

Misbruik van voorwetenschap

Misbruik van voorwetenschap

Etzo Aarnink

Studentnummer: 838715681

Masterscriptie Nederlands Recht: Open Universiteit

Scriptiebegeleidster: Mr. A.J.H. de Bruijn

Datum: 20 juli 2012

Inhoudsopgave

Inleiding		1
Hoofdstuk 1	Europese Invloeden	
1.1	Inleiding	3
1.2	Historie	3
1.3	De Richtlijn Marktmissbruik	4
	1.3.1 Doelstellingen Richtlijn Marktmissbruik en definitie voorwetenschap	4
	1.3.2 Harmonisatie	5
1.4	Conclusie	5
Hoofdstuk 2	Het Nationale Kader	
2.1	Inleiding	6
2.2	Totstandkoming van de strafbaarstelling	6
2.3	Artikel 336a Sr.	7
2.4	De overbrenging naar de Wte	9
2.5	De Wet Toezicht Effectenverkeer 1995	9
2.6	Wetswijzingen in Wte 1995 naar aanleiding van de HCS-affaire	10
2.7	Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002	10
2.8	De Wet marktmissbruik	11
2.9	De Wet financieel toezicht	12
2.10	Conclusie	12
Hoofdstuk 3	Twee praktijkgevallen	
3.1	Inleiding	13
3.2	De HCS-affaire	13
3.3	Feitelijke constellatie	13
3.4	De HCS-zaak: feitelijke instanties	14
	3.4.1 Rechtbank Amsterdam	14
	3.4.2 Hof Amsterdam	14
	3.4.3 Hoge Raad	15
3.5	Uitkomst van het arrest	16
3.6	De Zaak Boonstra	16
Hoofdstuk 4	Toetsen HCS-affaire en de zaak Boonstra aan de huidige wetgeving: de Wet financieel toezicht	
4.1	Inleiding	18
4.2	De hervorming van het financiële toezichtmodel	18
	4.2.1 De eerste fase van de hervorming	18
	4.2.2 De tweede fase van de hervorming	19
4.3	De gevolgen van de hervorming	

4.3.1	Inleiding	19
4.3.2	Het toezicht van de AFM	20
4.3.3	Sancties	24
4.3.4	Vervolging via strafrecht	24
4.3.5	Vervolging via bestuursrecht	25
4.4	Effectiviteit vervolging van het strafrecht en bestuursrecht	26
4.5	De HCS affaire versus de huidige wetgeving	26
4.6	De zaak Boonstra versus de huidige wetgeving	27
Hoofdstuk 5	Oplossingen om misbruik van voorwetenschap gemakkelijker aan te tonen	
5.1	Inleiding	29
5.2	Overige aspecten met betrekking tot vereenvoudiging aantonen misbruik van voorwetenschap	
5.2.1	Opleggen zwaardere straffen	29
5.2.2	Toezicht op handel met voorwetenschap	30
5.3	Conclusie	31
Hoofdstuk 6	Slotbeschouwing	32
	Literatuurlijst	34
	Jurisprudentieregister	35
	Bijlage 1: Artikel 46 Wte nieuw 2	37

Inleiding

Na mijn afstuderen op de HEAO in 1995 werd ik abonnee op de Elsevier. Het omslagartikel van Elsevier op 11 november 1995 bevatte de volgende situatieschets:

'Het was zo'n situatie waar hongerige stock-brokers doorgaans alleen over dromen. Michel Ho, werkzaam bij het Nederlands effectenkantoor PBI Securities, ontwaart op de vlucht van Hongkong-Amsterdam een business class-passagier met een bekend gezicht. De man, gekleed in een onopvallend pak, zit verdiept in een jaarverslag van het Nederlands handelshuis Borsummy Wehry. Tienduizend voet boven Abu Dhabi schiet het Ho plotseling te binnen wie de man is. Het blijkt Manuel Velez Pangalinan, topman van het in Hongkong genoteerde handelshuis Hagemeyer. Zou First Pac-zoals het concern in internationale beurskringen kortweg heet-soms plannen hebben om...? Ho besluit deze prikkelende gedachte onmiddellijk te verwerpen. Het kan gewoon niet waar zijn dat hij hier te maken heeft met Pangilinan die, op weg naar een fusiebespreking in Nederland, zo open en bloot zijn huiswerk maakt. Nog geen drie weken later is de fusie een feit. De koersen van Borsummy en Hagemeyer stijgen enkele guldens. Zijn collega's van de Dutch-desk foeteren hem uit als hij hen later over het voorval vertelt. Maar wat had hij dan moeten doen?'

Zo'n situatie kan geregeld voorkomen. De vraag die werd opgeworpen en het dilemma waar Michel Ho mee worstelde hebben alles te maken met het onderwerp van deze scriptie: *misbruik van voorwetenschap*. Misbruik van voorwetenschap in effecten is een uniek delict. Alle vormen van gebruik van voorwetenschap zijn toegestaan, behalve die met betrekking tot de handel in effecten. Dit gegeven wekte dan ook mijn eerste belangstelling voor dit economische delict.

De Wet Marktmissbruik trad in werking op 1 oktober 2005, ter implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik 2003/6/EG (hierna te noemen de richtlijn). De richtlijn is in het leven geroepen om een uniform raamwerk op te tuigen in de gehele Europese gemeenschap om marktmissbruik tegen te gaan. In deze scriptie wordt onderzoek verricht in hoeverre de Wet Marktmissbruik de juridische knelpunten bij de vervolging van misbruik van voorwetenschap oplost en/of er betere alternatieven denkbaar zijn.

Aldus luidt mijn probleemstelling: In hoeverre lost de Wet Marktmissbruik de juridische knelpunten bij de vervolging van misbruik van voorwetenschap op en/of zijn er betere alternatieven denkbaar?

Zoals genoemd vloeit de Wet Marktmissbruik voort uit de Europese richtlijn. In hoofdstuk 1 zal deze richtlijn uitvoerig worden beschreven met daaraan voorafgaand de Europese wetgevingshistorie. U leest hoe de richtlijn tot stand is gekomen en beschreven wordt de historie van verschillende Europese wetgevingsproducten voor het tegengaan van misbruik van voorwetenschap vanaf 1977, toen de Gedragscode voor Effectentransacties werd ingevoerd, tot en met de inwerkingtreding van de Richtlijn Marktmissbruik.

Hoofdstuk 2 zal de totstandkominggeschiedenis van de strafbaarstelling in Nederland weergeven. De plaatsverschuiving van artikel 336a Sr., via artikel 31a Wet toezicht effectenverkeer (hierna Wte) naar artikel 46 Wte wordt uiteengezet. Ten slotte, wordt in het hoofdstuk beschreven hoe onze wetgever de richtlijn heeft omgezet in nationale voorschriften van de Wet financieel toezicht (hierna Wft). In hoofdstuk 3 worden twee praktijkgevallen met betrekking tot misbruik van voorwetenschap besproken van voor de inwerkingtreding van de

Wet Marktmisbruik. Uiteengezet wordt tegen welke knelpunten het Openbaar Ministerie hierbij aanliep. Vervolgens worden deze twee praktijkgevallen in hoofdstuk 4 getoetst aan de huidige wetgeving. Mogelijke oplossingen worden besproken in hoofdstuk 5. Oplossingen die gezocht moeten worden in verbeteringen van de huidige wetgeving waardoor meer transacties kunnen worden onderzocht en uiteindelijk de bewijslast van misbruik van voorwetenschap gemakkelijker aangetoond kan worden. Het onderzoek zal worden afgesloten met een slotbeschouwing in hoofdstuk 6.

1 Europese invloeden

1.1 Inleiding

Dit hoofdstuk zal in grote lijnen de Europese wetshistorie met betrekking tot voorwetenschap behandelen en de nieuwe Europese richtlijn zal worden besproken.

1.2 Historie

Nederland staat niet alleen in de strijd tegen misbruik van voorwetenschap. Deze opmerking moet worden gezien in een breed perspectief van ontwikkelingen die zich sinds de jaren tachtig hebben voorgedaan. Zakenmensen verdienden in deze tijd veel geld met het handelen in effecten door gebruik te maken van niet-openbare informatie. Dit was een doorn in het oog van overheden. Beleidsbepalers van Europese landen overlegden dan ook om de versnipperde financiële markten aan te scherpen op het gebied van de effectenhandel. Van Velzen vat deze ontwikkelingen kort samen met de term 'internationalisering'.¹ Hoewel de liberalisatie (lees het proces van privatisering en deregulering) van de effectenmarkten van de lidstaten van de Europese Unie over het algemeen als positief wordt ervaren, geeft zij ook problemen. Een groei van laakbare problemen (marktmanipulaties) is te constateren, veelal met grensoverschrijdend karakter. Marktmanipulatie is een vorm van oneigenlijk handelen waarbij de prijs van een effect wordt bepaald door de manipulatieve transactie of informatie. Problemen kunnen ontstaan omdat de diverse nationale regelingen niet op elkaar aansluiten, hetgeen gevolgen heeft voor de rechtshulpverlening.² Voor gedupeerden van marktmisbruik betekent dit dat zij lastig het oneigenlijk handelen kunnen aantonen. Hierop is middels een aanbeveling van de Europese Commissie gereageerd. In 1977 werd een Gedragscode voor Effectentransacties gepubliceerd, die nauw verband hield met de beschreven liberalisatie van de effectenmarkten en het risico dat nationale regelgeving ontdoken kon worden door grensoverschrijdende transacties. Deze gedragscode was een aanbeveling en derhalve was implementatie in onze wetgeving niet verplicht. In Nederland is deze gedragscode niet opgenomen in de wetgeving.³

Op 13 november 1989 stelde de Raad van de Europese Gemeenschappen een eerste richtlijn vast tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden. In breder verband werd eerder dat jaar, in het kader van de Raad van Europa een Convention on Insider Trading vastgesteld.

Deze richtlijn is een vervolg op de aanbeveling uit 1977 (Gedragscode voor Effectentransacties) en bevat een minimumregeling ten aanzien van de voorwetenschapwetgeving.⁴ Het zesde artikel van de Richtlijn maakt duidelijk dat het de lidstaten vrij staat strengere voorschriften vast te stellen, mits deze algemeen toepasbaar zijn.

¹ P.N.J. van Welzen, *De bestrijding van grensoverschrijdende effectenmanipulaties vanuit Europees perspectief*, TVVS 1989, nr.89/7, p.166 e.v.

² Council of Europe, *Insider Trading*, Proceedings Colloque in Milan 16-18 november 1983, Strasbourg 1984.

³ B.F. van Ittersum, *Regelgeving van de Vereniging voor de Effectenhandel ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap, in misbruik van voorwetenschap*, Serie monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut, 2010, Deel 30, p.39 e.v.

⁴ M.S.A. van Dam, *De invloed van het Europese recht op het Nederlandse effectenrecht*, Dossier 35, p.34 e.v., Maart 1999.

De achterliggende gedachte was dat de secundaire effectenmarkt (markt waar reeds bestaande effecten worden verhandeld) een belangrijke functie vervult bij de financiering van het bedrijfsleven en dat daarom alle handelingen worden verricht die het functioneren van deze markt waarborgen. Het functioneren van deze markt is overigens voor een groot gedeelte afhankelijk van het gestelde vertrouwen dat beleggers in de markt hebben.⁵ De lidstaten worden door deze insider richtlijn verplicht handel met voorwetenschap te verbieden.

1.3 De Richtlijn Marktmissbruik

De Europese Raad komt in Cardiff bijeen met het doel om duurzame economische groei te bevorderen. Het bevorderen van werkgelegenheid en sociale integratie zijn andere aandachtspunten maar zullen verder buiten beschouwing worden gelaten. De Raad stelt vast dat hervormingen noodzakelijk zijn om de doelstellingen te realiseren.

Een van de speerpunten binnen de hervormingen is gericht op de verdieping, de integratie en de efficiënte werking van de productenmarkten en de kapitaalmarkten.⁶

De Europese Raad van Cardiff vraagt de Europese Commissie een actieplan op te stellen voor de verbetering van de interne markt voor financiële diensten. Een van de maatregelen binnen dit aktiekader was het opstellen van een richtlijn betreffende marktmanipulatie.

Vervolgens wordt in 2000 tijdens de Europese Raad van Lissabon aangegeven dat het actieplan voor 2005 moet zijn uitgevoerd. In 2001 wordt dan ook een ontwerprichtlijn omtrent handel met voorkennis en marktmanipulatie gepubliceerd.⁷ Nadat er advies is ingewonnen bij het Europees parlement, het Economisch en Sociaal Comité en bij de Economische centrale bank, wordt op 28 januari 2003 de definitieve richtlijn 2003/6/EEG van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie vastgesteld.

1.3.1 Doelstellingen Richtlijn Marktmissbruik en definitie voorwetenschap

De Richtlijn Marktmissbruik tracht een uniform raamwerk op te tuigen in de gehele Europese Unie om marktmissbruik tegen te gaan. De richtlijn omvat de volgende algemene doelstellingen:

1. het bevorderen van de goede werking van de financiële markten⁸
2. het waarborgen van het vertrouwen van beleggers in de financiële markten⁹

Een specifieke doelstelling van de richtlijn is aanpassing van bestaande voorschriften van de Richtlijn transacties van ingewijden aan de actuele stand van zaken betreffende de financiële markten. Deze doelstelling is in het kader van dit schrijven relevant met betrekking tot de regulering van handel met (misbruik van)voorwetenschap. Voorwetenschap wordt in de Richtlijn Marktmissbruik omschreven als niet openbaar gemaakte informatie van instanties

⁵ Richtlijn 89/592/EEG, Pb EG 1989 L334/30.

