

M. Nelemans, Market Manipulation versus Insider Trading (in Dutch), *Delikt & Delinkwent*, 2006 (5), 502-520.

Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap

M. Nelemans [Promovendus vakgroep strafrechtswetenschappen, UvT]

Samenvatting

Het Hof Amsterdam heeft in de zaak-Cardio Control enkele gedragingen die normaliter zijn te kwalificeren als marktmanipulatie geschaard onder het verbod van misbruik van voorwetenschap. In dit artikel wordt eerst aangetoond dat marktmanipulatie in sommige gevallen leidt tot een informatievoorsprong die mogelijk binnen de definitie van voorwetenschap valt. Dan presenteer ik enkele argumenten waarom het vervolgen van marktmanipulatie onder het verbod van misbruik van voorwetenschap zorgt voor onwenselijke juridische fricties en overbodige processuele complicaties. Het artikel sluit af met de formulering van een conceptueel onderscheid tussen de twee vergrijpen.

1. Inleiding

Koersmanipulatie is sinds 1886 strafbaar gesteld in art. 334 Wetboek van Strafrecht (Sr). Verder heeft de wetgever misbruik van voorwetenschap vanaf 1989 verboden, thans ingevolge art. 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995). Op het gebied van koersmanipulatie zijn geen noemenswaardige rechtszaken geweest, terwijl het vergrijp misbruik van voorwetenschap na de HCS-zaak¹ steeds vaker in de schijnwerpers heeft gestaan. In oktober 2005 is een verandering doorgevoerd op het gebied van koersmanipulatie. Art. 334 Sr is grotendeels buitenspel gezet door een nieuw verbod van marktmanipulatie, neergelegd in art. 46b Wte 1995.² Het voornaamste verschil is dat *kortweg* niet meer alleen het verspreiden van onjuiste informatie (informatie-manipulatie) is verboden, maar ook het verrichten van manipulatieve transacties (transactie-manipulatie).

De directe aanleiding voor dit artikel is een uitspraak van het Amsterdamse Hof in de zaak-Cardio Control. De verdachte had zich schuldig gemaakt aan het verspreiden van onjuiste en misleidende be-

¹ HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662, m.nt. Schalken (HCS).

² Wet Marktmisbruik, Stb. 2005, 346. Zie over (het concept van) de Wet Marktmisbruik J. Italianer en A.J.P. Tillema, De Wet Marktmisbruik - introductie van een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2005, p. 34-37 en idem, Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmisbruik - Startschot voor een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 430-439.

richten en aan het op grote schaal verrichten van tegengestelde aan- en verkopen van het aandeel Cardio Control, waardoor de koers van het fonds Cardio Control steeg. Vervolgens verrichtte de verdachte een aantal verkooptransacties tegen de hogere koers. Het Hof kwam tot de conclusie dat bovengenoemde handelingen kunnen worden gekwalificeerd als misbruik van voorwetenschap, omdat de manipulator een informatievoorsprong creëert en deze uitwint.³ De uitspraak werd met name gebaseerd op het feit dat de onjuistheid van de informatie en de manipulatieve aard van de transacties niet openbaar waren.⁴ De kwalificatie van gedrag dat normaliter wordt aangeduid als marktmanipulatie tot het misbruik maken van voorwetenschap, is creatief maar roept wel een aantal vragen op. In dit artikel wordt onderzocht of marktmanipulatie onder de werkingssfeer van het verbod van misbruik van voorwetenschap kan worden gebracht, en zo ja, of dit een wenselijke situatie is. De aanpak die ik voorsta is deels feitelijk, deels juridisch. Hoewel het Hof in deze zaak is gebonden aan art. 46 Wte 1995 (oud) én art. 334 Sr, is het betoog thans van toepassing op de verhouding tussen art. 46 Wte 1995 (nieuw) en art. 46b Wte 1995. Uitgegaan wordt van de nieuwe bepalingen.

