verbod in kwestie, ook wel het transactieverbod genoemd, is zoals hierboven reeds bleek opgenomen in art. 5:56 Wft en verbiedt een ieder gebruik te maken van voorwetenschap door het verrichten of bewerkstelligen van transacties in financiële instrumenten. Voorwetenschap wordt in art. 5:53 lid 1 Wft gedefinieerd als:

“bekendheid met informatie die concreet is en die rechtsreeks 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.”

Wil informatie worden aangemerkt als voorwetenschap in de zin van art. 5:53 Wft zal zij dus concreet dienen te zijn, niet openbaar en betrekking moeten hebben op een uitgevende instelling<sup>10</sup> of op de handel in financiële instrumenten.<sup>11</sup> Daarnaast zal de openbaarmaking van deze informatie een mogelijk significante invloed op de koers moeten hebben.<sup>12</sup>

Qua normadressanten maakt het verbod in lid 2 en 3 een onderscheid in primaire en secundaire insiders. Dit onderscheid is van belang ten aanzien van het te leveren bewijs ter vaststelling van de overtreding van het verbod. Ten aanzien van secundaire insiders moet namelijk bewezen worden dat zij ten tijde van de gewraakte handeling wisten of redelijkerwijs moesten vermoeden dat zij over voorwetenschap beschikten, terwijl dit bij primaire insiders wordt aangenomen door de relatie die deze insiders ten opzichte van de uitgevende instelling innemen. Bestuurders, commissarissen en personen die over een gekwalificeerde deelneming<sup>13</sup> beschikken worden dan ook als primaire insider aangemerkt wanneer zij vanwege hun hoedanigheid beschikken over voorwetenschap. Daarnaast worden personen die toegang hebben tot voorwetenschap uit hoofde van hun werk, beroep of functie en personen die over voorwetenschap beschikken uit hoofde van hun betrokkenheid bij strafbare feiten als primaire insider aangemerkt. Als secundaire insider wordt een ieder aangemerkt die over voorwetenschap beschikt en geen primaire insider is.

## 3. Gebruik maken van: van gelijktijdigheidsverband via instrumenteel verband naar bewustzijns criterium

In de inleiding werd reeds gerefereerd aan het feit dat de visie van de wetgever ten aanzien van de vraag welk verband vereist is tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie in de loop der jaren aan verandering on-

derhevig is geweest. Welke visies en veranderingen dat waren zal uit het hierna volgende blijken.

### 3.1 Art. 336a Wetboek van Strafrecht

Alvorens in 1992 het verbod op handel met voorwetenschap in de effectenrechtelijke wetgeving is geïncorporeerd in de vorm van art. 31a Wet Toezicht Effectenverkeer (hierna: Wte)<sup>14</sup>, was het verbod opgenomen in het Wetboek van Strafrecht (hierna: Sr).<sup>15,16</sup> In deze eerste strafbaarstelling van handel met voorwetenschap in art. 336a Sr ontbrak echter een bestanddeel dat uiting gaf aan een eventuele relatie tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie. In navolging van het advies van de Commissie Vennootschapsrecht uit 1973, welke er reeds op wees dat het bewijs dat misbruik van voorwetenschap is gemaakt moeilijk te leveren zal zijn<sup>17</sup>, hanteerde de wetgever namelijk het zogenaamde 'gelijktijdigheidsverband' als zijnde het verband tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie. In de woorden van de verantwoordelijke ministers was:

“Voor de strafbaarheid (...) niet vereist dat wordt bewezen dat tot de transactie is besloten op grond van voorwetenschap. Het loutere feit dat iemand handelt terwijl hij beschikt over voorwetenschap, maakt de handeling reeds strafbaar.”<sup>18</sup>

10. Het gaat hier ingevolge art. 5:53 lid 1 Wft om een uitgevende instelling als bedoeld in art. 5:53 lid 4 onderdeel a Wft.
11. In art. 5:53 lid 3 Wft wordt een aanvulling gegeven op de definitie van financiële instrumenten zoals opgenomen in art. 1:1 Wft.
12. Omdat een gedetailleerde omschrijving van het bestanddeel 'voorwetenschap' de omvang van dit artikel te buiten gaat, verwijs ik op dit punt naar Italianer 2008, p. 71-78 en Hoff 2010, p. 724-727.
13. Uit de wetgeschiedenis van de Wft volgt dat bij een belang van ten minste tien procent mag worden aangenomen dat degene die over deze deelneming beschikt als primaire insider mag worden aangemerkt, *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 601. Zie ook de definitie van gekwalificeerde deelneming in art. 1:1 Wft.
14. Wet van 1 juli 1992, *Stb.* 378.
15. Bij wet van 2 februari 1989, *Stb.* 16.
16. Na incorporatie van het verbod op handel met voorwetenschap in de effectenrechtelijke wetgeving in de vorm van art. 31a Wte is het artikel vervolgens zonder enige inhoudelijke wijziging in 1995 omgezet in art. 46 Wte 1995 (wet van 16 november 1995, *Stb.* 574) en zowel in 1999 (bij wet van 26 maart 1998, *Stb.* 320) als middels de Wet Marktmissbruik in 2005 (wet van 23 juni 2005, *Stb.* 346) aangepast om uiteindelijk in 2007 te worden omgezet in het huidige art. 5:56 Wft (bij wet van 28 september 2006, *Stb.* 475).
17. Rapport inzake misbruik van voorwetenschap 1973, p. 5.
18. *Kamerstukken II* 1986/87, 19 935, nr. 3, p. 9.

Vanwege de angst voor onoverkomelijke bewijsproblemen werd in art. 336a Sr dus bewust niet voor een causaal verband gekozen.<sup>19</sup>

### 3.2 Richtlijn 89/592/EEG

Reeds voor de inwerkingtreding van art. 336a Sr in februari 1989 begon de communautaire aanpak van misbruik van voorwetenschap - die al vanaf midden jaren '60 op de agenda stond<sup>20</sup> - echter zijn vruchten af te werpen in de vorm van een ontwerprichtlijn waarin eveneens een verbod op handel met voorwetenschap was opgenomen. Onder andere vanwege de wens tot een gecoördineerde regelgeving inzake handel met voorwetenschap in de lidstaten komt uiteindelijk in november 1989 de eerste Europese richtlijn met betrekking tot handel met voorwetenschap tot stand: de richtlijn tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden; ook wel aangeduid als 'Richtlijn 89/592/EEG'.<sup>21,22</sup> In de Richtlijn was het verbod op handel met voorwetenschap opgenomen in het eerste lid van art. 2 en luidde als volgt:

"Elke lidstaat verbiedt personen die (...) over voorwetenschap beschikken, voor eigen rekening of voor rekening van derden, rechtstreeks of middellijk, effecten van de emittent of van de emittenten op wie deze voorwetenschap betrekking heeft, te verwerven of te vervreemden met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap."