⁶ Conclusies van het voorzitterschap van de Europese Raad van Cardiff, Bulletin van de Europese Unie 1998, nr. 6, p.7-8, onder 2, 6-7, 9-11, 17 en het Verslag over het Europees werkgelegenheidspact, Bulletin van de Europese Unie 1999, nr.6, p. 25-26.

⁷ COM (2001) 281.

⁸ 2, 12, 13 en 24 preambule; COM (2001) 281def., p.2, 3, 4, 5, 7; Mededeling van de Commissie, SEC (2002) 889 def., p.2.

⁹ 2, 12, 13 en 24 preambule; COM (2001) 281 def., p.2, 4; Toelichting op het gemeenschappelijk standpunt van de Raad, Pb EG 2002, C 228 E/19, p. 29; Mededeling van de Commissie, SEC (2002) 889 def., p.2, 10; COM (2002) 724 def., p.2.

die aandelen, obligaties en dergelijke uitgeven en een aanzienlijke invloed kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten wanneer zij openbaar zouden worden gemaakt.

De richtlijn borduurt hiermee voort op de insider richtlijn en wordt aangescherpt. Het beschikken over voorwetenschap en tegelijkertijd handelen in effecten wordt strafbaar gesteld voor primaire insiders (zij die verbonden zijn aan een organisatie en zij aan wie de voorwetenschap door de organisatie is toevertrouwd). De voorwaarde dat er aangetoond moet worden dat bewust gebruik wordt gemaakt van aanwezige voorwetenschap is niet langer van toepassing. Voor secundaire insiders (alle anderen dan primaire insiders die over voorwetenschap beschikken) die handelen in effecten, terwijl zij over voorwetenschap beschikken, geldt dat het bewuste gebruik hiervan aangetoond dient te worden.

1.3.2 Harmonisatie

Lidstaten van de Europese Unie moeten de richtlijn implementeren in de nationale rechtsorde, zodat uiteindelijk een Europees rechtskader tot stand komt. De mate van harmonisatie is afhankelijk van de ruimte die de nationale wetgever heeft om bij de omzetting te komen tot eigen, afwijkende voorschriften.

Betreffende de bepalingen inzake handel met voorwetenschap is er sprake van volledige harmonisatie. De nationale wetgever heeft nu geen bevoegdheid om afwijkende voorschriften vast te stellen. De volgende argumenten wijzen op volledige harmonisatie:

- de rechtsgrondslag van de richtlijn. Deze rechtsgrondslag verschaft de bevoegdheid om bij richtlijn te voorzien in volledige harmonisatie.
- de toelichting benadrukt de verschillen in aanpak om misbruik van voorwetenschap weg te nemen.
- de doelstelling van de richtlijn creëert een rechtskader voor de bestrijding van marktmisbruik. De gebods- en verbodsnormen die hierbij gebruikt worden zullen op een hoger niveau liggen dan de oude Richtlijn transacties van ingewijden.
- de afwezigheid van een voorziening stelt de lidstaten in staat om eigen, afwijkende voorschriften vast te stellen.
- de mate van gedetailleerdheid van de verbodsnormen geeft weinig vrijheid voor de lidstaten.

1.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is gebleken dat de Europese wetgevingsproducten voor het tegengaan van misbruik van voorwetenschap sterk zijn ontwikkeld. In 1977 werd aangevangen met een Gedragscode voor Effectentransacties. In 2003 ontwikkelde de wetgeving zich uiteindelijk tot volledige harmonisatie van de Richtlijn Marktmisbruik.

2 Het nationale kader

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de strafbaarstelling nader belicht. Om een beter begrip te krijgen van de aard van dit delict is het goed om een klein stukje terug te gaan in de tijd. De terugblik laat zien dat de strafbaarstelling een aantal keren is verhuisd. Eerst stond de strafbaarstelling vermeld in het Wetboek van Strafrecht (hierna Sr.), later werd deze verplaatst naar de Wet Toezicht Effectenverkeer (hierna Wte). We lezen dat er intern in 1995 ook nog een verhuizing plaatsvond bij laatstgenoemde wet. De wetswijziging naar aanleiding van de HCS-affaire wordt genoemd en tot slot van het hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de huidige strafbaarstelling.

2.2 Totstandkoming van de strafbaarstelling

Het is er dan toch van gekomen, schreef Mok¹⁰ toen onder verantwoordelijkheid van de Ministers van Justitie en van Financiën op 7 april 1987 een wetsvoorstel werd ingediend dat misbruik van voorwetenschap strafbaar moest stellen. Hieraan ging echter wel het nodige vooraf. Een discussie die zich richtte op de vraag of misbruik van voorwetenschap überhaupt strafbaar moest worden gesteld. De in dit verband relevante eerste perikelen rond de strafbaarstelling speelden zich af rond 1970. Signalen die voeding gaven aan een discussie hier ten lande kwamen uit de Verenigde Staten, waar de SEC (Securities Exchange Commission) maatregelen nam tegen de bekende firma Merrill Lynch. Merrill Lynch had inside information ontvangen dat het met Douglas Aircraft Co. niet goed ging en gaf deze informatie door aan veertien van zijn grootste klanten. Deze klanten profiteerden van de hint door hun aandelen te verkopen; het grote publiek wist nog van niets. In beurskringen en in de wereld van accountants laaide de discussie over de laakbaarheid van het handelen met voorkennis op. Uniken Venema, Maeijer en Maschhaupt deelden de opinie, dat zich in de Nederlandse wetgeving een lacune bevond, waardoor niet afdoende kon worden opgetreden tegen misbruik van voorwetenschap.¹¹ Hierdoor moest een voorziening worden getroffen. In 1969 vroeg Minister van Justitie Polak advies aan de Commissie Vennootschapsrecht omtrent de vraag of, en zo ja welke, wettelijke maatregelen wenselijk werden geacht ter bestrijding van misbruik van voorwetenschap. Ondanks interne verdeeldheid bracht de commissie vier jaar later een advies uit, waarin werd geconcludeerd dat misbruik van voorwetenschap strafbaar moest worden gesteld.¹²

De voorgestelde bepaling luidde, voor zover van belang, als volgt:

'Hij die ter beurse genoteerde aandelen ener vennootschap

- koopt of verkoopt
- dan wel doet kopen of verkopen
- dan wel derden tot koop of verkoop van deze aandelen heeft bewogen,

¹⁰ M.R. Mok, *Strafbaarstelling misbruik van voorwetenschap*, TVVS 1987, nr. 87/5.

¹¹ J.H. Maschhaupt, *Misbruik van voorwetenschap*, TVVS 1969, no. 11, p. 289 e.v.

¹² Het *Rapport misbruik van voorwetenschap* werd door de Commissie Vennootschapsrecht op 23 juli 1973 aan de Minister van Justitie overhandigd. Het werd vervolgens in november 1973 uitgegeven door de Staatsuitgeverij.

terwijl hij uit hoofde van zijn functie of beroep beschikt over niet openbaar gegevens welke na het openbaar worden, naar redelijkerwijs veracht kon worden, de koers van die aandelen aanmerkelijk hebben beïnvloed, wordt gestraft...’

Het advies kreeg bij het verschijnen de nodige kritiek. In Den Haag werd dan ook geen actie ondernomen na indiening van dit voorstel, laat staan dat een definitief wetsvoorstel op korte termijn haar opwachting zou maken. Naast de ingewikkeldheid van de materie bestond er eveneens twijfel over de uitvoerbaarheid en urgentie van een strafrechtelijke regeling.¹³ Niet zo onbegrijpelijk indien je bedenkt dat er niet alleen voor, maar ook tegen een strafbaarstelling van handel met voorkennis wel argumenten zijn aan te voeren. Eén van de voorstanders tegen strafbaarstelling is econoom Rietkerk. Rietkerk geeft aan dat handel in effecten op basis van voorwetenschap de tegenpartij van de insider niet benadeelt. Hij stelt dat de allocatieve efficiëntie van de vermogensmarkt er zelfs door wordt bevorderd.¹⁴ Ofwel de handel in effecten op basis van voorwetenschap bevordert uiteindelijk de omvang en samenstelling van de vermogensmarkt. Een ander argument tegen een strafrechtelijke regeling vindt haar grond in de aard van het strafrecht. De opvatting dat het strafrecht ultimum remedium behoort te zijn is algemeen aanvaard. Pas indien civielrechtelijk c.q. administratiefrechtelijk optreden geen afdoende effect sorteren, mag worden geopteerd voor een strafrechtelijk handhavingssysteem.

Alle argumenten die tegen een strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap pleiten ten spijt, was 30 juli 1986 een dag van victorie voor de voorvechters van een strafrechtelijke regeling. Op die dag maakte het kabinet in een regeringsverklaring bekend dat het een wettelijke regeling ter bestrijding van misbruik van voorwetenschap wenste. Inmiddels waren er dertien jaren verstreken sinds het advies van de Commissie Vennootschapsrecht.

2.3. Artikel 336a Sr.

Het wetsontwerp tot strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap werd definitief vastgesteld op 31 januari 1989, toen de Eerste Kamer de parlementaire behandeling afrondde. De tekst van de wettelijke regeling (336a Sr.) luidde als volgt:

1. 'Hij die, beschikkende over voorwetenschap, voordeel trekt uit het verkrijgen of vervreemden in Nederland van effecten die zijn genoteerd op een ander toezicht van het Rijk staande beurs, wordt gestraft...
3. Voorwetenschap is bekendheid met een bijzonderheid omtrent de rechtspersoon of vennootschap waarop de effecten betrekking hebben of omtrent de handel in de effecten:
 - a. 'waarvan degene die de openbaarheid kent, weet of redelijkerwijs moest vermoeden dat zij niet openbaar is en dat zij niet zonder schending van een geheim buiten de kring van de geheimhoudingsplichtigen kan komen of is gekomen; en
 - b. waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs te verwachten is, invloed zal hebben op de koers van de effecten'.

Onder de wettelijke term 'bewerkstelligen' moeten alle gevallen waarin door de insider 's toedoen het ertoe geleid heeft dat een ander ook over voorwetenschap beschikt worden

¹³ Memorie van toelichting bij het wetsvoorstel, Tweede Kamer, vergaderjaar 1986-1987, 19 1935 nr. 3, p.5.

¹⁴ G. Rietkerk, *Effectentransacties door ingewijden*, NV 1984, p. 179-184.

begrepen. Hieronder vallen dus vormen van doen plegen, van uitlokking alsmede opdracht- of tipgevers.

Opvallend is dat de tekst van de delictsomschrijving geen causaal verband eist tussen het beschikken over voorwetenschap en het verrichten of bewerkstelligen van een effectentransactie. Deze delictsomschrijving is bewust ruim geformuleerd om bewijsproblemen te voorkomen. In de Memorie van toelichting is het volgende vermeld: 'Het loutere feit dat iemand handelt terwijl hij beschikt over voorwetenschap, maakt de handeling reeds strafbaar'.¹⁵

Er is dus geen bewijs nodig dat er gekocht of verkocht is omdat men voorwetenschap had. Ook degene die beschikt over voorwetenschap maar geheel los daarvan handelt (bijvoorbeeld van een reeds bestaand plan) valt onder de delictsomschrijving. Men is dus strafbaar niet alleen *op grond van* voorwetenschap maar ook al het handelen *terwijl* men over voorwetenschap beschikt. Zowel uit parlementaire als uit wetenschappelijke hoek werd ter zake van dit punt veel kritiek geleverd.¹⁶ Gesteld wordt dat dit uitgangspunt niet geheel in overeenstemming is met de ratio legis en ruimer is dan de ratio legis eist. Mijn inziens is het inderdaad zo dat de bepaling, vanwege het ontbreken van de eis van causaal verband tussen voorwetenschap en transactie, verder ging dan de ratio legis eist. De strafwaardigheid van de gedraging zit naar mijn mening juist in het feit dat gebruik wordt gemaakt van de voorwetenschap waarover men beschikt.

Een vergelijkbare situatie komen we verderop tegen in het wetsartikel bij het bestanddeel 'verrichten of bewerkstelligen van een transactie'. Bewijs van opzet of culpa wordt niet geeist. Ook hier heeft de nagestreefde gemakkelijke bewijsbaarheid van misbruik van voorwetenschap een gelijke schaduwzijde. De bewijslast wordt in bepaalde gevallen van het Openbaar Ministerie naar de verdachte geschoven. De Memorie van Toelichting stelt echter dat voor ieder misdrijf wel schuld is vereist.¹⁷ Immers, in ons strafrecht geldt het beginsel *geen straf zonder schuld*. Iemand die zijn vermogen door een van hem onafhankelijk persoon laat beheren zonder hem in dat beheer te beïnvloeden, treft geen schuld als hij voorwetenschap heeft doch de ander onafhankelijk daarvan geen effecten koopt of verkoopt. Echter dit kan wel in een bewezenverklaring van het delict misbruik van voorwetenschap resulteren. Er is dan sprake van bewerkstelligen van de transactie.

De ruime delictsomschrijving resulteert er dus in dat volkomen aanvaarde handelingen onder het bereik van de strafbepaling kunnen vallen. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat de toenmalige Minister van Justitie stelde dat 'een gebruikelijke en aanvaardbare gang van zaken in het effectenverkeer geen misbruik van voorwetenschap oplevert'. Het is niet gemakkelijk aan te geven wat hieronder verstaan moet worden en doet niet veel goeds aan de rechtszekerheid. Wenselijk is dat een strafbepaling helder is en dat voor een ieder duidelijk is wat wel en wat niet mag.