Het artikel bestaat uit vijf paragrafen. Eerst wordt een modelmatige beschrijving gegeven van drie archetypen die terugkomen in de zaak-Cardio Control: informatie-manipulatie, transactie-manipulatie en misbruik van voorwetenschap (paragraaf 2). Vervolgens licht ik toe waarom het bij marktmanipulatie van belang is een tijdsindeling te maken (paragraaf 3). Dan betoog ik dat marktmanipulatie niet altijd tot voorwetenschap leidt (paragraaf 4). En ten slotte geef ik aan waarom het in die gevallen dat marktmanipulatie is te kwalificeren als misbruik van voorwetenschap, verstandiger is om een conceptueel onderscheid te hanteren (paragraaf 5 en 6).

2. Drie te onderscheiden archetypen

In de zaak-Cardio Control is sprake van informatie-manipulatie (het verspreiden van onjuiste *positieve* informatie⁵) en van transactie-manipulatie (het verrichten van manipulatieve *koop*transacties⁶). De verdachte is in het bezit van 30.000 aandelen, vlak voor hij de gewraakte handelingen uitvoert. Het initiële bezit heeft hij aangeschaft tegen een gemiddelde aankoopprijs van fl. 4,62. De vermeende aan-

³ Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298. Het Hof formuleert dit als volgt: '(...) dat de verdachte heeft gehandeld in aandelen Cardio Control terwijl hij de beschikking had over voorwetenschap als bedoeld in artikel 46 Wte 1995, bestaande uit de in de bewezenverklaring als bijzonderheden opgenomen concrete feiten.'

⁴ 'De berichten en de omzet waren weliswaar openbaar maar niet de leugenachtigheid van de berichten. Dat de omzet grotendeels gebaseerd was op transacties van de verdachte, zowel aan de aankoop en aan de verkooptant, was evenmin openbaar.' Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298.

⁵ Onjuiste positieve informatie wordt hier geformuleerd als informatie die tot gevolg heeft dat de koers onterecht naar een hoger niveau wordt gebracht.

⁶ Manipulatieve kooptransacties worden hier gedefinieerd als kooptransacties die worden ingezet om de koers van aandelen X te doen stijgen.

leiding voor de manipulatie is de lage koers van fl. 4,17 en een ongerealiseerd verlies van fl. 13.365,28. Voor de behandeling van de achterliggende problematiek is het verstandig niet te letten op dit initiële bezit, omdat het een verzonken investering is en daarom kan worden weggedacht. Verondersteld wordt dat de manipulator op 23 oktober vlak voor 10.32 uur (T=0) weet dat hij om 10.46 uur (T=2) zal beginnen met de uitvoering van het manipulatieve plan. Om 10.32 uur koopt de verdachte 10.500 aandelen Cardio Control (T=1), 14 minuten voordat hij start met het verspreiden van onjuiste en misleidende berichten⁷ en het verrichten van wash sales⁸ (T=2). Vervolgens stijgt de koers van het aandeel Cardio Control van fl. 4,17 naar fl. 4,95 (T=3). Tussen 24 oktober en 9 november 2000 verkoopt hij de initiële positie van 30.000 aandelen en de eerdere aankoop van 10.500 aandelen, deels tegen een hogere prijs dan de beginkoers van fl. 4,17 (T=4 tot T=7). In deze periode wordt *mogelijk* de onjuistheid van de informatie en de manipulatieve aard van de transacties bekend en daalt de koers. Ik expliciteer hier twee vooronderstellingen, alvorens deze feiten te vertalen naar de modelmatige beschrijving. Verondersteld wordt dat beide gedragingen (afzonderlijk) hebben geleid tot een koersstijging⁹ én dat beide gedragingen (afzonderlijk) de koers van 10 naar 15 hebben gebracht. De overige, niet geëxpliciteerde aannames volgen in voldoende mate uit de onderstaande beschrijvingen.