Waar in het Nederlandse verbod geen bewijs van een relatie tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie vereist was, lijken de woorden 'met gebruikmaking van' in het Europese verbod wel een causale relatie tussen de aanwezige voorwetenschap en de bewuste transactie te impliceren.<sup>23</sup> Bovendien gaf het woord 'welbewust', dat eveneens in het Nederlandse verbod ontbrak, uitdrukking aan een strafrechtelijk opzet.<sup>24</sup> Ten tijde van de totstandkoming van art. 336a Sr zagen de ministers echter geen aanleiding om de causale relatie en het subjectieve bestanddeel uit het Europese verbod op handel met voorwetenschap over te nemen. Door te stellen dat art. 336a Sr verder ging dan de Richtlijn, omdat ieder die handelt terwijl hij beschikt over voorwetenschap reeds strafbaar werd gesteld zonder bewijs te eisen dat op grond van de aanwezige voorwetenschap is gehandeld, was art. 336a immers in overeenstemming met de Richtlijn welke minimumharmonisatie vereiste, inhoudende dat strengere bepalingen waren toegestaan.<sup>25</sup>

### 3.3 Art. 46 Wte'95

In de wetgeschiedenis naar aanleiding van de incorporatie van het verbod op handel met voorwetenschap in de effectenrechtelijke wetgeving en meer in het bijzonder in art. 31a Wte werd niet expliciet aandacht besteed aan het bestanddeel 'gebruik maken van'. Pas 4 jaar later, in 1996 gedurende de introductie van het tipverbod en de meldingsplicht in de Wte'95, wijdde de minister weer enkele overwegingen aan het bewuste bestanddeel naar aanleiding van een opmerking van de Raad van State hieromtrent, inhoudende dat de Nederlandse verbodsbepaling op dit punt niet in overeenstemming was met Richtlijn 89/592/EEG en zodoende zeer ruim was geformuleerd. De minister beaamde dit, stellende dat de Nederlandse formulering van de verbodsbepaling was ingegeven door de wenselijkheid de integriteit van de effectenbeurzen en de daarop gedreven handel zo goed mogelijk

te kunnen waarborgen met het oog op het vertrouwen van beleggers in deze handel. Het inperken van de reikwijdte van de verbodsbepaling door de bewuste bestanddelen uit de Richtlijn over te nemen leidde volgens de minister niet alleen tot een verzwaring van de bewijslast van het Openbaar Ministerie, maar was ook geenszins vereist gelet op het feit dat de Richtlijn slechts voorzag in minimumharmonisatie.<sup>26</sup> Op een later moment expliciteerde de minister nogmaals dat het bewuste wetsvoorstel geen causaal verband vereiste tussen de voorwetenschap en het handelen.<sup>27</sup>

### 3.4 Richtlijn Marktmissbruik

Op Europees niveau werd in 1998 de aanzet gegeven tot de Richtlijn Marktmissbruik. In dat jaar riep de Europese Raad van Cardiff de Europese Commissie op een actiekader vast te stellen ter verbetering van de interne markt voor financiële diensten. In het actiekader dat in 1999 verscheen in de vorm van het 'Financial Services Action Plan' werd geconstateerd dat de financiële markten binnen de lidstaten onderontwikkeld en versnipperd waren als gevolg van belemmeringen door verschillen in regelgeving en toezicht. De maatregelen in het actieplan strekten ertoe moderne, diepe en liquide Europese kapitaalmarkten tot stand te brengen waarin niet alleen de belemmeringen voor grensoverschrijdend financieel verkeer zijn weggenomen, maar waarin ook het vertrouwen van consumenten wordt bevorderd door het

19. *Kamerstukken II 1986/87*, 19 935, nr. 5, p. 5 alwaar de ministers in antwoord op kamervragen, inhoudende of in de delictomschrijving geen causaal verband zou moeten worden geëist tussen de voorwetenschap en de transactie, stelden dat een dergelijk verband waarbij moet worden aangetoond dat de beschikking over voorwetenschap de aanleiding tot de transactie is geweest, onoverkomelijke bewijsproblemen zou opleveren. Vgl. J. Italianer en A.J.P. Tillema, 'De Wet Marktmissbruik -introductie van een nieuw regime in Nederland', *Ondernemingsrecht 2005-2*, p. 35 en G.T.J. Hoff, 'In de maat van de koersdirigent', in: S.C.J.J. Kortmann e.a. (red.), *Financiering en Aansprakelijkheid*, Serie Onderneming en Recht deel 1, Zwolle: Tjeenk Willink 1994, p. 35.
20. F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht: een onderzoek naar de grondslag en de werking van het Europese verbod van misbruik van voorwetenschap, met aandacht voor de doorwerking van EG-richtlijnen in het strafrecht*, Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 105. Voor een beschrijving van de ontwikkeling van de communautaire aanpak verwijs ik naar Kristen 2004, p. 105-130.
21. 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.
22. Kristen 2004, p. 139.
23. Vgl. Kristen 2004, p. 550, voetnoot 114, 551, 552, 604 en 616 die een stilliger standpunt inneemt.
24. Kristen 2004, p. 623 en 624.
25. *Kamerstukken II 1987/88*, 19 935, nr. 5, p. 5 en 6 onder 16. Vgl. Kristen 2004, p. 552 voetnoot 123.
26. *Kamerstukken II 1995/96*, 25 095, nr. a, p. 1 en 2.
27. *Kamerstukken II 1997/98*, 25 095, nr. 8, p. 5. In *Kamerstukken II 1997/98*, 25 095, nr. 5, p. 2 werd nog eens, zij het in een andere context, gesteld dat ieder gebruik van voorwetenschap laakbaar is.

bieden van een goede bescherming.<sup>28</sup> Eén van de maatregelen bestond uit het voorstel de Richtlijn Marktmissbruik uit te vaardigen.<sup>29</sup> Teneinde één rechtskader te scheppen in de Europese Gemeenschap voor de bestrijding van marktmissbruik en meer algemeen ter waarborging en/of bescherming van de integriteit van de financiële markten is 14 jaar na haar inwerkingtreding Richtlijn 89/592/EEG geactualiseerd en vervangen door de Richtlijn Marktmissbruik.<sup>30</sup>

In art. 2 lid 1 eerste alinea van de Richtlijn Marktmissbruik is het verbod op handel met voorwetenschap opgenomen en luidt als volgt:

“De lidstaten verbieden (...) personen die over voorwetenschap beschikken om gebruik te maken van deze voorwetenschap door (...) de financiële instrumenten waarop deze voorwetenschap betrekking heeft te verkrijgen of te vervreemden, of te trachten deze te verwerven of te vervreemden.”