Corstens noemt als voorbeelden van gedragingen die naar zijn oordeel ten onrechte onder de strafbepaling vallen de normale, in het vennootschap geoorloofde steunaankopen van eigen aandelen in vennootschap x.¹⁸ De wetgever is er bewust aan voorbij gegaan dat gedragingen die kunnen worden bestempeld als bestendig gebruik en die, gezien de ratio van de strafbepaling, niet als strafwaardig kunnen worden beschouwd, onder de strafbepaling kunnen vallen. De Minister meldde tijdens de parlementaire behandeling dat de rechter in

¹⁵ Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel, Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, 19 935, nr. 3, p.9.

¹⁶ VV II, Bijl. Hand. TK 1987-1988, 19 935, nr. 4, p.4 en 5; Corstens 1989, p.27; Doorenbos 1992, p.346; Doelder en Mul 2004, p.26.

¹⁷ Memorie van Toelichting bij het wetsvoorstel, Tweede Kamer, vergaderjaar 1987-1988, 19 935, nr.3, p.9.

¹⁸ Corstens 1989, p.37.

voorkomende gevallen naar een creatieve oplossing zou moeten zoeken ten einde overdreven hardheid te vermijden.¹⁹ Van der Neut en Keulen zouden dit probleem willen oplossen door opnemning van een bestanddeel waarin 'het oogmerk van wederrechtelijke bevoordeling' wordt vereist. Ik sluit mij aan bij Corstens en Groenhuijsen, die beiden opteren voor het toevoegen van een bestanddeel waarin 'wederrechtelijk optreden' wordt vereist. Op deze wijze vallen de gebruikelijk en geheel aanvaarde handelingen buiten de delictsomschrijving en is het aan het OM om te bewijzen dat er onbehoorlijk is gehandeld.

2.4 De overbrenging naar de Wte.

Bij het opstellen van artikel 336a Sr. heeft bij de wetgever de intentie bestaan de regeling inzake strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap te zijner tijd over te brengen naar een wet voor de effectenhandel. De strafbaarstelling werd in 1992 dan ook overgebracht naar artikel 31a Wte: een wet die een algemeen en overkoepelend karakter moest krijgen. Met deze formele wijziging werd het knelpunt van de strikte toepassingsregels en exacte voldoening aan de delictsomschrijving van het strafrecht gedeeltelijk opgelost.

Daarnaast was in 1989 ook de Europese richtlijn tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden tot stand gekomen. Naar aanleiding van deze richtlijn werd de Nederlandse wetgeving op een tweetal punten aangepast. Het eerste punt gaat over de definitie van voorwetenschap. Artikel 336a lid 3 Sr. spreekt over rechtspersoon of vennootschap. In de nieuwe regeling wordt gesproken over emittenten. De term 'emittenten' is veelomvattender en beslaat alle uitgevende instellingen. Vanaf dit moment betrof de regeling niet alleen informatie van vennootschappen of rechtspersonen maar ook die zonder rechtspersoonlijkheid.

De richtlijn bepaalde ook dat de lidstaten een bevoegde administratieve autoriteit instelden die toezicht moest houden op naleving van de richtlijn. De Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna STE) bestond al en ging optreden als administratieve autoriteit. Overigens is later deze naam veranderd in het huidige Autoriteit Financiële Markten (hierna AFM).

2.5 De Wet toezicht effectenverkeer 1995

In 1995 vond er in verband met de uitvoering van een tweetal Europese richtlijnen een herziening plaats van de Wte. Door de betrokken ministers werd een voorstel voor een vernieuwde wet ter behandeling bij de Tweede Kamer ingediend: de Wet toezicht effectenverkeer 1995. Eind 1995 is de wet vastgesteld; de inwerkingtreding was 1 januari 1996.²⁰ De herziening had betrekking op andere vlakken dan handel met voorwetenschap. Slechts de artikelen 31a, 31b en 31c Wte werden vernummerd tot de artikelen 46, 47 en 48 Wet toezicht effectenverkeer 1995 en zij bleven inhoudelijk gelijk als in de oude wet. Wel deden zich wijzigingen voor op het gebied van toezicht op de beurshandel. Omwille van het onderwerp van dit onderzoek zal hier verder geen aandacht aan worden geschonken.

¹⁹ NEV II, 10 mei 1988, p.3.

²⁰ De Wet toezicht effectenverkeer 1995 is geplaatst in het Staatsblad 1995, 574.

2.6 Wetswijzingen in Wte 1995 naar aanleiding van de HCS-affaire ²¹

De HCS-affaire is het eerste arrest dat door de Hoge Raad is gewezen op het gebied van handel met voorwetenschap. Naar aanleiding van dit arrest werd de regeling betreffende handel met voorwetenschap inhoudelijk aangepast in 1999. In dit arrest kon het Openbaar Ministerie geen voet aan de grond krijgen met de toentertijd geldende wetgeving. De verdachte kon daarom niet veroordeeld worden.

Als gevolg van dit arrest werd artikel 46 Wte op enkele punten gewijzigd met als doel de opsporing en vervolging te vergemakkelijken en op deze manier de effectiviteit van voorwetenschapreggeving te verbeteren.²²

Belangrijkste wijzigingen waren het verwijderen van de zinsnede 'indien uit de transactie enig voordeel kan ontstaan' uit de delictsomschrijving. Op deze wijze is in beginsel ieder handelen met voorwetenschap strafbaar ongeacht of er winst wordt gemaakt. Ook werd de reikwijdte van de strafbaarstelling opgerekt. De strafbaarstelling was voorheen alleen van toepassing op beursgenoteerde effecten. Vanaf nu vallen ook niet-beurs genoteerde effecten onder de regeling wanneer het aannemelijk is dat zij op korte termijn op de beurs worden toegelaten. Ook werd de laatste zinsnede uit artikel 46 Wte lid 1 geschrapt: *'weet of redelijkerwijs...of is gekomen'*. Volgens de wetgever was het geheimhoudingscriterium een complicerende factor bij de vervolging.²³ De vierde wijziging had betrekking op de zinsnede *'invloed zal hebben op de koers van de effecten'*. Deze is vervangen door *'invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten'*. De wetgever gaat hier 'ver' in de verlichting van de bewijslast, aangezien zij aangeeft dat iedereen die over voorkennis beschikt niet mag handelen, ook bij zuivere speculatie op basis van voorkennis.²⁴ Doornbos heeft als kritiek dat de echte valsspeler kennis heeft van de koersrichting. Een speculant handelt juist op de omstandigheid om winst te maken met een sterk gereduceerd risico en kan dus niet strafwaardig worden genoemd.

2.7 Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002

In de Nota van toezicht op de financiële marktsector gaf de wetgever in 2002 aan dat de financiële markten dusdanig zijn veranderd dat het financiële toezicht hervormd dient worden.²⁵

In 2002 vond dan ook de eerste fase van de hervorming plaats. Op basis van de sectorale wetgeving oefent de toezichthouder Autoriteit Financiële Markten (hierna AFM) vanaf 1 september 2002 het gedragstoezicht op de financiële markten uit en heeft haar prudentiele toezichtstaken, voor zover door haar uitgeoefend, aan De Nederlandse Bank overgedragen. Deze bank is vanaf dat moment verantwoordelijk voor het prudentieel toezicht. De AFM vaardigde hierbij de regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 uit. Deze regeling bracht geen wijziging in het toezicht ten aanzien van handel in voorwetenschap, aangezien deze nog steeds op basis van de sectorale wetten werd uitgeoefend.

²¹ Bijlage 1 voor gewijzigd artikel 46 Wte 1995 n.a.v. HCS –affaire.

²² Memorie van Toelichting, Kamerstukken, Tweede Kamer, vergaderjaar 1996-1997, 25095, nr. 3, p.1.

²³ Kamerstukken, Tweede Kamer, 1996-1997, 25 095, nr. 3, p.6.

²⁴ Doornbos, *De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap*, NJB 1996, p.1809.

²⁵ Nota hervorming van toezicht op de financiële marktsector, Kamerstukken, Tweede Kamer, 2001-2002, 28 122, nr. 2, p.2 e.v.

2.8 De Wet marktmisbruik

Op 1 oktober 2005 trad de Wet Marktmisbruik²⁶ in werking, ter implementatie van de richtlijn 2003/6 EG. In het voorgaande hoofdstuk is de richtlijn ruimschoots toegelicht waardoor ik mij nu zal beperken tot de Wet Marktmisbruik. Deze implementatie bezorgde onze nationale wetgeving veel wijzigingen op het gebied van voorwetenschap. Het verbod van handel met voorwetenschap werd in een geheel nieuw artikel 46 Wte²⁷ opgenomen (zie bijlage 1). De belangrijkste wijzigingen zal ik hieronder toelichten.

Het delictsbestanddeel '*gebruik maken van*' voorwetenschap wordt toegevoegd aan het verbod. Bewijstechnisch betekent dit dat de AFM en het OM zullen moeten aantonen dat er een verband bestaat tussen het handelen en de voorwetenschap; ofwel een lastenverzwaring voor het OM.²⁸ Volgens de oude bepaling geldt voor een ieder die over voorwetenschap beschikt het verbod om een transactie in effecten te verrichten, ongeacht of er van de voorwetenschap gebruik werd gemaakt.

In het nieuwe artikel 46 Wte wordt een onderscheid gemaakt tussen primaire en secundaire insiders (zie ook 1.3.1). Het oude artikel 46 Wte richtte zich tot '*een ieder*'. Primaire insiders worden door hun functie of hoedanigheid geacht te beseffen dat zij over voorwetenschap beschikken. Voor secundaire insiders geldt dat zij pas strafbaar zijn wanneer bewezen is dat zij wisten of redelijkerwijs hadden moeten vermoeden dat zij over informatie beschikten die voorwetenschap veronderstelt.

Het delictsbestanddeel '*significant*' is toegevoegd aan de begripsomschrijving van voorwetenschap. Voorheen moest er voor wetenschap sprake zijn van niet-openbare informatie die bij openbaring '*redelijkerwijs invloed*' zou kunnen hebben op de aandelenkoers. Vanaf nu zal het moeten gaan om voorkennis die bij openbaarmaking een '*significante invloed*' zou kunnen hebben op de aandelenkoers. Significant dient men als betekenisvol te lezen en het dient daarbij om informatie te gaan waar een redelijk handelend belegger gebruik van zal maken om ten dele beleggingsbeslissingen op te baseren, aldus de minister van financiën.²⁹

Een vierde wijziging is de openbaarmakingverplichting voor instellingen waarvan de effecten zijn genoteerd op de Euronext Amsterdam (artikel 47 Wte nieuw 2). Informatie over deze organisatie die invloed kan hebben op de koers, dient onverwijld openbaar te worden gemaakt. Hierbij moet men denken aan informatie van bijvoorbeeld een overnamebesluit of een terugkoopactie van aandelen.

Deze openbaar gemaakte informatie dient voor iedereen toegankelijk te zijn en zal kenbaar gemaakt moeten worden via algemene en specifieke financiële media.³⁰ Tot slot is er een klikplicht ingesteld. Effecteninstituten zijn verplicht om aan de AFM onverwijld melding te doen wanneer zij een redelijk vermoeden hebben dat er een transactie is verricht met

²⁶ Wet Marktmisbruik 23 juni 2005, Stb. 2005, 346.

²⁷ Zoals u heeft gelezen is de Wte 1995 in 1999 en in 2005 gewijzigd. Voor de leesbaarheid wordt vanaf nu de Wte 1995, Wte 1995 oud genoemd. De gewijzigde Wte 1995 in 1999 wordt Wte 1995 nieuw. De gewijzigde Wte 1995 in 2005 wordt Wte 1995 nieuw 2 genoemd. De officiële naam is en blijft ook na de wetswijzigingen Wte 1995.

²⁸ Italianer en Tillema, 2003, p.431.

²⁹ Minister van Financiën, Kamerstukken, Tweede Kamer, 2004-2005, 29827, nr. 9, p.2

³⁰ Vletter-Van Dort, 2006, p.2.

gebruikmaking van voorwetenschap. De AfM kan aangifte doen bij het OM of een bestuurlijke boete opleggen wanneer de openbaardingsplicht niet wordt nagekomen.

2.9 De Wet financieel toezicht

Op 1 januari 2007 trad de Wet financieel toezicht (hierna Wft) in werking. Het toenmalige toezichtmodel voldeed niet langer door nationale en internationale ontwikkelingen van Nederlandse organisaties. De grenzen tussen verzekeren, bankieren, sparen en beleggen vervaagden in de loop der jaren. Geldscheppende instellingen als banken hielden zich in toenemende mate bezig met deze cross-selling (de verkoop van een extra product voor een bestaande klant). De wetgever was van mening dat er meer crosssectoraal toezicht diende plaats te vinden. De individuele wetgeving per sector werd vanaf 1 januari dan ook samengevoegd tot 1 wet: de Wft. Acht financiële toezichtwetten, waaronder de Wte, werden samengevoegd en vervangen door de Wft.

De wetgever had met de inwerkingtreding van de Wft als doel gericht, inzichtelijker en marktgericht te werk te gaan.³¹

Inhoudelijk is er niet veel veranderd op het gebied van voorwetenschap. In 2005 was de wetgeving immers al herzien. Volledigheidshalve vermeld ik de definitie van voorwetenschap zoals de Wft deze hanteert:

‘Bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling als bedoeld in het vierde lid, onderdeel a, 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 de koers van daarvan afgeleide instrumenten’.

Wanneer we de definitie uit de Wte (nieuw) vergelijken met de definitie uit de Wft zien we dat de term effecten is vervangen door de term financieel instrumenten. Verder zijn er geen noemenswaardige verschillen.

2.10 Conclusie

In dit hoofdstuk is aangegeven dat de regeling inzake strafbaarstelling van voorwetenschap is verhuisd van het Wetboek van Strafrecht naar uiteindelijk de Wet financieel toezicht. Beschreven werd hoe de definitie van voorwetenschap steeds verder werd opgerekt. Tevens werd aangegeven dat door de overbrenging van de strafbaarstelling naar de Wet financieel toezicht de wetgever een vereenvoudiging van het toezichtmodel voor ogen had. Ik zal hier later op terugkomen (hoofdstuk 4).