Allereerst presenteer ik een basale structuur van informatie-manipulatie, met een tamelijk universele toepassing. Stel dat een manipulator op T=0 besluit een onjuist (positief) bericht over fonds X te gaan verspreiden teneinde de koers van aandelen X te doen stijgen en dat hij op T=1 aandelen in het fonds X aanschaft om een positie op te bouwen. Stel verder dat de manipulator op T=2 een onjuist (positief) bericht verspreidt over fonds X, dat op T=3 de koers van aandeel X van 10 naar 15 stijgt (enkel en alleen door het verspreiden van het onjuiste bericht) en dat op T=4 de koers van aandeel X blijft hangen op 15 (vanwege een evenwichtige handel en een algehele informatiestilte). In deze periode bouwt de manipulator zijn positie af en short hij extra aandelen.¹⁰ Op T=6 wordt de onjuistheid

⁷ Om 10.46 uur post de verdachte op een beleggerswebsite het eerste misleidende bericht: 'Iemand biedt er 25.000 bestens!!!' Zie Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298.

⁸ Om 10.46 uur verricht de verdachte de eerste wash sales, wanneer hij tegelijkertijd 25.000 aandelen Cardio Control verkoopt én koopt. Vervolgens verricht hij nog twee wash sales met 25.000 respectievelijk 40.000 aandelen. Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298. Wash sales worden hier omschreven als het verrichten van transacties waarbij de eigendom van de financiële instrumenten *feitelijk* niet overgaat. In casu koopt de manipulator een hoeveelheid aandelen, om vervolgens dezelfde hoeveelheid aandelen weer snel te verkopen. Netto is zijn vermogen niet veranderd. Vgl. de definitie die CESR hanteert in Market Abuse Directive, Ref: CESR/04-505, 31 januari 2005, p. 12.

⁹ Het Hof acht niet bewezen dat de onjuiste berichten hebben geleid tot een koersstijging, wel dat de manipulatieve transacties dit gevolg hebben gehad. Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298.

¹⁰ Het shorten van aandelen is het verkopen van aandelen die in economische zin 'geleend' zijn van een andere marktpartij, terwijl zij juridisch vallen onder verbruikleen in art. 7A:1791 BW. Zie E.M. van Ardenne-Stachiw, *Effectenleningen*, NIBE-Bankjuridische reeks (26), Amsterdam 1995, p. 11 e.v. Vgl. F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetens*

van de informatie bekend, zodat op $T=7$ de koers van aandeel X van 15 naar 10 zakt (enkel en alleen door de openbaarmaking of het uitlekken van de onjuistheid).

Nu wordt ingegaan op transactie-manipulatie. Verondersteld wordt dat een manipulator op $T=0$ besluit een aantal manipulatieve kooptransacties te verrichten. Hiermee beoogt hij de koers van aandelen X te inflateren. Alvorens over te gaan tot de manipulatie, schaft hij op $T=1$ aandelen in het fonds X aan. Op $T=2$ verricht de manipulator een aantal manipulatieve kooptransacties in fonds X, waardoor de koers op $T=3$ van 10 naar 15 stijgt (veroorzaakt door de manipulatieve transacties). Op $T=4$ blijft de koers van het aandeel hangen op 15 (vanwege een evenwichtige handel en een algehele informatiestilte). Vanaf dit moment bouwt de manipulator zijn positie af en short hij een aantal aandelen. Op $T=6$ lekt de manipulatieve aard van de transacties uit. Op $T=7$ zakt de koers van aandeel X van 15 naar 10 (enkel en alleen door het uitlekken van de manipulatieve aard).

De voorgaande twee archetypen zullen worden vergeleken met het vergrijp misbruik van voorwetenschap. Daarom wordt als referentiepunt een beschrijving gegeven van een vrij universele vorm van misbruik van voorwetenschap. Voor de eenvoud wordt aansluiting gezocht bij concrete informatie over de uitgevende instelling.¹¹ Stel nu dat een ingewijde op $T=0$ de beschikking krijgt over voorwetenschap en dat hij op $T=1$ aandelen in het fonds X aanschaft om een positie op te bouwen. Stel verder dat de uitgevende instelling op $T=2$ de concrete informatie openbaar maakt en dat op $T=3$ de koers van aandeel X van 10 naar 15 stijgt (enkel en alleen door het vrijkomen van de voorwetenschap). In de periode $T=4$ tot en met $T=7$ blijft de koers van het aandeel hangen (vanwege een evenwichtige handel en een algehele informatiestilte). In diezelfde periode verkoopt de ingewijde zijn aandelen tegen de hogere prijs.