### 3.5 Wet Marktmissbruik en art. 5:56 Wft

Aangezien de Richtlijn Marktmissbruik, in tegenstelling tot haar voorganger, zoveel mogelijk harmonisatie beoogt ten aanzien van de daarin opgenomen definities en verbodsbepalingen werd het bestanddeel ‘gebruik maken van’ middels de Wet Marktmissbruik<sup>31</sup> - die strekte tot implementatie van de Richtlijn - dit keer wel opgenomen in het Nederlandse verbod op handel met voorwetenschap.<sup>32</sup> Ondanks dat het bestanddeel in de hierboven geciteerde verbodsbepaling een causale relatie lijkt te impliceren tussen de aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie<sup>33</sup>, luidt de toelichting bij het bewuste bestanddeel in de Nederlandse verbodsbepaling in eerste instantie:

“Een persoon die een transactie pleegt, maakt gebruik van voorwetenschap indien instrumenteel verband bestaat tussen zijn kennis en de transactie die hij verricht. Dit betekent niet noodzakelijkerwijs dat hij ook weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat zijn kennis voorwetenschap behelst in de zin van de wet. Die eis geldt alleen voor secundaire insiders.”<sup>34</sup>

Deze toelichting werd echter afgezwakt<sup>35</sup> middels het antwoord op de vraag van enkele Kamerleden waarom er in plaats van een ‘instrumenteel verband’ geen gebruik is gemaakt van het juridische meer gebruikelijke begrip ‘causaal verband’<sup>36</sup>:

“Een persoon die een transactie pleegt, maakt gebruik van voorwetenschap indien deze zich bewust is of behoort te zijn van het feit dat er sprake is van een niet openbare bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten of op de koers van daarvan afgeleide effecten. Uitgangspunt is derhalve dat met het bewijs van «bewustheid» het bestanddeel «gebruik maken van» bewezen kan worden verklaard, maar daarmee wordt niet bedoeld op een causaal verband. Er hoeft derhalve niet bewezen te worden dat de transactie voorkomt (voortkomt, AwV) uit de betreffende voorwetenschap.”<sup>37</sup>

Van gelijktijdigheidsverband sec via een instrumenteel verband naar bewustzijns criterium als zijnde de verbanden die in de visie van de wetgever door de jaren heen tussen de

aanwezige voorwetenschap en de gewraakte transactie vereist waren in de Nederlandse verbodsbepaling. Een heel scala, maar zoals hieronder zal blijken voegt het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen nog een nuance toe. Uit bovenstaand citaat vloeit voort dat de wetgever middels het bewustzijns criterium geen causaal verband vereist. Een visie die ook na de overbrenging van art. 46 Wte'95 naar het huidige art. 5:56 Wft op 1 januari 2007<sup>38</sup> in de ogen van de

28. C.M. Grundmann-van de Krol en F.G.H. Kristen, ‘Europese aanpak van Marktmissbruik’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Marktmissbruik*, Serie Onderneming en Recht deel 34 tweede druk, Deventer: Kluwer 2008, p. 11 en 12.
29. C.M. Crum en F.G.H. Kristen, ‘Bouwen aan een interne markt: de richtlijn inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (market abuse)’, *Ondernemingsrecht* 2002, nr. 1, p. 9. Voor een uitvoerige beschrijving van de totstandkoming van de Richtlijn Marktmissbruik verwijs ik naar Grundmann-van de Krol en Kristen 2008, p. 11-14 en Kristen 2004, p. 162-168 en 175-178.
30. Grundmann-van de Krol en Kristen 2008, p. 26 en 27.
31. Wet van 23 juni 2005, *Stb.* 346.
32. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 8 en 9.
33. Kristen 2004, p. 550 die een stilliger standpunt inneemt.
34. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 9.
35. In de literatuur wordt verdedigd dat de afzwakking van een ‘instrumenteel verband’ tussen de voorwetenschap en de transactie naar een ‘bewustzijns criterium’ is ingegeven door de omstandigheid dat er ten tijde van het wetgevingsproces door juridische auteurs op is gewezen dat de aanneming van een ‘instrumenteel verband’ een verzwarende van de bewijspositie van het OM met zich zou brengen ten opzichte van het daarvoor geldende ‘gelijktijdigheidsverband’. Zie Italianer 2008, p. 79 die op deze reden voor de afzwakking wijst en Italianer en Tillema 2005, p. 35 die ten aanzien van het in de MvT opgenomen ‘instrumenteel verband’ opmerken dat waar de minister met het oog op onoverkomelijke bewijsproblemen in 1989 nog heeft afgezien van het invoeren van een causaal verband, er in het onderhavige wetsvoorstel - waar een causaal verband wordt ingevoerd - niet over bewijsproblemen wordt gesproken.
36. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 5 (herdruk), p. 10.
37. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 7, p. 20. Ten aanzien van dit criterium is de vraag opgeworpen of het in overeenstemming is met het bestanddeel in de Richtlijn Marktmissbruik. Gelet op de omvang van dit artikel verwijs ik op dit punt naar Hoff 2010, p. 722, Italianer 2008, p. 79 en 80 en F.G.H. Kristen, ‘Besluit marktmissbruik en de wisselwerking met de Wet marktmissbruik’, *Ondernemingsrecht* 2005, nr. 17, p. 613.
38. Bij wet van 28 september 2006, *Stb.* 475.
39. Aangezien in hoofdstuk 5.4 Wft de regels ter voorkoming van marktmissbruik waaronder het verbod op handel met voorwetenschap in hoofdzaak ongewijzigd zijn overgenomen uit de Wte'95, *Kamerstukken II* 2003/04, 29 708, nr. 19, p. 599. De enige wijziging betreft art. 5:64 Wft waarin ten opzichte van art. 47e Wte'95 enkele wijzigingen zijn aangebracht. Voor de exacte bewoordingen en implicaties van deze wijziging verwijs ik naar genoemde wetgeschiedenis.

wetgever zijn gelding heeft behouden<sup>39</sup> en welke eveneens door de AFM wordt gedeeld.<sup>40</sup>

## 4. Gebruik maken van in de rechtspraak

### 4.1 Conclusie in Flexovit

De op zich summier hoe veelheid jurisprudentie waarin specifiek aandacht wordt geschonken aan het bestanddeel 'gebruik maken van' neemt een aanvang met de conclusie van advocaat-generaal Wortel in de Flexovit zaak.<sup>41</sup> In zijn conclusie merkt de advocaat-generaal allereerst op dat aan de totstandkoming van de Richtlijn Marktmissbruik geen duidelijke aanwijzing is te ontleen dat een verderstrekkende betekenis aan het causaliteitsbegrip binnen het verbod op handel met voorwetenschap moet worden toegedacht dan onder Richtlijn 89/592/EEG het geval was; zij het dat de verwijzing naar het subjectieve bestanddeel dat uiting gaf aan een bewust handelen is verdwenen.<sup>42</sup> Onder verwijzing naar enkele specifieke overwegingen in de preambule van zowel Richtlijn 89/592/EEG<sup>43</sup> als de Richtlijn Marktmissbruik<sup>44</sup> waarin situaties zijn omschreven die op zich geen gebruik c.q. misbruik van voorwetenschap opleveren, stelt hij vervolgens dat de Europese wetgever middels het bestanddeel een onderscheid beoogde aan te brengen tussen geoorloofd en ongeoorloofd handelen met voorwetenschap. Ten slotte stelt de advocaat-generaal dat art. 2 Richtlijn Marktmissbruik geen beletsel vormt om een bewijsvermoeden te hanteren ten aanzien van de gevallen die niet in de preambule als zodanig worden uitgezonderd van het verbod, inhoudende dat het bewijs dat de verdachte de gewraakte transactie heeft verricht of bewerkstelligd terwijl hij over voorwetenschap beschikte, in de regel voldoende bewijs zal zijn om aan te tonen dat de voorwetenschap ook daadwerkelijk door de verdachte zal zijn gebruikt. In de visie van de advocaat-generaal kon de verdachte dit bewijsvermoeden weerleggen door aan te tonen dat zijn voorwetenschap van geen enkele invloed is geweest.<sup>45</sup> Bijna twee jaar later heeft het Hof Amsterdam dit betoog bevestigd in de Landis zaak.<sup>46</sup>