³¹ Nota naar aanleiding van verslag, Kamerstukken , Tweede Kamer, 2004-2005, 29708, nr. 7, p.2

3 Twee praktijkgevallen

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk worden twee praktijkgevallen met betrekking tot misbruik van voorwetenschap besproken. Twee gevallen waarbij de verdachten uiteindelijk niet werden veroordeeld. Eerst wordt de HCS-affaire uiteengezet. De HCS-affaire wordt uitvoerig behandeld aangezien deze zaak van grote invloed is geweest op de wetgeving. Vervolgens wordt de zaak Boonstra besproken.

3.2 De HCS-affaire

Vanaf het bestaan van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap bij handel in effecten is er nooit eerder een dergelijke zaak aan de rechter voorgelegd anders dan de HCS-affaire in 1995.³² Deze leverde niet de door het OM beoogde veroordeling op, maar gaf de toenmalige minister van Financiën Zalm wel aanleiding tot aanscherping van de wet (Zalm had later een verdachte rol als financieel directeur bij het ter ziele gegane DSB concern, maar dit terzijde). Zoals reeds aangegeven in hoofdstuk 2 is als gevolg van dit arrest de regeling betreffende handel met voorwetenschap gewijzigd en verder aangescherpt.

3.3. Feitelijke constellatie

Op 30 en 31 juli 1991 vond er in Amsterdam een vergadering plaats waarbij vertegenwoordigers van de rechtspersoon HCS Technology, medewerkers van een tweetal banken en drie grootaandeelhouders van HCS aanwezig waren. De afspraken welke tijdens die dagen werden gemaakt en de dienovereenkomstige uitvoering daarvan vormden aanleiding en oorzaak voor het initiëren van een strafzaak tegen J.A.J. van den Nieuwenhuyzen en twee mede grootaandeelhouders ter zake van overtreding van artikel 336a Sr. Een beknopte weergave van de essentiële feiten die zich in deze zaak voordeden zal ik beschrijven:

- Van den Nieuwenhuyzen is grootaandeelhouder van HCS Technology N.V., waarvan de aandelen op de Amsterdamse beurs zijn genoteerd.
- Tijdens bovengenoemde vergadering werd geprobeerd een reddingsplan voor het noodlijdende HCS op te stellen.
- Besloten werd tot een aandelenemissie over te gaan, waar Van den Nieuwenhuyzen samen met twee andere grootaandeelhouders in zou deelnemen voor in totaal €25 miljoen.
- De banken wensten een onderhandse emissie tegen een aanzienlijk lagere koers dan de beurskoers.
- Afsgesproken werd dat de grootaandeelhouders het gegarandeerde bedrag op 5 augustus zouden storten en dat de emissiekoers op 2 augustus zou worden vastgesteld.

³² HR 27 juni 1995, nr. 100.195, NJ 1995/662.

- In een persbericht van 31 juli 1991 deed HCS het bericht uitgaan dat HCS met haar grootaandeelhouders en belangrijkste bankiers overeenstemming had bereikt over versterking van het garantievermogen met €80 miljoen, bestaande uit een gegarandeerde plaatsing van nieuwe aandelen met een opbrengst van €55 miljoen en een achtergestelde lening van €25 miljoen, alsmede dat van het totale bedrag van €80 miljoen een gedeelte van €30 miljoen bestaat uit nieuwe middelen en het restant uit omzetting van bestaande verplichtingen.
- Voorts werd gemeld dat de modaliteiten van de emissie nog onderwerp vormden van gesprek en dat daarover op korte termijn mededelingen zouden worden gedaan.
- Op 31 juli 1991 gaf Van den Nieuwenhuyzen opdracht aan zijn commissionair 4,1 aandelen HCS te verkopen.

3.4 De HCS-zaak: feitelijke instanties

In onderstaande paragrafen wordt de HCS-affaire in chronologie van instantie besproken. Met betrekking tot de procedures bij de rechtbank en het hof worden de hoofdlijnen van de verweren en de beoordeling daarvan weergegeven, om deze vervolgens in de paragraaf over de procedure bij de Hoge Raad meer gedetailleerd te bespreken.

3.4.1 Rechtbank Amsterdam

Op 7 april 1994 deed de Amsterdamse rechtbank uitspraak in de HCS-affaire. De rechtbank sprak Van den Nieuwenhuyzen vrij van het hem ten laste gelegde artikel 336a Sr. Een tweetal essentiële bestanddelen van de definitie van voorwetenschap achtte de rechtbank niet wettig en overtuigend bewezen. De rechtbank was de mening toegedaan dat er uitdrukkelijk of stilzwijgend een geheimhoudingsplicht ten aanzien van de bijzondere, niet openbare feiten en omstandigheden moest zijn opgelegd. De rechters meenden dat dit geenszins vaststond. Tevens was volgens de rechters in eerste aanleg pas sprake van koersgevoeligheid indien aan een aantal tweetal vereisten is voldaan:

’openbaarmaking van de bijzonderheid moet de koers beïnvloeden en er moet een duidelijke aanwijzing zijn omtrent de richting waarin de koers zich zal bewegen’.

Nu de inzichten over de richting van de beweging van de koers verdeeld waren, was niet voldaan aan het koersgevoeligheids-criterium. Tegen de vrijspraak stelde het OM hoger beroep in bij het Hof Amsterdam.

3.4.2 Hof Amsterdam

Op 26 en 29 september en 3 oktober 1994 vond het onderzoek ter terechtzitting plaats van het door het OM ingestelde hoger beroep. Het Hof stelde minder hoge eisen aan bovenbehandelde onderdelen van de definitie van voorwetenschap en wees op 17 oktober een veroordelend arrest.³³ Van den Nieuwenhuyzen werd veroordeeld tot zes maanden gevangenisstraf, waarvan drie maanden voorwaardelijk met een proeftijd van twee jaar en een geldboete, subsidiair zes maanden hechtenis.

³³ D. S. Schaffmeister, *De Hoge Raad oordeelt voor het eerst inzake misbruik van voorwetenschap bij de handel in effecten*, *De NV* 73, 9 september 1995.

Het Hof maakte overigens korte metten met de overwegingen van de rechtbank. Ten aanzien van de uitdrukkelijkheid of stilzwijgend opgelegde geheimhoudingsplicht overweegt het Hof:

'Dat het volstrekt duidelijk is dat de deelnemers aan de vergadering moeten hebben begrepen en ook hebben begrepen dat de mededelingen omtrent de toestand waarin HCS zich bevond en omtrent de wijze en het niveau waarop de emissie zou worden deelgenomen, gegevens waren die ook zonder nadere afspraken daaromtrent niet buiten de kring van de deelnemers behoorden te komen'.

Het Hof verwierp het verweer dat alleen van een geheimhoudingsplicht kan worden gesproken, indien deze strafrechtelijk is gesanctioneerd. Daarbij doelde de verdediging op de artikelen 272 en 273 Sr. Het Hof ziet geen reden dit begrip zo eng uit te leggen. Sterker nog, het Hof ziet zelfs grond voor een zelfstandige uitleg van het begrip geheimhoudingsplicht van artikel 336a Sr. (daarover later meer).

Ook met betrekking tot het vereiste van koersgevoeligheid verschilt het Hof met de rechtbank van mening. De niet openbaar gemaakte gegevens beschouwt het Hof als koersgevoelig. De overweging van de rechtbank, dat degene tot wie de norm zich richt ook inzicht moet hebben in de richting waarin de koers zich zal bewegen na openbaarmaking van de bijzonderheid, vindt volgens het Hof geen steun in het recht.

Verder is nog van belang hetgeen het Hof overweegt met betrekking tot het vereiste dat uit de transactie *'enig voordeel kan ontstaan'*. Het verweer van de verdediging, dat uit de transactie geen voordeel kan ontstaan, verwerpt het Hof. Het Hof overweegt:

'dat het onder andere zeerwel mogelijk zou zijn geweest dat na het plaatsgevonden hebben van de onderhandse emissie de koers van de aandelen zodanig zou zijn gaan stijgen door een toenemende vraag, omdat de grootaandeelhouders en banken vertrouwen hebben geuit juist door het deelnemen aan de emissie, dat voor verdachte daaruit enig voordeel kon ontstaan'.

Tot slot van deze paragraaf dient nog te worden gewezen op het verweer van de verdediging dat het ten laste gelegde feit - indien bewezen verklaard - geen strafbaar feit oplevert, omdat het in het effectenverkeer een gebruikelijke en aanvaardbare gang van zaken is om koersen te stabiliseren. Het Hof schiet ook dit verweer af. *'Zo'n handelen kan niet afdoen aan de strafbaarstelling die de handel met voorkennis verbiedt'*, aldus het Hof.

3.4.3 Hoge Raad

Rechters en vele juristen waren het apert oneens over de uitleg van de diverse delictsbestanddelen van artikel 336 Sr. Keulen en Van der Neut stelden in hun commentaar op het arrest van de Hoge Raad dan ook niet voor niets dat deze zaak een belangrijke toetssteen voor de hanteerbaarheid van de strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap vormt.³⁴ De verdediging voerde maar liefst negen cassatiemiddelen aan.

Op 27 juni 1995 wees de strafkamer van de Hoge Raad arrest in de HCS-affaire. De Hoge Raad liet haar licht met name schijnen over een drietal kernzaken die in deze zaak aan de orde kwamen. Bezien wordt hoe de Hoge Raad deze kernvragen heeft beantwoord.

³⁴ B.F. Keulen en J.L. van der Neut, *Berechting HCS-zaak na cassatie nog geen gelopen koers*, TVVS 1995, nr. 95/8.

De geheimhoudingsplicht

De verdediging stelde dat aan de begrippen geheim en geheimhoudingsplichtigen materieel geen andere betekenis toekomt dan daaraan in de artikelen 272 en 273 Sr. is toegekend en stelden daarbij de vraag of Van den Nieuwenhuyzen als grootaandeelhouder een geheimhoudingsplicht had. De Hoge Raad beargumenteerde dat Van den Nieuwenhuyzen wel degelijk een geheimhoudingsplicht had omdat hij beschikte over bijzondere informatie, namelijk informatie die ter vergadering ter sprake was gekomen waaronder de aanstaande emissie, waarbij het voor de deelnemers duidelijk moest zijn geweest dat die bijzondere informatie niet aan derden mocht worden medegedeeld. Desondanks heeft hij die bijzonderheid toch openbaar gemaakt door op basis van zijn kennis met de effecten te handelen en zo zijn plicht tot geheimhouding gebroken.

Het voordeel dat uit de transactie kan ontstaan

De verdediging voerde aan dat het Hof een verkeerde uitleg gaf aan het voordeelvereiste. De Hoge Raad stelde dat dit rechtstreeks voordeel uit de betreffende transactie moet inhouden. Uit deze zinsnede valt op te maken dat er volgens de Hoge Raad sprake moet zijn van een rechtstreeks verband tussen de transactie en het behaalde voordeel zodat het voordeel rechtstreeks uit de transactie is voortgevloeid. Aangezien het voordeel nog afhankelijk was van andere onzekere ontwikkelingen werd aan dit bestanddeel van artikel 336a in de HCS-affaire volgens de Hoge Raad niet voldaan.

De koersgevoeligheid van de bijzonderheid.

Voor strafbaarheid van artikel 336a Sr. stelde de verdediging dat er inzicht heeft moeten bestaan in de richting waarin de koers zich zal gaan bewegen, indien de niet-openbare bijzonderheid aan het publiek algemeen bekend zou worden. De Hoge Raad geeft echter aan dat ten tijde van het verrichten van de transactie naar objectieve maatstaven redelijkerwijs te verwachten is dat de bekendmaking van de bijzonderheid zal leiden tot een stijging van de koers onderscheidenlijk een daling daarvan. Objectief wil hier zeggen dat in het algemeen duidelijk moet zijn hoe de koers zich zal ontwikkelen, in plaats van specifiek voor de verdachte en dat was niet het geval.

3.5 Uitkomst van het arrest

De Hoge Raad vernietigde het vonnis van het Hof aangezien niet bewezen werd dat Van den Nieuwenhuyzen rechtstreeks voordeel uit de transactie had gehaald en dat hij vooraf wist hoe de koers zou verlopen. Van den Nieuwenhuyzen werd dan ook niet veroordeeld.

3.6 De zaak Boonstra

De oud topman van Philips, Cor Boonstra kocht op 8 maart 2000 voor €500.000,- aandelen Endemol. Zijn levenspartner was destijds Silvia Toth, lid van de Raad van Commissarissen van Endemol. Toth was op de hoogte dat het Spaanse Telefonica op dat moment in een vergevorderd stadium verkeerde om Endemol over te nemen. Ruim een week later nadat

Boonstra de aandelen had gekocht werd bekend dat Telefonica Endemol had overgenomen. De aandelen Endemol stegen explosief van €124,- naar €158,- per aandeel. Het OM klaagde Boonstra aan wegens misbruik van voorwetenschap. Zij oordeelde dat Boonstra beschikte over voorwetenschap van koersgevoelige informatie ten tijde van de aanschaf van de aandelen. De rechtbank oordeelde dat Boonstra voorwetenschap moet hebben gehad van deze koersgevoelige informatie bij de aanschaf van de aandelen. Echter bewijs heeft de rechtbank niet kunnen leveren omdat Boonstra ontkende te beschikken over voorkennis en zijn partner Toth ontkende de informatie te hebben doorgespeeld.