3. Twee te onderscheiden perioden

Het kenmerkende van marktmanipulatie is dat onjuiste berichten worden verspreid of dat manipulatieve transacties worden verricht die in veel gevallen in eerste instantie *onterecht* het predikaat *waar* krijgen én met enige vertraging – door het bekend worden van de werkelijke situatie - *terecht* het predikaat *onwaar*. Deze verandering maakt dat marktmanipulatie (bijvoorbeeld) leidt tot een koersstijging, welke wordt gevolgd door een koersdaling (*rebound*). Bij misbruik van voorwetenschap gaat het om het vrijkomen van informatie met een hoog waarheidsgehalte en een blijvende koersverandering

schap naar Europees recht (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 889-890. Hoewel de verdachte in de Cardio Control-zaak geen aandelen heeft geshort, is dit een effectief instrument om bij manipulatie (extra) te anticiperen op de komende koersdaling. Om die reden worden de archetypen uitgebreid met het shorten van aandelen. Bij reguliere voorwetenschap wordt geen gelegenheid geboden om (extra) te shorten, omdat na het vrijkomen van de voorwetenschap de koers hoog blijft.

¹¹ Het betoogde is ook van toepassing op concrete informatie over (de handel in) financiële instrumenten.

als gevolg, dus zonder rebound. Hieruit valt af te leiden dat de twee vergrijpen intrinsiek van een andere orde zijn. Om het verschil tussen de vergrijpen transparant te maken, worden zij in twee perioden gesplitst. Periode 1 duurt van $T=0$ tot en met $T=3$ en periode 2 van $T=4$ tot en met $T=7$. De twee perioden leveren elk een andere informatievoorsprong op. In grafiek 1 zijn de geschetste basisstructuren uiteengezet, waarbij de verschillende gedragingen op de tijdstippen $T=0$ tot en met $T=7$ zijn gekoppeld aan het koersverloop van aandeel X. Aan de hand van de drie archetypische feitencomplexen wordt beoordeeld in hoeverre marktmanipulatie kan worden gekwalificeerd als voorwetenschap.

De manipulator beschikt in periode 1 over een eerste informatievoorsprong, welke mogelijk voorwetenschap oplevert. De manipulator anticipeert met de eerste kooptransacties ($T=1$) op zijn eigen marktmanipulatie ($T=2$) en de koersstijging van 10 naar 15 ($T=3$). Deze aanschaf van aandelen op $T=1$ is gebaseerd op kennis over zijn voornemen de markt te manipuleren (en de mogelijke koersstijging). Dit kan worden gekwalificeerd als 'frontrunning false information or manipulative trades'. Deze situatie is voor een manipulator in beginsel gelijk aan die van een ingewijde, aangezien de manipulator net als de ingewijde de beschikking heeft over informatie die erop wijst dat de koers kan gaan stijgen. In grafiek 1 wordt dit aangegeven met de periode $T=0$ tot en met $T=3$.

Een manipulator, in tegenstelling tot een ingewijde, heeft in periode 2 de beschikking over een informatievoorsprong, die mogelijk als voorwetenschap kan worden gekwalificeerd. Hij kan op $T=4$ en $T=5$ aandelen verkopen en/of shorten, waarmee hij anticipeert op het bekend worden van de manipulatie en de koersdaling van 15 naar 10. De manipulator verkoopt of short de aandelen op $T=4$ en $T=5$ op basis van kennis over de gemanipuleerde koers (en de mogelijke rebound). Deze gedraging is op te vatten als 'frontrunning the rebound'.¹² In grafiek 1 gebeurt dit in de periode $T=4$ tot en met $T=7$. Bij marktmanipulatie zal de koers vanaf $T=7$ laag zijn (doorgetrokken lijn). Het vrijkomen van reguliere voorwetenschap leidt tot een constante hoge koers (onderbroken lijn). Een ingewijde kan dus niet anticiperen op een rebound, omdat die er simpelweg niet zal zijn.