### 4.2 Hof Amsterdam in Veer Palthe Voûte

Ruim een jaar na de Landis zaak is het Hof Amsterdam in de Veer Palthe Voûte zaak<sup>47</sup> echter 'om gegaan' door weliswaar in tegenstelling tot de advocaat-generaal in de conclusie in de Flexovit zaak te oordelen dat er geen sprake hoeft te zijn van een causaal verband tussen de gewraakte handeling en de transactie, maar het daarbij te hanteren bewijsvermoeden is eigenlijk onveranderd gebleven. In de visie van het hof is voor het bewijs van het bestanddeel 'gebruik maken van' namelijk voldoende dat bewezen wordt dat de verdachte de transactie heeft verricht terwijl hij op dat moment over voorwetenschap beschikte. Alleen een beroep op een schuldsluitingsgrond, een wettelijk of bij AMvB gegeven uitzondering kan voorkomen dat gelijktijdigheid tussen de gewraakte transactie en het beschikken over voorwetenschap tot voldoende bewijs inzake het bestanddeel 'gebruik maken van' en in het verlengde hiervan, handel met voorwetenschap, leidt.<sup>48</sup> Interessant is dat het hof het oordeel dat er geen sprake is van een causaal verband onder andere<sup>49</sup>, baseert op de in paragraaf 3.5 beschreven wetsgeschiedenis van de Wet Marktmissbruik alwaar eerst een 'instrumenteel verband' als zijnde het verband tussen de voorwetenschap en de transactie werd aangenomen, maar waar later is overgegaan op het 'bewustzijns criterium', terwijl het hof voor het bewijs van

40. Brochure Handel met Voorwetenschap, AFM december 2009, p. 6. Ondanks dat dit standpunt van de AFM in de genoemde brochure is opgenomen is het echter allerm minst zeker of de AFM bij dit standpunt zal blijven gelet op het reeds eerder in de hoofdttekst genoemde Spector Photo Group arrest van het HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans en de uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 31 maart 2010, *JOR* 2010/232, m.nt. J. Italianer (Qurius), welke ik hierna in de hoofdttekst uitgebreider bespreek.
41. HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185, m.nt. J. Italianer.
42. HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185, m.nt. J. Italianer, overweging 115 van de conclusie.
43. In de preambule van Richtlijn 89/592/EEG was de overweging opgenomen inhoudende: "dat er slechts sprake is van een transactie van ingewijden als misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap; dat derhalve de activiteiten van market makers, van instellingen die gemachtigd zijn als wederpartij op te treden of van effectenmakelaars die over voorwetenschap beschikken en waarvan de eerste twee zich beperken tot respectievelijk het kopen en verkopen van effecten in het kader van de uitoefening van hun normale werkzaamheden en laatstgenoemden zich beperken tot het uitvoeren van orders, op zichzelf geen misbruik van die voorwetenschap inhouden." Zie ook overweging 113 en 114 van de conclusie. Deze overweging is in de preambule opgenomen omdat het gebruik maken van voorwetenschap in de hier geschetste gevallen gerechtvaardigd is om het functioneren van de effectenmarkten niet te schaden, Kristen 2004, p. 612.
44. Overweging 18 en 29 van de preambule. Overweging 18 is vergelijkbaar met de overweging in de vorige voetnoot; zij het dat de genoemde activiteiten op zichzelf niet kunnen worden beschouwd als gebruik maken van voorwetenschap. Overweging 29 luidt: "Het hebben van toegang tot voorwetenschap over een andere onderneming en het aanwenden ervan in het kader van een openbaar overnamebod met het oog op het verwerven van de zeggenschap over deze onderneming of om een fusie met deze onderneming voor te stellen, mag op zich niet als handel met voorwetenschap worden aangemerkt." Kristen veronderstelt dat laatstgenoemde overweging is opgenomen omdat een verbod op handel met voorwetenschap dat niet in de weg staat aan transacties in aandelen in het kader van een overname bijdraagt aan het goed functioneren van de financiële markten, Kristen 2004, p. 721 en 722.
45. HR 31 mei 2005, *JOR* 2005/185, m.nt. J. Italianer, overweging 116-123 van de conclusie. Uit overweging 114 vloeit voort dat de advocaat-generaal het bewijsvermoeden eveneens van toepassing achtte ten aanzien van het verbod op handel met voorwetenschap zoals opgenomen in Richtlijn 89/592/EEG.
46. Hof Amsterdam 1 maart 2007, *JOR* 2008/199, m.nt. F. Kristen. Vgl. Grundmann-van de Krol 2010, p. 375 en 376.
47. Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F. Kristen.
48. Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F. Kristen, r.o. 3.8.
49. In de visie van het hof wijst de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn Marktmissbruik er immers op dat met het schrappen van het subjectieve bestanddeel 'welbewust' uit het Europese verbod op handel met voorwetenschap getracht is te voorkomen dat daar een causaliteits eis werd gesteld. Dit, gecombineerd met de zojuist in de hoofdttekst

het bestanddeel uiteindelijk genoeg lijkt te nemen met het 'gelijktijdigheidsverband' zoals dat gold ten tijde van de eerste strafbaarstelling van handel met voorwetenschap.<sup>50</sup>

#### 4.3 Call for evidence

Uit de call for evidence<sup>51</sup> die de Europese Commissie in het voorjaar van 2009 heeft gepubliceerd blijkt dat er ook op Europees niveau onduidelijkheid over het bestanddeel bestaat. Binnen de lidstaten worden grofweg twee benaderingen gehanteerd om vast te stellen dat aan het bestanddeel 'gebruik maken van' is voldaan. Ten eerste de benadering waarin er gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap door een transactie te verrichten terwijl men over voorwetenschap beschikt en ten tweede de benadering dat er op basis van de voorwetenschap gehandeld dient te worden. Middels deze call for evidence wil de Europese Commissie graag vernemen welke benadering de voorkeur geniet. In de call for evidence wordt echter reeds opgemerkt dat er aan het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen prejudiciële vragen zijn voorgelegd inzake deze materie.<sup>52</sup>