Opmerkelijk vond de president van de rechtbank enkele omstandigheden rond de aankoop van de aandelen door Boonstra. Hij doelde daarmee het tijdstip van de aankoop van de aandelen op het moment dat er onderhandelingen gaande waren welke slechts in beperkte kring bekend was. Echter dit was niet voldoende om aan te nemen dat Boonstra handelde op basis van voorwetenschap. Ook oordeelde de rechtbank dat de hoogte van het uitgavenbedrag van de aandelen normaal was voor Boonstra en er niets vreemds was te zien in het beleggingspatroon van Boonstra. De rechtbank heeft Boonstra dan ook vrijgesproken. Hiertegen ging het OM in beroep bij het gerechtshof Amsterdam. Op 6 juli 2004 werd Boonstra wederom vrijgesproken.

4 Toetsen HCS-affaire en de zaak Boonstra aan de huidige wetgeving: de Wet financieel toezicht

4.1 Inleiding

In hoofdstuk 2 is de ontwikkeling van de wetgeving beschreven met betrekking tot handel in voorwetenschap en werd de hervorming van het financiële toezicht aangegeven. In dit hoofdstuk worden de HCS affaire en de zaak Boonstra getoetst aan de Wet financieel toezicht, die ten tijde van de hervorming in 2007 van kracht werd.

Alvorens ik hier aan toe kom zal ik dieper ingaan op de belangrijkste wijzigingen die de hervorming van het toezichtmodel en de wetgeving ten aanzien van voorwetenschap met zich mee hebben gebracht. Wat zijn nu de consequenties in de vervolging van misbruik van voorwetenschap? Uiteindelijk zal ik in de laatste paragraaf de twee praktijkgevallen toetsen aan de huidige wetgeving.

4.2 De hervorming van het financiële toezichtmodel

Voor 2002 gold in Nederland het sectorale toezichtmodel. Dit betekende dat er per sector een toezichthouder actief was. De Nederlandse Bank (hierna DNB) was bijvoorbeeld toezichthouder voor de bancaire sector. De Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna STE) had toezicht op de effecten en alles wat daar mee samenhangt en de Pensioenen- en Verzekeringkamer was toezichthouder op het verzekeringswezen. In 2002 besloot de wetgever tot hervorming van het financiële toezicht en wetgeving in twee fasen. Beide fasen zullen in de volgende paragrafen nader worden besproken.

4.2.1 De eerste fase van de hervorming

In deze fase is het toezicht hervormd en zijn de taken van de toezichthouders gewijzigd op basis van het bestaande wettelijke kader. Financiële toezichthouders concentreren zich nu op een toezichtfunctie in plaats van concentratie op een bepaald financieel gebied. Dit noemt men de kanteling van het financiële toezichtmodel. Deze kanteling zorgde voor een nieuwe indeling. Vanaf dat moment oefent de DNB het prudentiele toezicht uit, ofwel de DNB houdt toezicht op de financiële soliditeit van de financiële instellingen. Doel van dit toezicht is het risico van faillissementen van financiële instellingen te beperken zodat klanten van deze instellingen minder risico lopen om financieel te worden benadeeld.

Daarnaast oefent de DNB het systeemtoezicht uit op de financiële markten. Systeemtoezicht dient de financiële soliditeit te handhaven van het financiële systeem als geheel. Door dit toezicht wil zij voorkomen dat financiële problemen bij een instelling kunnen overslaan naar andere financiële instellingen of markten.

Tenslotte wordt het gedragtoezicht vanaf 2002 door de AFM uitgevoerd. De AFM betreft de voormalige STE. Deze naamswijziging is een gevolg van een verruiming van het takenpakket die de hervorming met zich mee bracht. Voorheen hield de STE alleen toezicht op het effectenverkeer en vanaf de hervorming ging zij ook gedragtoezicht houden op alle financiële markten. Gedragtoezicht heeft tot doel het bevorderen van een ordelijk en transparant marktproces. Ook heeft de AFM als doel de belegger te beschermen op de financiële markten.

4.2.2 De tweede fase van de hervorming

Op 1 januari 2007 vond gelijktijdig met de invoering van de Wft de tweede fase plaats. De financiële wetgeving werd in deze fase omgezet van een sectorale naar een functionele indeling. Zoals al eerder in paragraaf 2.9 aangegeven worden de financiële toezichtwetten opgenomen in een wet voor de financiële sector, namelijk de Wft. In de Wft zijn acht verschillende financiële groepen samengevoegd tot een wet.

Ook werden met de Wft de volgende nieuwe doelstellingen geïntroduceerd: inzichtelijkheid,

doelgerichtheid en marktgerichtheid.³⁵

De inzichtelijkheid heeft als doel dat de verschillende wetsbepalingen in de Wft een helder beeld moeten verschaffen over welke samenhang en verschillen er tussen de normen en waarden in de financiële sector bestaan. Dit wordt onder meer bereikt door een algemeen en een bijzonder deel in de wet. Het algemene deel beslaat wetsbepalingen die gelden voor alle financiële sectoren, zoals bijvoorbeeld de algemene bevoegdheden van de toezichthouders. Het bijzondere deel bestrijkt per hoofdstuk de wetsbepalingen per onderwerp.

De doelgerichtheid heeft als doel dat toezichthouders zich beperken op een eigen taak. De realisatie hiervan vindt plaats doordat de Wft is ingedeeld naar een functioneel toezichtmodel waarbij de wetsbepalingen per onderwerp zijn gegroepeerd. Toezichthouders kunnen zich nu beperken tot die hoofdstukken die voor hen relevant zijn. Volgens de memorie van toelichting van de Wft draagt deze indeling bij aan het realiseren van de doelstelling omdat het toezicht nu efficiënt kan plaatsvinden.

De marktgerichtheid heeft als doel dat het toezicht en de wetgeving een bijdrage leveren aan de verbetering van de nationale en internationale concurrentiekracht van instellingen op de financiële markt. Hierbij creëert de Wft een 'level playing field', waarin de omstandigheden voor alle markspelers gelijk zijn. Daarnaast wordt op internationaal niveau door de Europese richtlijnen die in de Wft zijn verwerkt tevens een 'level playing field' gecreëerd. Nu de hervorming uitvoerig is besproken wordt in de volgende paragraaf ingegaan op de gevolgen die de hervorming met zich mee bracht.

4.3 De gevolgen van de hervorming

4.3.1 Inleiding

Wat zijn nu de gevolgen van de hervorming met betrekking tot misbruik van voorwetenschap? Deze vraag zal ik trachten te beantwoorden door eerst in te gaan op de gevolgen van de kanteling van het toezichtmodel waarmee de AFM dient te werken. Vervolgens wordt er een rechtsvergelijking van de wettekst van voor de kanteling en na de kanteling van het toezichtmodel gemaakt. In casu betekent dit dat de Wte 1995 nieuw en de huidige wet, de Wft naast elkaar worden gelegd met betrekking tot misbruik van voorwetenschap.

4.3.2. Het toezicht van de AFM

³⁵ Memorie van Toelichting, Kamerstukken, Tweede Kamer, vergaderjaar 2006-2007, 29 708.

Voor de afronding van de eerste fase was het de STE die toezicht hield op het effectenverkeer en de daarbij betrokken partijen. Na de kanteling was de AFM toezichthouder op alle financiële markspelers en de daarbij betrokken partijen. Dit betekende een uitbreiding voor de AFM van toezicht op circa 8500 organisaties naar 250000 organisaties in 2005. Ook de doelstelling van toezichthouden veranderde. De STE had als doelstelling het bevorderen van 'eerlijke handel'. Dit bewerkstelligde zij met geringe inspanningen omdat de markt grotendeels zelfregulerend was. Thans is de doelstelling van de AFM het bevorderen van een ordelijk en transparant marktproces en zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en bescherming van consumenten op financiële markten, ofwel de werkzaamheden zijn sterk toegenomen voor de AFM door deze verruimde doelstelling.

Wat betekent de omkanteling nu voor het toezicht op het gedrag van iedereen die werkzaam is op de financiële markten, in het bijzonder regels ten aanzien van handel met voorwetenschap? Welke bevoegdheden heeft de AFM in vergelijking met de STE? Hoe verkrijgt de AFM een vermoeden van handel met voorwetenschap en hoe achterhaalt zij handel met voorwetenschap? De volgende tabel tracht hierop een antwoord te geven.

Tabel 4.1 Vermoedensbronnen en bevoegdheden STE en AFM met betrekking tot voorwetenschap

	Bron/bevoegdheid	Beschikbaarheid STE	Beschikbaarheid AFM
1	Toetsen vergunningvereisten	Op basis van artikel 7 Wte 1995 nieuw	Op basis van artikel 7 Wte 1995 nieuw 2 en hoofdstuk 2 Wft

2	Registreren transacties en filteren opvallendheden	Via Controlebureau AEX	Via de AFM
3	Melden handel met voorwetenschap door insiders	Op basis van artikel 46 b Wte 1995 nieuw	Op basis van artikel 46b Wte 1995 nieuw, 47a Wte 1995 nieuw 2 en 5:57 Wft
4	Toetsen integriteit potentiële werknemers	Ja	Ja
5	Melden ongebruikelijke transacties	Op basis van de Wet Melding Ongebruikelijke Transacties (hierna WMOT)	Op basis van artikel 47c Wte 1995 nieuw 2 en artikel 5:62 Wft
6	Melden belangen groter dan 5%	Op basis van de Wet Melding Zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (hierna WMZ)	Op basis van WMZ 1996
7	Melden koersgevoelige informatie door ondernemingen	Neen	Op basis van artikel 29 Wte 1995 nieuw 2 en 1:74 Wft
8	Vorderen inlichtingen bij financiële instellingen	Ja	Ja

Ad 1. De STE toetst de vergunningseisen op basis van artikel 7 Wte 1995 nieuw. De AFM toetst of de organisatie die de vergunning aanvraagt voldoet aan de voorwaarden voor het aanbieden van effecten. Tevens toetst zij de toelating tot de effectenmarkten. Artikel 7 Wte 1995 nieuw 2 en hoofdstuk 2 Wft zijn dan van toepassing. De toetsing ziet toe in hoeverre de instelling en haar personeel integer zijn en beschikken over voldoende kennis en financiële middelen om toe te treden tot de effectenmarkt. Vervolgens moeten er voldoende gronden aanwezig zijn voor een duurzame organisatie. Hierbij valt te denken aan een deugdelijke administratieve organisatie, informatieverstrekking aan de consument en een interne

controle.³⁶ De AFM kan bij het niet voldoen aan de voorwaarden voor een vergunning deze schorsen of intrekken.³⁷ Het risico van malafide organisaties of onbetrouwbare instellingen wordt zo beperkt en men tracht op deze wijze ook de handel met voorwetenschap te beperken.

Ad 2. Het Controlebureau van de AEX analyseerde en onderzocht namens de STE koersontwikkelingen, omzetten en andere signalen uit de markt. De AFM registreert middels een geautomatiseerd systeem alle transacties en filtert daaruit opvallende zaken. Wanneer zij opvallendheden aantreft, zoals sterke koersschommelingen of zeer grote omzetten, kan de AFM een vermoeden van misbruik van handel met voorwetenschap in tegenstelling tot de STE direct uit haar eigen organisatie krijgen. Hiermee wordt de effectiviteit en slagvaardigheid bevorderd.

Ad 3. De STE hield toezicht op de meldingsplicht via artikel 46b Wte 1995 nieuw. De AFM houdt hierop toezicht middels artikel 46b Wte nieuw, 47a Wte 1995 nieuw 2 en 5:60 Wft. In deze artikelen staat vermeld dat uitgevende instellingen zich moeten houden aan een reglement waarin is bepaald hoe zij om moeten gaan met insidertrading. Tevens staat aangegeven dat zij lijsten van insiders moeten bijhouden en transacties van insiders moeten melden bij de AFM. Vanaf 1 oktober 2005 geldt dat naast personen die beschikken over zeggenschap of toezicht houden ook werknemers met een leidinggevende functie een meldingsplicht hebben naar de AFM. Vervolgens kunnen deze meldingen leiden tot een onderzoek van een transactie om misbruik van voorwetenschap te onderzoeken.

Ad 4. De AFM of de organisatie toetst de betrouwbaarheid en integriteit van potentiële werknemers om uiteindelijk misbruik van voorwetenschap te beperken. Dit gebeurt middels een antecedentenonderzoek en onderzoeken naar referenties, identiteit, onderwijs etc.³⁸ De toets wordt onder bepaalde omstandigheden samen met het Dutch Security Institute uitgevoerd. Dit instituut toetst dan de integriteit van potentiële werknemers. De STE toetste ook, echter minder ingrijpend en zonder gebruik te maken van het instituut.

Ad 5. De Wet Melding Ongebruikelijke Transacties (hierna WMOT) doet vanaf 1 februari 1994 haar intrede. Deze wet bepaalt onder andere dat financiële instellingen of andere organisaties bij transacties van wie zij een vermoeden van misbruik van voorwetenschap hebben, zij dit dienen aan te geven bij het Financial Intelligence Unit Nederland. Het Unit geeft vervolgens de melding door aan een opsporingsdienst of toezichthouder. Deze klikplicht dient het aantal overtredingen te beperken. Sancties dienen ervoor dat instellingen

minder snel bereid zijn verdachte transacties door de vingers te zien. De meldingsplicht is nu vastgelegd in artikel 47c Wte 1995 nieuw 2 en 5:62 Wft. Het toezicht op de klikplicht gebeurt door de AFM en Bureau Financieel Toezicht. Ten tijde van de STE was de klikplicht reeds gangbaar.

Ad 6. De Wet Melding Zeggenschap in ter beurse genoteerde vennootschappen (hierna WMZ) geldt vanaf 1996 en bepaalt dat een ieder die een belang van groter dan 5% verkrijgt een meldingsplicht bij de AFM heeft en vervolgens een publicatieplicht in een landelijk

³⁶ Website AFM: <http://www.afm.nl>.