[Grafiek 1: einde document]

3.2. Geen periodiek onderscheid in de Cardio Control-zaak

Laten we kort terugkeren naar de Cardio Control-zaak. Ondanks het feit dat marktmanipulatie mogelijk leidt tot twee te onderscheiden vormen van voorwetenschap, heeft het Hof hier bij de oordeelsvorming niet op gewezen, waardoor onbekend is of de conclusie op één van de twee of op beide informatievoorsprongen is gebaseerd. In de tenlastelegging wordt namelijk verwezen naar de periode van 23 oktober 2000 tot en met 9 november 2000, waarin de verdachte de beschikking heeft over bei-

¹² De manipulator weet dat de onnatuurlijke koersstijging door nieuwe informatie en/of door arbitrageurs op den duur (deels) ongedaan zal worden gemaakt en dat dus een koersdaling zal volgen.

de informatieprivileges. Het Hof geeft in vrij algemene bewoordingen weer dat de manipulator met de verrichte handelingen en de niet-openbaarheid ervan een informatievoorsprong heeft gecreëerd, maar niet waar dit privilege precies in is gelegen. Ik citeer de toelichting van het Hof:

‘In onderling verband en samenhang bezien komen de bijzonderheden in deze zaak er op neer dat de verdachte door het verspreiden van leugenachtige berichten in combinatie met het op grote schaal uitvoeren van tegengestelde aan- en verkopen op de beurs heeft getracht de koers van het aandeel Cardio Control in voor hem -verdachte- gunstige zin te beïnvloeden, welk handelen van de verdachte ten tijde van het uitvoeren van de tenlastegelegde transacties niet in volle omvang openbaar was. De berichten en de omzet waren weliswaar openbaar maar niet de leugenachtigheid van de berichten. Dat de omzet van het aandeel Cardio Control grotendeels gebaseerd was op transacties van de verdachte, zowel aan de aankoop en aan de verkoopkant, was evenmin openbaar.’¹³

Het Hof laat daarmee in het midden of de bijzonderheid (oud)¹⁴ heeft bestaan uit één of meer van de volgende vormen van informatie:

Periode 1:

- i) kennis over het gaan uitvoeren van informatie-manipulatie (en de mogelijke koersstijging);
- ii) kennis over het gaan uitvoeren van transactie-manipulatie (en de mogelijke koersstijging);

Periode 2:

- iii) kennis over de met informatie gemanipuleerde koers (en de mogelijke rebound);
- iv) kennis over de met transacties gemanipuleerde koers (en de mogelijke rebound).

3.3. Het periodieke onderscheid in dit artikel

Wanneer onbekend is op basis van welke informatievoorsprong een verdachte wordt veroordeeld, valt niet te toetsen of deze informatie te kwalificeren is als voorwetenschap, met andere woorden, of de informatie wel voldoende concreet is en een significante¹⁵ invloed op de koers kan hebben. Daarom zal

¹³ Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298.

¹⁴ Omdat het Hof zijn conclusie baseert op het oude verbod van misbruik van voorwetenschap, wordt het begrip ‘bijzonderheid’ gebruikt. Thans wordt gewerkt met het begrip ‘concrete informatie’. Dit heeft overigens geen consequenties voor het periodieke onderscheid of de achterliggende idee van het artikel.

¹⁵ In dit artikel wordt het begrip ‘significant’ gebruikt (art. 46 lid 4 Wte 1995), hoewel het begrip ‘aanzienlijk’ is voorgeschreven (art. 1 lid 1 richtlijn marktmisbruik). Vgl. Kristen 2004, p. 344-346.

in het vervolg worden ingegaan op de verschillende informatievoorsprongen. Eerst wordt in paragraaf 4 beargumenteerd dat de verdachte *in periode 1* niet de beschikking kan hebben over voorwetenschap, ongeacht of de informatievoorsprong wordt gecreëerd met informatie-manipulatie of transactie-manipulatie. Vervolgens wordt in paragraaf 5 en 6 betoogd dat de verdachte *in periode 2* wel in het bezit is van een informatievoorsprong (die mogelijk voorwetenschap oplevert), maar dat het niet verstandig is dit privilege daadwerkelijk als voorwetenschap te kwalificeren.