#### 4.4 Spector Photo Group

Ruim een jaar geleden heeft het Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen zich over bovenstaande materie uitgelaten in de reeds eerder genoemde Spector Photo Group zaak<sup>53</sup> en in antwoord op de prejudiciële vragen gesteld dat een primaire insider die een transactie in financiële instrumenten verricht en over voorwetenschap beschikt die op de financiële instrumenten betrekking heeft, gebruik maakt van voorwetenschap, onder voorbehoud van het recht om dat vermoeden te weerleggen. Volgens het Hof houdt dat echter niet in dat het verbod ook daadwerkelijk is overtreden. Dat is alleen het geval wanneer er in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap. Deze doelstelling bestaat er uit marktmissbruik te bestrijden en meer specifiek, de integriteit van de financiële markten te beschermen en het vergroten van het vertrouwen van beleggers, welk vertrouwen onder meer berust op de wetenschap dat beleggers op voet van gelijkheid met elkaar verkeren en dat zij zullen worden beschermd tegen het ongeoorloofde gebruik van voorwetenschap, inhoudende dat ongerechtvaardigd voordeel uit informatie wordt gehaald ten koste van derden die niet van de informatie op de hoogte zijn.<sup>54</sup> Een primaire insider kan het bewijsvermoeden dat hij de voorwetenschap heeft laten meewegen in zijn beslissingsproces inzake de transactie en zodoende gebruik maakt van voorwetenschap dus weerleggen, als ik de overwegingen van het Hof goed begrijp. Slaagt hij hier echter niet in, dan staat in feite vast dat hij gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap. De vervolgvraag die dan opkomt, is of de primaire insider gelet op de doelstelling van de Richtlijn gerechtvaardigd of ongerechtvaardigd gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap, omdat alleen in dat laatste geval in de visie van het Hof de verbodsbepaling van handel met voorwetenschap wordt overtreden. De visie van het Hof inzake het bestanddeel 'gebruik maken van' heeft inmiddels zijn weg in de Nederlandse rechtspraak gevonden. De Rechtbank Amsterdam heeft op 31 maart 2010 in de Qurius zaak namelijk voor de eerste keer het bestanddeel uitgelegd op basis van het arrest van het Hof.<sup>55</sup> Het overzicht van de summier hoeveelheid jurisprudentie waarin expliciet aandacht aan het bestanddeel 'gebruik maken van' is besteed, is middels Spector Photo Group vastgelegd op

de gevoelige plaat. Maar is de betekenis van het bestanddeel verduidelijkt?

### 5. Spector Photo Group ingezoomd

Om de vraag te beantwoorden of middels de uitspraak van het Europese Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen inzake Spector Photo Group de betekenis van het bestanddeel is verduidelijkt, dient eerst nader stil te worden gestaan bij de in de vorige paragraaf weergegeven kernoverwegingen uit het arrest en de overwegingen die het Hof daartoe heeft doen besluiten. Opvallend is dat het Hof de intentie van de insider die de gewraakte transactie heeft verricht bij de uitleg van het bestanddeel centraal stelt en niet zozeer de vraag of de insider door zijn voorwetenschap is bewogen de gewraakte transactie aan te gaan.

#### 5.1 Geen moreel bestanddeel

Alvorens het Hof tot de kernoverwegingen komt, wordt voorop gesteld dat art. 2 lid 1 Richtlijn Marktmissbruik een moreel bestanddeel ontbeert waarin de verboden bedoeling van de handelende persoon tot uitdrukking wordt gebracht.<sup>56</sup> Daarvoor voert het Hof twee redenen aan. De eerste reden is de bijzondere aard van handel met voorwetenschap waardoor een moreel bestanddeel kan worden vermoed zodra een primaire insider over voorwetenschap beschikt en een transactie in financiële instrumenten verricht. In dit kader wijst

besproken Kamerstukken van de Wet Marktmissbruik alwaar gesteld wordt dat het bestanddeel 'gebruik maken van' niet op een causaal verband doelt en alwaar het 'bestuizijns criterium' wordt geïntroduceerd leidt tot het in de hoofdtekst omschreven oordeel van het hof, Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F. Kristen, r.o. 3.8. Volgens Kristen geeft de Europese Commissie op wiens initiatief het subjectieve bestanddeel in de verbodsbepaling in de Richtlijn Marktmissbruik is geschrapt echter als reden dat primaire ingewijden noodzakelijkerwijs dagelijks toegang hebben tot voorwetenschap en zich dan ook bewust zijn van de vertrouwelijke aard van de ontvangen informatie, Kristen 2004, p. 621 en 622 zie ook de noot van zijn hand onder de uitspraak alwaar hij zich kritisch opstelt ten aanzien van bovengenoemde visie van het hof.

50. Vgl. F. Kristen in zijn noot onder Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10.
51. Call for evidence: Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, 20 april 2009.
52. Call for evidence: Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, 20 april 2009, p. 11 en 12.
53. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans.
54. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans. Zie ook de noot van D.R. Doorenbos in *Ondernemingsrecht* 2010, nr. 7, p. 332-336.
55. Rechtbank Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232, m.nt. J. Italianer.
56. Het Hof licht dit toe door erop te wijzen dat art. 2 lid 1 van de Richtlijn niet preciseerd of de primaire insider moet handelen met speculatieve bedoelingen, met een bedrieg-

het Hof er onder andere<sup>57</sup> op dat de gewraakte transactie het resultaat is van een reeks beslissingen waarbij kan worden aangenomen dat in het geval de persoon die de transactie verricht over voorwetenschap beschikt, deze informatie in beginsel een rol heeft gespeeld in zijn beslissingsproces. Het Hof laat hierbij overigens in het midden of reeds dit vermoeden kan worden weerlegd.<sup>58</sup> De tweede reden waarom een moreel bestanddeel kan worden vermoed bij gelijktijdigheid tussen de voorwetenschap en de transactie kan volgens het Hof gevonden worden in het feit dat alleen een slagvaardig verbodsbeleid een optimale garantie is voor de waarborging van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers in deze markten, welke aan doeltreffendheid zou inboeten wanneer bij elke overtreding van het verbod een moreel bestanddeel bewezen zou moeten worden. Zodra er dan ook aan de materiële bestanddelen van het verbod is voldaan (lees: in het geval er sprake is van gelijktijdigheid van voorwetenschap en transactie), kan in de visie van het Hof de verboden bedoeling van de handelende insider worden vermoed.<sup>59</sup>