³⁷ Memorie van toelichting Wft deel gedragstoezicht, Marktconsultatie 23 april 2004.

³⁸ Artikel 42, Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer, AFM 1 september 2002.

dagblad. Onder bepaalde omstandigheden kan het verwerven van zo' n belang een vermoeden van misbruik van voorwetenschap opleveren. De praktijk geeft echter aan dat deze wet meer toeziet op de transparantie van de markt en het vertrouwen van beleggers in de markt.³⁹ De WMZ geeft aan hoe de aandelenverhoudingen zijn en welke zeggenschap daarmee gemoeid is. Deze wet kan toch voor de voormalige STE en de AFM bruikbare informatie opleveren met betrekking tot het vermoeden van misbruik van voorkennis.

Ad 7. De STE beschikte niet over toezicht met betrekking tot een publicatieplicht van koersgevoelige informatie. De AFM beschikt wel over dit toezicht. De artikelen 47 Wte 1995 nieuw 2 en 5:59 Wft zijn van toepassing. Zij bepalen dat instellingen, die effecten uitgeven op een gereglementeerde markt, koersgevoelige informatie onverwijld openbaar dienen te maken middels een persbericht. Deze bepaling vloeit voort uit de Wet Marktmissbruik.⁴⁰ Onverwijld betekent hier, zo snel mogelijk zodat de informatie voor iedereen toegankelijk is en geen voorwetenschap voorstelt. De mogelijkheid van misbruik van voorwetenschap neemt door deze bepaling af doordat het tijdsbestek van handelen op basis van deze informatie aanmerkelijk is verkleind en er uiteindelijk moeizamer grote winsten kunnen worden behaald. Wanneer er nu opvallende winsten worden behaald met aandelen voor het bekendmaken van de betreffende informatie, dan kan dit als een verdachte transactie worden aangemerkt. Voor dit toezicht van de AFM was er slechts een beperkt toezicht door de Euronext Amsterdam zelf. Beperkt, omdat zij niet beschikte over afdoende onderzoeksmogelijkheden en efficiënte sancties.

Ad 8. De STE had niet de bevoegdheid om bij een ieder wettelijke inlichtingen te kunnen vorderen. Zij kon slechts deze inlichtingen vorderen bij onder toezicht staande instellingen die in artikel 29 Wte 1995 nieuw genoemd zijn. De STE kon bijvoorbeeld geen gebruik maken van deze bevoegdheid bij banken die geen effectenbedrijf uitoefenden. In een zaak van de ABN-AMRO tegen de STE weigerde de bank informatie te verstrekken inzake haar bankactiviteiten. Hierdoor wordt onderzoek naar vermeende handel met voorwetenschap bemoeilijkt aangezien opsporing van bijvoorbeeld bankrekeningen en daarmee verbonden transacties van aanzienlijk belang is. Een andere mogelijkheid om informatie te achterhalen was het indienen van een verzoek bij door de STE bij de DNB. De DNB heeft de bevoegdheid wel, echter zij mag niet ingaan op een dergelijk verzoek. De DNB heeft deze bevoegdheid ontleend uit de Wet toezicht kredietwezen waarin is bepaald dat het verboden is de bevoegdheid voor andere doeleinden te gebruiken dan waarvoor zij is gecreëerd. In artikel 29 Wte 1995 nieuw 2 is de reikwijdte van de onderzoeksbevoegdheid opgerekt waardoor de AFM niet tegen deze problematiek aan loopt. In dit artikel is bepaald: iedere onderneming of instelling ten aanzien waarvan redelijkerwijs kan worden vermoed dat deze

handelt in strijd met de bij of krachtens deze wet gestelde regels. Deze bepaling wordt wederom aangegeven in artikel 48 lid 1 Wte 1995 nieuw 2. Hiermee wordt de importantie van deze bevoegdheid voor de AFM nadrukkelijk aangegeven. Deze bevoegdheid staat in de Wft onder artikel 1:74 beschreven.

4.3.3 Sancties

³⁹ Memorie van toelichting, Wft hoofdstuk gedragtoezicht, Marktconsultatie 23 april 2004.

⁴⁰ Wet marktmissbruik 23 juni 2005, Stb. 2005, 346.

In de vorige paragraaf is uiteengezet uit welke bronnen en bevoegdheden de STE en de AFM vermoedens verkrijgen met betrekking tot handel met voorwetenschap. Duidelijk werd dat de het takenpakket en de bevoegdheden van de AFM zijn uitgebreid.

De vraag rijst nu hoe het proces verder verloopt wanneer een vermoeden van handel met voorwetenschap bewezen wordt? Is na de kanteling van het toezichtmodel dit proces ook gewijzigd?

De AFM heeft de mogelijkheid via de Officier van Justitie aangifte te doen en vervolgens wordt de zaak afgehandeld via de strafrechter. In het bijzonder is van toepassing artikel 1 Wet op de economische delicten. Daarnaast kan de AFM via het bestuursrecht een bestuurlijke boete (artikel 48b Wte 1995 nieuw 2 en artikel 1:80 Wft) of een dwangsom (artikel 48b Wte nieuw 2 en artikel 1:79 Wft) opleggen. Deze bevoegdheden van de AFM zijn afgeleid uit de 'Wet houdende opneming in de financiële wetgeving van bepalingen betreffende handhaving door middel van dwangsom of bestuurlijke boete en van bepalingen betreffende de rechtsgang'. Deze wet is van kracht sinds 1 januari 2000. Deze bestuursrechtelijke of strafrechtelijke afhandeling was ook van toepassing op de STE aangezien de kanteling van het toezicht in 2002 plaatsvond.

Daarnaast kan de AFM, op basis van artikel 48m Wte 1995 (nieuw) en artikel 1:94 en verder Wft, openbaar publiceren van een toegekende boete of dwangsom met naam van de overtreder. Ook de STE beschikte over deze bevoegdheid. Afgaand op het bovenstaande lijkt er weinig te zijn veranderd ten aanzien van het vervolgen wanneer een vermoeden bewezen kan worden.

Heeft de vervolging van de AFM tot meer succes geleid ten opzichte van vervolging door de STE? In de volgende twee paragrafen wordt getracht middels het strafrecht en bestuursrecht daarop een antwoord te geven.

4.3.4 Vervolging via strafrecht

Wanneer we het strafrecht van de afgelopen jaren nader onderzoeken met betrekking tot misbruik van voorwetenschap is het opvallend dat er weinig zwaar gestraft is door de rechter. Een keer heeft een strafrechtelijke vervolging geleid tot een onvoorwaardelijke vrijheidsstraf van vier maanden. Het betrof hier de zaak *Kempen & Co.*⁴¹ In hoger beroep werd de onvoorwaardelijke vrijheidsstraf vernietigd. De rechtbank legde nu een voorwaardelijke vrijheidsstraf op van vier maanden, een taakstraf van honderd uren en een boete van €1.500,-. Ook in andere gevallen beperkte de rechter zich tot veelal voorwaardelijke

vrijheidsstraffen en /of boetes. In de zaak *HIM Furness N.V.* werd een bestuurder tot een taakstraf van 180 uur veroordeeld voor overtreding van het tipverbod.⁴² Ook in de zaak *McGregor Fashion* werd de toenmalige directeur enkel veroordeeld tot een boete van € 200.000,-. In deze zaak werd het transactieverbod van handel met voorwetenschap overtreden. Bovengenoemde zaken zijn een greep uit strafrechtelijke gevallen van handel met voorwetenschap en maken inzichtelijk hoe er wordt veroordeeld.

⁴¹ Rechtbank Amsterdam 5 juli 2005, LJN AT 9485, NJ 18 juli 2005.

⁴² Rechtbank Amsterdam 19 2006 januari, LJN AU 9945, NJ 19 januari 2006.

4.3.5 Vervolging via bestuursrecht

Wanneer we onderstaande tabel bekijken valt op dat het aantal onderzoeken van de AFM gestaag stijgt en de aangiften bij het OM redelijk gelijk blijven.⁴³ Het aantal opgelegde boetes door de AFM blijft redelijk constant. De AFM geeft als oorzaak van het toenemende aantal onderzoeken naar misbruik van voorwetenschap de toenemende internationalisering van de handel. Bij deze zaken ging het voornamelijk over oplopende koersen bij overnamebiedingen. Wanneer we nu het aantal onderzoeken afzetten tegen het aantal transacties waar mogelijk sprake zou kunnen zijn van handel met voorwetenschap mogen we concluderen dat slechts een klein deel van verdachte transacties wordt opgespoord en vervolgd. Tot deze constatering komt de Algemene Rekenkamer in haar rapport waarin zij aangeeft dat maar liefst 5 miljoen transacties verdacht zijn.⁴⁴ Dit getal zou wellicht nog veel hoger zijn wanneer het eenvoudiger zou zijn verdachte transacties te signaleren. De AFM geeft aan dat het ook met nieuwe analyse en detectiemogelijkheden lastig blijft verdachte transacties te monitoren. Daarnaast kun je je afvragen in hoeverre de deskundigheid van de AFM in deze reikt en in welke mate deze deskundigheid de opsporing in de weg staat. Immers, het is algemeen bekend dat de AFM niet in al haar werkzaamheden voldoende expertise heeft.

Tabel 4.2

Jaar	Onderzoek AFM	Bestuurlijke Boete AFM	Aangiftes bij het OM
2002	26	n.v.t.	12
2003	30	n.v.t.	6
2004	20	1	2
2005	124	1	5
2006	45	1	11
2007	34	1	2
2008	Onbekend	2	10
2009	73	4	3

Bron: AFM jaarverslag 2010

4.4 Effectiviteit vervolging van het strafrecht en bestuursrecht

In de voorgaande paragraaf is uiteengezet waar strafrechtelijke vervolging betreffende misbruik van voorwetenschap toe leidt. We konden lezen dat daders van misbruik van voorwetenschap uiteindelijk met lage sancties werden bestraft en het aantal opgelegde boetes constant bleef. Het aantal onderzoeken ingesteld door de AFM en het bij het OM gedane aangiften stond in schril contrast met de 5 miljoen verdachte transacties als genoemd in het rapport opgesteld door de Algemene Rekenkamer.

⁴³ Rapport AFM Toezicht marktmisbruik 2005-2010.

⁴⁴ AFM jaarverslag 2004, p.40.

Ook lijkt de preventieve werking van het strafrecht en bestuursrecht door de relatief lage sancties tegen te vallen, immers toekomstige overtreders worden niet echt ontmoedigd door genoemde sancties om verdachte transacties te plegen.

Hoe is het nu gesteld met de vervolging van de verdachten in de HCS affaire en de zaak Boonstra wanneer wij de huidige wetgeving daarbij betrekken?

4.5 De HCS affaire versus de huidige wetgeving

In 1999 werd een wetswijziging doorgevoerd naar aanleiding van de HCS affaire. De effectiviteit van de strafbepaling diende verbeterd te worden en de bewijslast voor het OM moest worden vereenvoudigd.⁴⁵ In hoofdstuk 2 is reeds aangegeven dat de delictomschrijving is verruimd om zodoende de bewijslast te verlichten.

Vanuit de literatuur, met name Doorenbos en Kristen, is veel kritiek ontstaan op de verruiming van de delictomschrijving.⁴⁶ Zij geven aan dat voor het OM slechts een vederlichte bewijslast resteert. De wijzigingen in de delictomschrijving vergroten het risico dat steeds meer gedragingen als gebruik van voorwetenschap worden gecriminaliseerd en waar niemand meer de strafwaardigheid van inziet.⁴⁷

In 2005 is er sprake van een ommekeer. De wetgever hanteert als gevolg vanaf de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik een strengere delictomschrijving. De nieuwe richtlijn beoogde totale harmonisatie ten aanzien van de daarin opgenomen verbodsnormen. Hierdoor zijn er voor de Nederlandse wetgever minder marges hanteerbaar wat heeft geleid tot een strenger geformuleerd delict. De bewijslast voor het OM werd verzwaard.

Wat betekent dit nu voor de HCS affaire wanneer we dit arrest toetsen aan de huidige wetgeving? De Hoge Raad vernietigde destijds het vonnis van het Hof omdat niet bewezen werd dat Van den Nieuwenhuyzen rechtstreeks voordeel uit de transacties had behaald en dat hij vooraf wist hoe de koers zou verlopen.

In artikel 46 lid 1 Wte nieuw 2 (zie bijlage artikel 46 Wte nieuw 2) is toegevoegd het bestanddeel 'gebruik maken van'. Dit bestanddeel betekent dat moeten worden aangetoond het verband tussen de voorwetenschap en de transactie. Echter uit de jurisprudentie mogen wij opmaken dat deze bepaling is afgezwakt en dat we de causaliteitseis moeten lezen als een bewustheidsseis.⁴⁸ Een persoon wordt geacht gebruik te maken van voorwetenschap indien hij zich, terwijl hij de transactie pleegt, bewust is van het feit dat er sprake is van een niet geopenbaarde bijzonderheid die bij openbaarmaking een significante koersinvloed zou kunnen hebben op de koers. Wanneer die bewustheid kan worden aangetoond is het bestanddeel 'gebruik maken van' bewezen.⁴⁹ Op basis van deze bewustheidsseis zou het OM aannemelijk kunnen maken dat Van de Nieuwenhuyzen zich schuldig maakte aan misbruik van voorwetenschap.

De tweede verandering is de toevoeging van het bestanddeel significant in de delictomschrijving. Nu het ging om informatie omtrent de hachelijke situatie waarin HCS zich bevond en de afspraken omtrent de emissie van aandelen is het verdedigbaar dat deze informatie van significante invloed is op de koers van de aandelen.