## 5.2 Bewijsvermoeden

Deze overwegingen van het Hof leiden er toe dat het in paragraaf 4.4 beschreven bewijsvermoeden betrekking heeft op de verboden bedoeling van de primaire insider die de gewraakte transactie heeft verricht en inhoudt dat deze persoon 'gebruik heeft gemaakt' van voorwetenschap. Om dit bewijsvermoeden te kunnen weerleggen dient echter duidelijk te zijn wat gebruik maken van voorwetenschap (lees: de verboden bedoeling) in dit kader precies inhoudt. Naar mijn mening blinkt de motivering van het Hof op dit punt niet uit in duidelijkheid. Aannemelijk is dat dient te worden aangeknoopt bij het wezenlijke kenmerk van handel met voorwetenschap, dat er volgens het Hof uit bestaat dat ongerechtvaardigd voordeel uit de informatie (welke kwalificeert als voorwetenschap) wordt gehaald ten nadele van derden die daar niet van op de hoogte zijn.<sup>60</sup> De primaire insider kan het bewijsvermoeden dus weerleggen door aannemelijk te maken dat hij niet de intentie heeft gehad middels zijn voorwetenschap ongerechtvaardigd voordeel te behalen ten nadele van andere marktpartijen die niet van de voorwetenschap op de hoogte zijn. Dit zal het geval zijn wanneer de primaire insider contrair aan de voorwetenschap heeft gehandeld<sup>61</sup>. Doordat het Hof stelt dat het verbod beoogt de gelijkheid van partijen te waarborgen, door te vermijden dat één van de contractspartijen die over voorwetenschap beschikt hiervan profiteert ten nadele van de andere contractspartijen die hiervan niet op de hoogte zijn, wordt eveneens aangenomen dat insiders die over dezelfde voorwetenschap beschikken onderling vrij zijn te handelen.<sup>62</sup> Bovendien, zo blijkt uit het arrest houdt het bewijsvermoeden niet in dat elke primaire insider die een transactie verricht en over voorwetenschap beschikt ook daadwerkelijk onder het verbod valt. Alleen het gebruik maken van voorwetenschap in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik leidt tot een strafbaar handelen. Hiertoe kan het vereist zijn dat in bepaalde situaties de feitelijke omstandigheden grondig worden onderzocht om te beoordelen of er inderdaad ongerechtvaardigd gebruik is gemaakt van voorwetenschap waardoor de doelstelling van de Richtlijn wordt overtreden.<sup>63</sup> Interessant is dat het Hof in dit kader op enkele voorbeelden in de preambule van de Richtlijn Marktmissbruik wijst van situaties die op zich geen 'gebruik maken van voorwetenschap' mogen opleveren. Zo wijst het Hof op

(i) overweging 18 waarin gesteld wordt dat het loutere feit dat marketmakers, instanties die als tegenpartij mogen optreden of personen die bevoegd zijn om opdrachten van derden uit te voeren over voorwetenschap beschikken terwijl zij zich beperken tot het legitiem en volgens de op hen toepasselijke regels verrichten van markttransacties, op zichzelf niet kan worden beschouwd als gebruik maken van voorwetenschap, op (ii) overweging 29 waarin gesteld wordt dat het hebben van toegang tot voorwetenschap over een andere onderneming en het aanwenden ervan in het kader van een openbaar bod of om een fusie met deze onderneming voor te stellen, op zich niet als handel met voorwetenschap mag worden aangemerkt en ten slotte op (iii) overweging 30 waarin de zogenaamde exceptie van de eigen voorwetenschap is opgenomen, inhoudende dat het feit dat een transactie wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die de transactie verricht op zichzelf niet als

lijkt oogmerk, opzettelijk of uit onachtzaamheid. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 31-35.

57. Het Hof wijst in dit kader eveneens op de bijzondere vertrouwensrelatie die bestaat tussen de primaire insider en de uitgevende instelling waarop de voorwetenschap betrekking heeft, welke een bijzondere verantwoordelijkheid impliceert. Ondanks dat deze overweging niet geheel duidelijk is, wil het Hof naar mijn mening hiermee tot uitdrukking brengen dat door de relatie die deze insiders ten opzichte van de uitgevende instelling innemen deze insiders geacht worden bewust te zijn dat bepaalde informatie als voorwetenschap kwalificeert, r.o. 36.
58. Vgl. Nelemans in zijn noot onder het arrest die de vraag opwerpt of en hoe dit vermoeden zou kunnen worden weerlegd.
59. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 36-38.
60. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 52. Vgl. Doorenbos 2010, p. 334 onder 4.
61. Vgl. Doorenbos 2010, p. 334 onder 5 en p. 335 onder 10.
62. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 48. Het Hof verwijst hierbij naar de Georgakis zaak (HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156, m.nt. G.T.J. Hoff) waarin het Hof reeds eerder had geoordeeld dat er geen sprake is van gebruik maken van voorwetenschap als alle medecontractanten over dezelfde informatie beschikken en zij dus op voet van gelijkheid met elkaar staan waardoor geen van de contractanten voordeel kan behalen uit de informatie. Doorenbos 2010, p. 334 en 335 onder 7.
63. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 45-55. Een voorbeeld hiervan vormt de reeds eerder in de hoofdtekst genoemde uitspraak van de Rechtbank Amsterdam van 31 maart 2010 alwaar op grond van de omstandigheden van het geval (interne openheid over de voorgenomen transacties, fair motief, handelen in eigen naam en melding bij AFM) werd geoordeeld dat verdachte



misbruik van voorwetenschap mag worden aangemerkt.<sup>64</sup> Wanneer bovenstaande in ogenschouw wordt genomen kan gesteld worden dat het Hof een rechtvaardiger verbodsbepaling voor ogen heeft dan voorheen het geval was. De geleverde kritieken dat om verwachte bewijsproblemen te voorkomen handelingen in het verleden onder het bereik van de Nederlandse verbodsbepaling zijn gebracht waar vanuit ethisch oogpunt niet veel op aan te merken was behoren bij deze uitleg dan ook tot het verleden.<sup>65</sup>

### 5.3 Toepassingsvragen

Hoewel op het eerste oog bovenstaande overwegingen voldoende duidelijk lijken, is dat bij nader inzien toch niet geheel het geval. Aangezien de uitspraak van het Hof primair betrekking lijkt te hebben op de primaire insider, doemt namelijk de vraag op of de overwegingen ook kunnen worden toegepast op secundaire insiders aangezien in de voorhen geldende verbodsbepaling wel verwezen wordt naar een moreel bestanddeel, inhoudende dat zij moeten weten of redelijkerwijs moeten vermoeden dat de informatie waarover zij beschikken als voorwetenschap kwalificeert. In het geval Spector Photo Group niet van overeenkomstige toepassing is op een secundaire insider zou ter zake van het bewijs dat deze insider gebruik heeft gemaakt van voorwetenschap eventueel teruggerepen dienen te worden op de uitleg die het Hof Amsterdam inzake Veer Palthe Voûte<sup>66</sup> aan dit bestanddeel heeft gegeven. Dat zou echter de consequentie hebben dat de secundaire insider gebruik maakt van voorwetenschap wanneer bewezen wordt dat hij de transactie heeft verricht terwijl hij op dat moment over voorwetenschap beschikte; waarbij alleen een beroep op een schulduitsluitingsgrond, een wettelijk of bij AMvB gegeven uitzondering kan voorkomen dat gelijktijdigheid tussen de gewraakte transactie en het beschikken over voorwetenschap tot voldoende bewijs inzake het bestanddeel 'gebruik maken van' en in het verlengde hiervan, handel met voorwetenschap, leidt.<sup>67</sup> Op basis van deze uitspraak ontbreekt het de insider aan de mogelijkheid het bewijsvermoeden te weerleggen door te stellen dat hij niet de intentie heeft gehad om gebruik te maken van zijn voorwetenschap en in het verlengde hiervan dat hij niet in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Markt-misbruik heeft gehandeld. Waar de uitleg die Spector Photo Group aan het bestanddeel geeft deze mogelijkheid wel biedt, zou een primaire insider in deze situatie aldus vrijuit gaan en zou een secundaire insider ten aanzien van exact dezelfde handeling worden gestraft. Dat kan naar mijn mening niet de bedoeling zijn waardoor ik ernaar neig ook ten aanzien van secundaire insiders de uitleg te hanteren die het Hof aan het bestanddeel 'gebruik maken van' heeft gegeven en de uitspraak van het Hof Amsterdam inzake Veer Palthe Voûte op dit punt als te beperkt te kenschetsen.<sup>68</sup> Deze opvatting lijkt ook voort te vloeien uit twee vonnissen van de Rechtbank Amsterdam van 3 november 2010 inzake Grolsch.<sup>69</sup> Daarin stelde de rechtbank allereerst vast dat de informatie waar de verdachten ten tijde van de gewraakte transacties over beschikten als voorwetenschap kwalificeerde. Kijkend naar de omstandigheden waaronder de gewraakte transacties waren begaan, kwam zij vervolgens tot het weerlegbare vermoeden dat de voorwetenschap de verdachten tot de transacties had doen besluiten. Doorenbos betitelt deze werkwijze van de rechtbank in zijn noot onder beide uitspraken als een werkwijze die sterk geïnspireerd lijkt op Spector Photo Group, hetgeen volgens hem niet van zelfsprekend is aangezien de vonnissen in kwestie betrek-

- niet de intentie heeft gehad gebruik te maken van voorwetenschap en werd vrijgesproken, Rechtbank Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232, m.nt. J. Italianer (Qurius).
64. HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans, r.o. 56-60. Saillant detail is de opmerking van het Hof terzake van de exceptie van de eigen voorwetenschap zoals opgenomen in overweging 30, inhoudende dat als hetgeen dat in deze overweging is opgenomen anders zou zijn, art. 2 lid 1 van de Richtlijn Markt-misbruik ertoe zou kunnen leiden dat de persoon die beslist een openbaar overnamebod uit te brengen, wordt verboden deze beslissing uit te voeren, omdat zij voorwetenschap vormt. Hieruit volgt naar mijn mening dat het in de overweging genoemde besluit als zijnde de eigen voorwetenschap, kwalificeert als voorwetenschap. Dit druist echter in tegen de visie van de Nederlandse wetgever in deze, aangezien in de wetgeschiedenis meerdere aanknopingspunten zijn te vinden die erop wijzen dat de wetgever de mening is toegedaan dat eigen voorwetenschap geen voorwetenschap in de zin van de wet is. Zie *Handelingen I* d.d. 31 januari 1989, p. 17-675 ten tijde van de invoering van art. 336a Sr en *Kamerstukken II* 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4 en 8 ten tijde van de introductie van het tipverbod en de meldingsplicht in de Wte'95. Vgl. ten aanzien van de wetgeschiedenis D.R. Doorenbos, 'Handel met voorwetenschap in de context van openbare biedingen', in: M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek Openbare Biedingen*, Serie Onderneming en Recht deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 878-880 die overigens eveneens van mening lijkt te zijn dat eigen voorwetenschap voorwetenschap in de zin van de wet is en R.M.I. Lamp, 'Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties', *Ondernemingsrecht* 2008, nr. 4, p. 153 en voetnoot 10. Het oordeel van de wetgever is door de Hoge Raad in het Cardio Control arrest overgenomen onder verwijzing naar de zojuist genoemde wetgeschiedenis, Hoge Raad 6 februari 2007, *JOR* 2007/73, m.nt. J. Corthals en J. Italianer. De vraag of eigen voorwetenschap al dan niet kwalificeert als voorwetenschap is van belang omdat in het geval eigen voorwetenschap geen voorwetenschap in de zin van de wet is, niet alleen het verbod op handel met voorwetenschap, maar ook het tipverbod en de openbaarmakingsplicht niet van toepassing zijn.
65. Vgl. inzake de geleverde kritieken M.S. Groenhuijsen, 'Art. 31a Wet Toezicht Effectenverkeer', in: A.A. Franken en A.M. van Woensel (red.), *Een rariteitenkabinet: Opvallende bepalingen in de strafwetgeving*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 1993, p. 37 en meer indirect G.J.M. Corstens, 'De strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap', in: *Misbruik van voorwetenschap* (Actioma Bundel), Deventer: Kluwer 1989, p. 27 en 28.
66. Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10, m.nt. F. Kristen.
67. Zie vorige voetnoot.
68. Vgl. Hoff 2010, p. 724 alwaar hij stelt dat een secundaire insider zich kan bedienen van het aan het arrest van het Hof ontleende verweer dat geen gebruik van voorwetenschap is gemaakt in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Markt-misbruik als het bewijs voorhanden is dat de secundaire insider wist of redelijkerwijs moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte en M.D. Gorissen en R.M.I. Lamp, 'HvJ EU verduidelijkt verbod op handel met voorwetenschap', *Nieuwsbrief Bedrijfsjuridische Berichten* 2010, nr. 6, p. 43 welke stellen dat wanneer bewezen is dat de secundaire insider wist of redelijkerwijs

king hebben op secundaire insiders. Hij concludeert dan ook dat de rechtbank lijkt te hebben aangenomen dat zodra een secundaire insider zich bewust is of behoort te zijn geweest dat zijn informatie als voorwetenschap kwalificeerde, het bewijsvermoeden uit Spector Photo Group ook op deze insider kan worden toegepast.<sup>70</sup> Ondanks dat het pleitbaar is dat de uitleg van het Hof inzake Spector Photo Group als het ware wordt doorgetrokken naar de secundaire insider, blijft de toelaatbaarheid hiervan in de praktijk echter onduidelijk totdat het Hof zich hierover heeft uitgelaten.