⁴⁵ Kamerstukken, Tweede Kamer, 1996-1997, 25 095, nr. 3, p.1.

⁴⁶ F.G.H. Kristen, *Misbruik, gebruik of handelen met voorwetenschap*, De NV, 1997, p.138.

⁴⁷ D.R. Doorenbos, *De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap*, NJB 1996, p.1810.

⁴⁸ HR 31 mei 2005, JOR 2005/185 m.nt. J. Italianer (Flexovit).

⁴⁹ Kamerstukken, Tweede Kamer, 2004-2005, 29 827, nr. 7, p.20.

De derde wijziging betreft de toevoeging van het woord 'concreet' aan de definitie van het begrip voorwetenschap. Met deze wijziging sluit de wettekst nu beter aan op de Richtlijn 2003/6/EG. Met deze toevoeging was verder geen inhoudelijke wijziging beoogd.⁵⁰

Wijziging vier betreft een onderscheid tussen primaire insiders (zij die verbonden zijn aan een organisatie en zij aan wie de voorwetenschap door de organisatie is toevertrouwd) en secundaire insiders (alle anderen dan primaire insiders die over voorwetenschap beschikken). Het onderscheid is aangebracht om te kunnen regelen dat transacties die zijn verricht door een secundaire insider alleen strafbaar zijn wanneer kan worden bewezen dat deze wist, dan wel redelijkerwijs moest vermoeden, dat de informatie waarover hij beschikte voorwetenschap oplevert. De regeling wordt hierdoor minder zwaar voor secundaire insiders en de bewijslast voor OM ten aanzien van hen wordt verzwaard. Nu de verdachte in de HCS een primaire insider (namelijk een groot aandeelhouder) betreft, heeft deze wijziging geen gevolgen voor de zwaarte van de bewijslast.

De laatste twee wijzigingen, de openbaarmakingverklaring en de klikplicht, zijn van toepassing op de verplichtingen aangaande de organisatie zelf en zijn derhalve niet relevant.

Op basis van het bovenstaande zou het verdedigbaar zijn dat Van den Nieuwenhuyzen op basis van de Wft wordt veroordeeld voor misbruik van voorwetenschap. Deze uitkomst staat haaks op de uitspraak van de Hoge Raad, die toen tot een vrijspraak kwam.

4.6 De zaak Boonstra versus de huidige wetgeving

De zaak Boonstra, ook wel bekend onder de naam Endemol-zaak⁵¹, betrof de heer C. Boonstra, die een pakket aandelen Endemol kocht. Bij zijn partner, lid van de Raad van Commissarissen, is op dat moment bekend dat Endemol in vergaande onderhandelingen is om te worden overgenomen.

De casus verschilt met de HCS affaire in die zin dat het hier gaat om een secundaire insider. Immers, Boonstra is niet iemand die direct bij de organisatie betrokken is. Artikel 46 lid 2 en 3 Wte (nieuw) geven aan dat transacties verricht door een secundaire insider alleen strafbaar zijn wanneer kan worden bewezen dat deze wist, dan wel redelijkerwijs moest vermoeden, dat de informatie waarover hij beschikte voorwetenschap oplevert. Hierdoor wordt de regeling voor secundaire insiders minder streng en zal de bewijslast voor het OM worden verzwaard. Immers het is lastig aan te tonen voor het OM dat Boonstra beschikte over voorwetenschap wanneer hij ontkende over voorwetenschap te beschikken ten tijde van de verrichte handeling. Wanneer er geen getuigen zijn die de overtreding kunnen bevestigen wordt het moeilijk om tot een bewezenverklaring te komen. Dezelfde problematiek doet zich voor bij het aantonen van de bewustheideis.

De problematiek, waarbij in principe alleen de verdachte op de hoogte is of hij daadwerkelijk met voorwetenschap heeft gehandeld op het moment van de verdachte handeling, komt vaak voor bij de bewezenverklaring door het OM. Uit de jurisprudentie blijkt dat het OM gebruik is gaan maken van 'circumstantial evidence'. Vertaald betekent dit indirect bewijs. Wanneer er geen direct bewijs voor handen is zal het OM de verdachte omstandigheden en feiten die gebruikt worden om handel met voorwetenschap aan te tonen aangeven. Vervolgens zal de

⁵⁰ Kamerstukken, Tweede Kamer, 2004-2005, 29 827, nr. 3, p.27-28.

⁵¹ Rechtbank Amsterdam 2 mei 2003, JOR 2003/149 en Hof Amsterdam 10 december 2004, LJN AR7393.

rechter aan de hand van deze omstandigheden en feiten toetsen of het aannemelijk is dat de verdachte heeft gehandeld met voorwetenschap.

Enkele feiten en omstandigheden zijn:

- aard van de transactie: opties zijn verdachter dan aandelen gezien het speculatief karakter;
- omvang van de transactie: grotere transacties zijn verdachter dan kleine transacties;
- de wijze van financiering: transacties met geleend geld zijn verdachter dan met eigen geld;

Voor de bestrijding van handel met voorwetenschap is de gebruikmaking van circumstantial evidence een positieve ontwikkeling. Hiermee wordt een klassiek bewijsprobleem bij handel met voorwetenschap deels weggenomen. Of Boonstra op basis van de huidige wetgeving zou worden veroordeeld hangt dus sterk af van de feiten en omstandigheden in samenhang met zijn gedragingen.

Hoofdstuk 5 Oplossingen om misbruik van voorwetenschap gemakkelijker aan te tonen

5.1 Inleiding

In de voorgaande hoofdstukken is beschreven dat de Nederlandse wetgever in 1989 een verbodsbepaling op misbruik van voorwetenschap heeft ingevoerd. Deze verbodsbepaling werd destijds opgenomen in het Wetboek van Strafrecht. Vervolgens heeft de verbodsbepaling tweemaal een wijziging ondergaan en is uiteindelijk naar aanleiding van

Richtlijn 2003/6/EG op 1 oktober 2005 de Wet Marktmisbruik van kracht geworden. Vanaf dat moment hanteert de wetgever een strengere delictomschrijving. Hierdoor bestond de vrees dat de bestaande vervolgingspraktijk bemoeilijkt zou worden. Een verzwaring van de bewijslast van het OM ligt hier aan ten grondslag. Echter de jurisprudentie^{52, 53} geeft aan dat bij de meeste zaken het aantonen van misbruik van voorwetenschap het grootste euvel voor het OM is en niet de technische aspecten zoals in het vorige hoofdstuk weergegeven. Ook wil ik dit kader niet onvermeld laten een zaak die nooit voor de rechter is gekomen maar waar de verdachte een schikking met het OM heeft getroffen. Het betreft hier de Grolsch-zaak⁵⁴ waarin de verdachte in de kroeg opving dat Grolsch werd overgenomen door het Brits/Zuid-Afrikaanse biermerk SAB Miller. De verdachte kocht vervolgens direct aandelen Grolsch en na de deal verkocht hij de aandelen. Een soortgelijke zaak betrof de Koninklijke Olie-zaak.⁵⁵ In deze zaak handelde de verdachte in aandelen nadat hij een winstwaarschuwing vernam van Koninklijke Olie voordat deze werd gepubliceerd. De Officier van Justitie seponeerde deze zaak wegens gebrek aan bewijs. Bovenstaand wordt aangeduid als het klassieke bewijsprobleem (was de verdachte wel/niet op de hoogte of hij daadwerkelijk met voorwetenschap heeft gehandeld) bij handel met voorwetenschap. We zien met de casus De zaak Boonstra dat dit klassieke bewijsprobleem met de Wet Marktmisbruik niet wordt opgelost.

Bovenstaande casussen illustreren dat het OM creatief moet handelen om misbruik van voorwetenschap aan te tonen. Het is in toenemende mate gebruik gaan maken van circumstantial evidence. Voor het OM is het gebruik maken van dit indirect bewijs een goede aanvulling op zijn toetsing of de verdachte heeft gehandeld met voorwetenschap. Een aandachtspunt bij de bestrijding van voorwetenschap op basis van circumstantial evidence is dat de rechtsbescherming niet in gevaar mag komen. Immers, de kans is aanwezig dat te snel een bepaalde gedraging wordt aangenomen op grond van circumstantial evidence.

5.2 Overige aspecten met betrekking tot vereenvoudiging aantonen misbruik van voorwetenschap

5.2.1. Opleggen zwaardere straffen

Al jaren wordt in ons land een brede discussie gevoerd over de (te) lage straffen, veelal leidend tot ophoging van bepaalde strafmaxima. Volgens dr. Frank van Tulder van de Raad voor de Rechtspraak is de strafrechter tussen 2000 en 2009 in gelijksoortige zaken gemiddeld elf procent zwaarder gaan straffen.⁵⁶ Saillant detail hierbij is dat opgelegde straffen inzake misbruik van voorwetenschap juist zijn verlaagd! Toen destijds de strafbepalingen in het Wetboek van Strafrecht stonden vermeld werd overtreding van deze bepalingen bestraft met een gevangenisstraf van drie jaar (nu twee jaar) en hogere geldstraffen. Welke beweegredenen hierbij een rol hebben gespeeld is niet helder nu in de memorie van toelichting bij de invoering van de Wet Marktmisbruik geen aandacht is geschonken aan dit punt.⁵⁷ Het heeft er alle schijn van dat de wetgever aanhaakt bij de onderzoeksresultaten van zwaarder straffen zoals hierna beschreven.

⁵² Rechtbank Amsterdam 2 mei 2003, JOR 2003/149 en Hof Amsterdam 10 december 2004, LJN AR7393.

⁵³ Rechtbank Amsterdam 16 juli 1998, JOR 1998/136 en Hof Amsterdam 24 september 1999.

⁵⁴ NRC Handelsblad 2 april 2010.

⁵⁵ Deze informatie komt uit de media.

⁵⁶ Van Tulder, *De punitiviteit is juist gedaald tussen 2000 en 2009*, NJB 2011, p.1780.

⁵⁷ Memorie van toelichting, Kamerstukken, Tweede Kamer, vergaderjaar 2004-2005, 29827, nr. 3.

De suggestie zwaarder straffen ligt voor de hand om zodoende een betere balans te verkrijgen tussen de laakbaarheid van de gedraging en de hoogte van straf (In paragraaf 4.3.4. werd beschreven dat onderzoek aangaf dat de rechter opvallend laag straft bij zaken met betrekking tot misbruik van voorkennis). Door zwaarder te straffen kan een bepaalde angst ontstaan bij zij die de gedraging voor ogen hebben (preventieve werking). Deze angst zou hen moeten weerhouden te handelen met voorwetenschap. Echter uit verschillende studies van criminologen en aanverwante wetenschappers blijkt dat gevangenisstraffen juist een negatief effect hebben op criminaliteit.⁵⁸ Zo geeft De Ruiter in haar oratie aan '*dat het recente overheidsbeleid om criminele recidive tegen te gaan met meer en langere vrijheidsstraffen, alle wetenschappelijke evidentie tart over What Works*'.⁵⁹ Nieuwbeerta e.a. concluderen dat criminelen na een veroordeling tot gevangenisstraf vaker opnieuw de fout ingaan.⁶⁰ Er dient wel een kanttekening geplaatst te worden dat dergelijke onderzoeken de algemene elasticiteit van zwaarder straffen aangeven.

Een neveneffect van de laakbare gedraging is dat het vertrouwen van beleggers in de effectenhandel ernstig geschaad kunnen worden. De kans is aanmerkelijk dat door dit handelen beleggers er niet langer op kunnen vertrouwen dat op de effectenmarkten op voet van gelijkheid kan worden gehandeld omdat oneerlijke handelingen niet worden aangepakt.⁶¹ Dit gebrek aan vertrouwen kan als gevolg hebben dat de effectenmarkten niet meer adequaat functioneren. Deze gedachte wordt ook genoemd in verschillende arresten. Dit blijkt uit de overwegingen in de arresten Weveler⁶² en Kempen & Co.⁶³

Op dit moment kan bij een natuurlijk persoon maximaal een gevangenisstraf van 2 jaar worden opgelegd en daarnaast een geldboete van maximaal €16.750,-.⁶⁴ De praktijk laat zien dat de afgelopen jaren enige strafrechtelijke veroordelingen hebben plaatsgevonden die relatief laag zijn.

5.2.2 Toezicht op handel met voorwetenschap

Naast de problematiek omtrent de moeizame bewijsbaarheid van handel met voorwetenschap is ook het toezicht op handel met voorwetenschap lastig. Lastig in die zin dat het bijna onbegonnen werk is voor de AFM om uit alle verrichte transacties juist die transacties te traceren die met voorwetenschap zijn verricht. Op dit moment worden alleen die transacties onder de loep genomen waarin sprake is van verdachte omstandigheden. Uit deze gevallen wordt slechts een gering aantal verdachten bestraft (veelal geldstraffen). De eerder genoemde bewijsproblematiek voor het OM is grotendeels debet hieraan.

In 2010 verscheen het rapport Vijf jaar toezicht op marktmisbruik van de AFM. Hierin schetst zij dat bij onderzoek naar voorwetenschap door de AFM gebruik wordt gemaakt van niet-openbare informatie als transactie- en portefeuillegegevens. Ook maakt zij gebruik van internet en data-vendors (leveranciers van informatie). Echter zij kan niet beschikken over lijsten met historische telecommunicatie verkeersgegevens welke in het bezit zijn van telecomaandieners. Op deze lijsten staan bijvoorbeeld telefoonnummers die door een persoon

⁵⁸ Suurmond, *Werkt gevangenisstraf echt niet?*, *Criminologen als struisvogels*, Justiele Verkenningen 2008-2, jaargang 34, p. 27 e.v.