Een ander aspect van de uitleg van het Hof dat niet geheel duidelijk is houdt verband met de hierboven genoemde voorbeelden in de preambule van de Richtlijn Marktmissbruik waarnaar het Hof verwijst. Voordat het Hof specifiek op deze voorbeelden ingaat, stelt het Hof dat in deze voorbeelden situaties zijn opgenomen die in se geen gebruikmaking van voorwetenschap in de zin van de Europese verbodsbepaling zouden mogen opleveren. De vraag is echter hoeveel ruimte de praktijk geboden zal worden om hiervan daadwerkelijk gebruik te kunnen maken. Niet alleen de vrij open formulering van het Hof inhoudende dat de situaties *in se* geen gebruik van voorwetenschap *zouden mogen* opleveren doet deze vraag opkomen, maar ook wanneer gekeken wordt naar de desbetreffende situaties blijkt dat niet in alle gevallen geheel duidelijk is wanneer hiervan sprake is. Zo mag de situatie zoals beschreven in overweging 29, waarin het feit dat men toegang heeft tot voorwetenschap over een andere onderneming en deze voorwetenschap aanwendt in het kader van een openbaar bod of om een fusie met deze onderneming voor te stellen, *op zich* niet als handel met voorwetenschap worden aangemerkt. De vraag is echter wat precies onder deze situatie geschaard kan worden en hoeveel garantie de woorden *op zich* bieden.<sup>71</sup> Ondanks dat de formulering van het Hof inzake overweging 18 aan duidelijkheid niet veel te wensen over lijkt te laten, bestaat het gevaar dat de Nederlandse zuinigheid qua interpretatie er uiteindelijk toe zal leiden dat enkel de uitzonderingen op het transactieverbod zoals opgenomen in art. 2 aanhef sub d, e, g en h Besluit Marktmissbruik Wft ten aanzien waarvan de wetgever in de desbetreffende Nota van Toelichting stelt dat deze uitzonderingen in het verlengde liggen van overweging 18 en 29 in de praktijk daadwerkelijk de veiligheid bieden die het Hof terzake van deze overwegingen voor ogen heeft.<sup>72</sup>

## 6. Conclusie

Naar mijn oordeel herbergt de uitleg van het Hof in het Spector Photo Group arrest ten aanzien van het bestanddeel 'gebruik maken van' in de kern genomen zowel een positief als een negatief aspect. Door de intentie van de insider - inhoudende het ongerechtvaardigd voordeel uit voorwetenschap willen halen ten nadele van derden die daar niet van op de hoogte zijn - centraal te stellen en voor overtreding van het verbod op handel met voorwetenschap een transactie in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik te eisen, is de visie van het Hof rechtvaardiger dan voorheen in de Nederlandse praktijk het geval was. Rechtvaardiger wil in deze echter niet zeggen duidelijk.

Voor Spector Photo Group gold namelijk als uitgangspunt in de jurisprudentie dat gelijktijdigheid tussen de gewraakte transactie en de aanwezige voorwetenschap voldoende was om tot een bewezenverklaring van het bestanddeel 'gebruik maken van' en in het verlengde hiervan het verbod op handel met voorwetenschap te komen. Ten aanzien van

de secundaire insider gold en geldt thans nog steeds de extra eis dat deze ten tijde van de transactie wist of behoorde te weten dat zijn informatie als voorwetenschap kwalificeerde om tot een bewezenverklaring van het verbod op handel met voorwetenschap te komen. De verdachte kon vernoemd bewijsvermoeden enkel weerleggen door zich met succes te beroepen op een schulditsluitingsgrond, een wettelijke of bij AMvB gegeven uitzondering. Wanneer bovengestand uitgangspunt vergeleken wordt met de visies van de wetgever inzake het bestanddeel stemt dit overeen met het gelijktijdigheidsverband zoals dat gold ten tijde van de eerste strafbaarstelling van handel met voorwetenschap in art. 336a Sr. Wanneer enkel gekeken wordt naar de duidelijkheid van deze toepassing is daar in feite weinig zoal niets op aan te merken. Wanneer echter gekeken wordt of deze benadering fair is in die zin dat het verbod enkel overtreden werd als gehandeld was in strijd met de middels het verbod beoogde doelstellingen en in het verlengde daarvan in strijd met de middels de Richtlijn Marktmissbruik beoogde doelstellingen is de benadering echter minder gelukkig. Ook in het geval de insider contrair aan zijn voorwetenschap had gehandeld, had hij gebruik gemaakt van voorwetenschap en het verbod overtreden. Daar komt nog een ander aspect bij. Voor Spector Photo Group speelde de intentie van de insider geen enkele rol omdat angstvallig subjectieve bestanddelen buiten het Nederlandse verbod werden gehouden. Ook na Spector Photo Group ontbeert het Nederlandse verbod subjectieve bestanddelen, maar speelt de intentie van de insider desalniettemin een grote rol. Door de inkleding van het bewijsvermoeden door het Hof leidt gelijktijdigheid van voorwetenschap en transactie er namelijk toe dat de verboden bedoeling van de insider, inhoudende het ongerechtvaardigd voordeel uit voorwetenschap willen halen ten nadele van derden die daar niet van op de hoogte zijn, wordt vermoed aanwezig te zijn. Dit vermoeden kan echter door de insider worden weerlegd door aannemelijk te maken dat hij niet de intentie heeft gehad om middels de gewraakte transactie ongerechtvaardigd voordeel te behalen. Ook wanneer de insider niet in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik heeft gehandeld is het verbod niet door hem overtreden. Zoals reeds gezegd is de nieuwe weg die het Hof is ingeslagen naar mijn mening dan ook rechtvaardiger. Dat wil echter geenszins zeggen dat deze ook in de praktijk duidelijker is. Uit paragraaf 5.3 van deze bijdrage vloeit immers voort dat het bijvoorbeeld niet zeker is of

moest vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte hij de mogelijkheid moet krijgen om aannemelijk te maken dat hij geen inbreuk heeft gemaakt op de belangen die de Richtlijn Marktmissbruik beoogt te beschermen.

69. Rechtbank Amsterdam 3 november 2010, *JOR* 2010/352 m.nt. D.R. Doorenbos onder *JOR* 2010/353 en *JOR* 2010/353 m.nt. D.R. Doorenbos.
70. D.R. Doorenbos in zijn noot onder Rechtbank Amsterdam 3 november 2010, *JOR* 2010/353 tevens behorend bij *JOR* 2010/352 (Grolsch).
71. Vgl. Doorenbos 2010, p. 335 onder 10.
72. *Stb.* 2006, 510, p. 25 en 26 (NvT Besluit Marktmissbruik Wft) en ten aanzien van de interpretatie D.R. Doorenbos 2010, p. 335 alwaar hij stelt dat in Nederland een neiging bespeurbaar is de uitzonderingsbepalingen op onderhavig terrein op dusdanige wijze in te perken dat er weinig van over blijft.



een secundaire insider zich op de nieuwe benadering kan beroepen. Ook is er geen garantie te geven dat de door het Hof aangehaalde overwegingen in de preambule van de Richtlijn Marktmissbruik ook inderdaad de veiligheid bieden die het Hof voor ogen heeft, laat staan dat in alle gevallen duidelijk is wat precies onder die specifieke situaties is te scharen. Ten slotte zal het in de praktijk lastig zijn uitsluitend te geven over de vraag onder welke omstandigheden een insider niet de intentie heeft gehad ongerechtvaardigd gebruik te maken van zijn voorwetenschap. Afhankelijk van de voorkeur voor rechtvaardigheid of duidelijkheid zal in het laatste geval het antwoord op de vraag of de nieuwe weg die het bestanddeel 'gebruik maken van' middels Spector Photo Group is ingeslagen als bevredigend valt te kenschetsen vanaf nu dan ook voornamelijk afhangen van de wijze waarop de toezichhouder, de wetgever en de rechtspraak hier in de praktijk invulling aan gaan geven. De tijd zal het leren.