⁵⁹ De Ruiter, *Ik heb niets beters te doen*, Universiteit Maastricht, 2007 (oratie)

⁶⁰ Nieuwbeerta, Nagin e.a., *Het meten van effecten van gevangenisstraf op crimineel gedrag in een niet-experimentele studie*, Mens en Maatschappij, 82^e jaargang, 2007, p.272-299.

⁶¹ Eisma, *Leerboek effectenrecht*, Nijmegen 2004, p.192.

⁶² Rechtbank Amsterdam 2 januari 1997, NJ 1997, 241.

⁶³ Rechtbank Amsterdam 20 april 2004, JOR 2004/169.

⁶⁴ Artikel 6 lid 1 sub 2 WED jo. artikel 23 lid 4 Sr.

gebeld zijn en tijdstippen van bellen. Deze combinatie van gegevens kan haar helpen in het onderzoek naar misbruik van voorwetenschap, met name kan deze informatie bijdragen aan de onderzoeksinformatie in het kader van aangiftes en bestuurlijke boetes.

Een eerste aanzet die moet leiden tot het beschikken over historische verkeersgegevens is de datarentierichtlijn (2006). Deze richtlijn geeft aan dat Europese aanbieders van telecommunicatie op uniforme wijze onder andere verkeersgegevens van hun gebruikers moeten opslaan. Indien de AFM ook over deze mogelijkheid zou beschikken kan de opsporing van voorwetenschap nog verder verbeterd worden. Het lijkt mij dat het OM niet over deze gegevens hoeft te beschikken omdat zij geen procesfunctie heeft ingenomen. Daarnaast geldt wanneer het OM wel over deze gegevens beschikt zij zelf ook zou kunnen vervolgen, ofwel dan gaat de rechtbank uiteindelijk ook over de stukken beschikken en wellicht ook derden. Dan worden de stukken bekend bij andere partijen. Dat kan een nadeel zijn.

De overheid prefereert de bestuurlijke handhaving van de AFM boven een strafrechtelijke handhaving. In het algemeen worden hiervoor diverse argumenten aangedragen. De handhaving zou op deze manier effectiever zijn door een grotere snelheid en/of betere inningprocedures. Tevens zou de betrokkenheid van de betrokken bestuurders beter zijn wanneer zij ook de verantwoording dragen voor handhaving. Een goed voorbeeld van het bestuursstrafrecht is te vinden in het verkeersrecht. Een lichte verkeersovertreding wordt daar bestuursrechtelijk afgehandeld door het opleggen van een boete.

Anderzijds kan grootschalig misbruik van voorwetenschap het vertrouwen op de effectenmarkten schaden en zodoende voor maatschappelijke onrust zorgen. In dat geval zal mijns inziens het strafrecht prevaleren.

5.3 Conclusie

In dit hoofdstuk werd duidelijk dat het lastig is en blijft om handel met voorwetenschap te bestrijden. Met name het klassieke bewijsprobleem blijft een obstakel voor het OM om sluitend bewijs voor handel met voorwetenschap te leveren en niet zo zeer de technische aspecten van de delictomschrijving. Het OM moet dan ook creatief te werk gaan om dergelijke strafbare gedragingen te bewijzen. Zij maakt daarbij gebruik van circumstantial evidence.

De publieke opinie pleit de afgelopen jaren voor lagere straffen in Nederland. Deze opinie wordt weerlegd door onderzoekresultaten van onder anderen criminologen. Uitbreiding van de bevoegdheden voor het AFM zou een bijdrage aan de bestrijding kunnen leveren met daarbij de kanttekening dat in het bestuursrecht geen vrijheidsstraffen mogelijk zijn maar slechts geldboeten of bijvoorbeeld maatregelen.

Hoofdstuk 6 Slotbeschouwing

In deze scriptie werd het spits afgebeten met een citaat uit de Elsevier van 11 november 1995. Het betrof een situatieschets waarin Michel Ho, effectenmakelaar, zich voor de vraag gesteld zag wat te doen met tot hem gekomen koersgevoelige informatie. Ik stelde dat het dilemma waarmee Ho worstelde alles te maken heeft met misbruik van voorwetenschap, het onderwerp van de scriptie. Had Ho misbruik gemaakt van voorwetenschap indien hij overeenkomstig zijn vermoedens op de beurs had gehandeld? Dat antwoord is, na grondige bestudering van het verschijnsel misbruik van voorwetenschap en de wetsartikelen, niet direct te geven. Het antwoord geeft aan hoe complex de materie handel met voorwetenschap is.

Ik stelde mij bij aanvang van deze scriptie ten doel te onderzoeken in hoeverre de Wet Marktmissbruik de juridische knelpunten bij de vervolging van misbruik van voorwetenschap oplost en/of er betere alternatieven denkbaar zijn. In mijn onderzoek heb ik aandacht besteed aan de totstandkominggeschiedenis van de strafbepaling en de redenen om tot strafbaarstelling over te gaan. Deze redenen zijn gelijk te stellen met de belangen die door strafrechtelijke handhaving van misbruik van voorwetenschap worden beschermd. Ter zake van misbruik van voorwetenschap is gebleken dat dit handelen het vertrouwen van beleggers in een eerlijk verlopende beurshandel schade toebrengt, waardoor het beursverkeer wordt ontwricht. In de praktijk lijkt mij dat de delictsbestanddelen met deze belangen in het achterhoofd als zodanig moeten worden uitgelegd.

Naast deze onwenselijkheid van handelen was er voor de wetgever ook een internationale druk om in 1989 over te gaan tot invoering van de eerste wettelijke verbodsbepaling op misbruik van voorwetenschap. Er werd toen gekozen voor een verbodsbepaling in het Wetboek van Strafrecht. Middels deze keuze bepaalde de wetgever dat handel met voorwetenschap strafrechtelijk moest worden gesanctioneerd. Na invoering van de verbodsbepaling bleek dat handel met voorwetenschap moeilijk aan te tonen is. De strikte delictsomschrijving was hier debet aan. Vervolgens werd gekozen voor een ruime delictsomschrijving. In deze delictsomschrijving werd elk subjectief bestanddeel, buiten de verwijzing naar het bestaan van voorwetenschap bij de verdachte, weggewerkt. Nadeel van deze delictsomschrijving was dat gedragingen die als onschadelijk moesten worden gezien, nu strafbaar waren (zie ook 2.3).

Naar aanleiding van de HCS-affaire is de verbodsbepaling, onder veel kritiek, nog ruimer geworden. De laatste inhoudelijke wijziging van de verbodsbepaling bestond uit de implementatie van de richtlijn Marktmissbruik in de Wte. Als gevolg hiervan is de delictsomschrijving strenger geworden en is de bewijslast voor het OM verzwaaard. De jurisprudentie leert ons dat voor het OM het nu moeilijk is om bewijs van handel met voorwetenschap te leveren en dat zij veelal gebruik maakt van indirect bewijs.

Zoals gezegd, handel met voorwetenschap is een complexe materie. Dit blijkt uit de geschetste wetsgeschiedenis waarin de delictsomschrijving diverse malen kantelde van ruim naar eng. De inhoud van een delictsomschrijving is het resultaat van een *communis opinio* omtrent de laakbaarheid van bepaald handelen. Hiermee bedoel ik de publieke opinie, datgeen wat iedereen van iets vindt. Dit vraagt om een vertaalslag waarbij compromissen worden gesloten. Het eindresultaat van die vertaalslag behoort recht te doen aan de publieke opinie, dient helder te zijn en recht te doen aan te beschermen belangen en te handhaven zijn. Wanneer te sterk de nadruk wordt gelegd op een van deze aspecten is een optimaal evenwicht niet meer te bereiken. De bestrijding van handel met voorwetenschap heeft hiermee continu te maken. Tegenwoordig maakt het OM in toenemende mate gebruik van indirect bewijs. Gevaar hiervan is dat de rechtsbescherming en rechtszekerheid in het gedrang komen.

Uit paragraaf 5.1 mogen we afleiden dat het de goede kant opgaat met de ingezette weg van bestrijding op het gebied van voorwetenschap. Jurisprudentie toont ons aan dat het bewijzen van misbruik van voorwetenschap het grootste euvel is voor het OM en niet de technische aspecten. Waar eerdere wet- en regelgeving 'in een te ruime jas was gestoken' en handelingen strafbaar stelde die niet als onrechtmatig gezien werden is de hedendaagse bestrijding in balans met de rechtszekerheid en rechtsbescherming zonder dat de effectiviteit van de bestrijding verloren gaat.

Het lijkt mij dan ook niet noodzakelijk dat de strafbepaling grootschalig in de steigers wordt gezet. Daarbij zou het kunnen beschikken over historische verkeersgegevens door de AFM het proces van bestrijding nog kunnen versterken.

Literatuurlijst

Boeken

Corstens 1989

Corstens, K., *'Misbruik van voorwetenschap'*, Deventer: Kluwer 1989.

Doelder en Mul 2004

Doelder, H., de en Mul, V., *'Misbruik van voorwetenschap. Het juridisch kader'*, Amsterdam: NIBESVV (Bankjuridische reeks nr. 49) 2004.

Doorenbos 1992

Doorenbos, D.R., *'Financieel strafrecht'*, Deventer: Kluwer 1989.

Eisma 2002

Eisma, S.E., *'Leerboek effectenrecht'*, Nijmegen: Ars Aequi Libri 2002.

Italianer en Tillema 2003

Italianer, J. en Tillema, A.J.P., *'Het concept-wetsvoorstel Implementatie richtlijn Marktmisbruik-Startschot voor een nieuw regime in Nederland'*, Amsterdam: NIBE-SW 2003.

Van Dam 1999

Van Dam, M.S.A., *'De invloed van het Europese recht op het Nederlandse effectenrecht'*, Dossier 35, maart 1999.

Van Ittersum 2010

Van Ittersum, B.F., *'Regelgeving van de Vereniging voor de Effectenhandel ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap, in misbruik van voorwetenschap'*, Serie monografieën vanwege het Van der Heijden-instituut, Deel 30, 2010.

Richtlijnen

Richtlijn 89/592/EEG, Pb EG 1989 L334/30.

Tijdschriftartikelen

Doorenbos 1996

Doorenbos, D.R., *'De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap'*, NJB 1996, p.1809.

Keulen en Van der Neut 1995

Keulen, B.F. en van der Neut, J.L. *'Berechting HCS-zaak na cassatie nog geen gelopen koers'*, TVVS 1995, nr. 95/8.

Kristen 1997

Kristen, F.G.H., *'Misbruik, gebruik of handelen met voorwetenschap'*, De NV, 1997, p.138.

Maschaupt 1969

Maschaupt, J.H., *'Misbruik van voorwetenschap'*, TVVS 1969, no. 11, p. 289 e.v.

Mok 1987

Mok, M.R., *'Strafbaarstelling misbruik van voorwetenschap'*, TVVS 1987, nr. 87/5.

Nieuwbeerta 2007

Nieuwbeerta, A.C., Nagin G.V., e.a., *'Het meten van effecten van gevangenisstraf op crimineel gedrag in een niet-experimentele studie'*, Mens en Maatschappij, 82^e jaargang, 2007, p.272-299.

Rietkerk 1984

Rietkerk, G., *'Effectentransacties door ingewijden'*, NV 1984, p. 179-184.

Schaffmeister 1995

Schaffmeister, D.S., *'De Hoge Raad oordeelt voor het eerst inzake misbruik van voorwetenschap bij de handel in effecten'*, De NV 73 1995.

Suurmond 2008

Suurmond, P.J. *'Werkt gevangenisstraf echt niet?, Criminologen als struisvogels'*, Justiele Verkenningen 2008-2, jaargang 34, p. 27 e.v.

Van Tulder 2011

Van Tulder, P. *'De punitiviteit is juist gedaald tussen 2000 en 2009'*, NJB 2011, p.1780.

Van Welzen 1989

Van Welzen, P.N.J., *'De bestrijding van grensoverschrijdende effectenmanipulaties vanuit Europees perspectief'*, TVV 1989, nr.89/7, p.166 e.v.

Jurisprudentieregister**Hoge Raad**

HR 27 juni 1995, nr. 100.195, NJ 1995/662(HCS).

HR 31 mei 2005, JOR 2005/185 m.nt. J. Italianer (Flexovit).

Gerechtshoven

Hof Amsterdam 24 september 1999.

Hof Amsterdam 10 december 2004, LJV AR7393 (Endemol).

Rechtbanken

Rechtbank Amsterdam 2 januari 1997, NJ 1997, 241.

Rechtbank Amsterdam 16 juli 1998, JOR 1998/136.

Rechtbank Amsterdam 2 mei 2003, JOR 2003/149 (Endemol).

Rechtbank Amsterdam 20 april 2004, JOR 2004/169.

Rechtbank Amsterdam 5 juli 2005, LJN AT 9485, NJ 18 juli 2005 (Kempen & Co).

Rechtbank Amsterdam 19 januari 2006, LJN AU 9945, NJ 19 januari 2006 (HIM
FURNESS N.V.).

BIJLAGE 1

Artikel 46 Wte nieuw 2

1. Het is een ieder die behoort tot een in het tweede lid genoemde categorie natuurlijke personen of rechtspersonen verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen:

a. in of vanuit Nederland of een staat die geen lid-staat is in effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen is of werkzaam is in Nederland of waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd;

b. in of vanuit Nederland in effecten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen is of werkzaam is in een andere lid-staat of die zijn toegelaten tot de handel op een effectenbeurs die is gevestigd en van overheidswege toegelaten in een staat die geen lid-staat is, of in effecten waarvoor toelating tot die handel is aangevraagd; of

c. in of vanuit Nederland of een staat die geen lid-staat is in effecten, niet zijnde effecten als bedoeld onder a of b, waarvan de waarde mede wordt bepaald door de onder a of b bedoelde effecten.