4. Periode 1: waarom kennis over een voornemen tot marktmanipulatie niet te kwalificeren is als voorwetenschap

Laten we ervan uitgaan dat de manipulator door zijn voornemen om de markt te gaan manipuleren over concrete informatie beschikt en dat deze informatie niet openbaar is. Dan blijft de vraag of deze informatie een significante invloed op de koers zou kunnen hebben. Ik wijs hier op het feit dat de informatie niet in werkelijkheid een significante invloed op de koers dient te hebben, maar volgens een *hypothetische toets*, waarbij de informatie *hypothetisch openbaar* wordt gemaakt.¹⁶ Ook het Hof komt tot het verrichten van deze hypothetische toets.¹⁷ Om deze vraag te beantwoorden wordt de kennis over het gaan uitvoeren van marktmanipulatie (en de mogelijke koersstijging) onderzocht. Bij het kenbaar maken van een *voornemen* tot marktmanipulatie (en een mogelijke koersstijging) gaat het in wezen om het openbaar maken van waardeloze informatie ('gebakken lucht'). Dit is van toepassing op beide verschijningsvormen van marktmanipulatie. In het geval dat het *voornemen* tot informatie-manipulatie openbaar wordt gemaakt, zal dit geen significante invloed hebben op de koers. Marktpartijen die weten dat het zal gaan om *onjuiste* informatie ofwel *non*-informatie, zullen volgens de efficiënte markt hypothese¹⁸ niet reageren.¹⁹ Ook wanneer het *voornemen* tot het verrichten van *manipulatieve* transacties openbaar wordt gemaakt, zal dit geen significante invloed op de koers hebben, sim-

¹⁶ Vgl. Kristen 2004, p. 346-355.

¹⁷ '(...); hetgeen voor zover hier van belang meebrengt dat een significante mate van invloed op de koers is vereist, in die zin dat een rationeel handelende belegger de in de bewezenverklaring genoemde bijzonderheden bij openbaarmaking waarschijnlijk gebruikt zou hebben om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Naar het oordeel van het hof is redelijkerwijs te verwachten dat openbaarmaking van het geheel van de in de bewezenverklaring genoemde bijzonderheden, waaronder het leugenachtige en misleidende karakter van de berichten en het feit dat de verdachte zelf verantwoordelijk was voor het grootste deel van de omzet door tegengestelde aan- en verkopen, een significante invloed zou hebben op de koers van het aandeel Cardio Control.' Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298.

¹⁸ Volgens de efficiënte markt hypothese wordt informatie snel en correct verdisconteerd in de aandelenkoersen. Zie over deze hypothese onder meer B.G. Malkiel, *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, *Journal of Economic Perspectives* (17) 2003, p. 59-82.

¹⁹ Zie onder meer A. Shleifer, *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford University Press 2000, p. 5 en 20-23.

pelweg omdat het *non*-informatie is. Mocht het (hypothetisch) openbaren van de non-informatie toch enkele ‘domme’ handelaren in beweging brengen, dan zullen arbitrageurs (op basis van de informatie over het voornemen) de manipulatieve transacties en de potentiële koersstijging tegenwerken met het gevolg dat de koers gelijk blijft.²⁰ De uitkomst van de hypothetische toets bij marktmanipulatie staat dus haaks op de reactie bij het openbaren van voorwetenschap. Het resultaat is eenvoudig te verklaren. Wanneer de hypothetische test wordt ingezet bij reguliere voorwetenschap, wordt per definitie waardevolle informatie openbaar gemaakt. Dan draait het slechts om de vraag of deze informatie zo waardevol is dat zij een significante invloed op de koers zal kunnen hebben.

5. Periode 2: waarom enkel marktmanipulatie ten laste zou moeten worden gelegd

Slechts wanneer de manipulator succesvol is in periode 1, kan hij opschuiven naar periode 2. Daartoe dient de manipulator een (significante) informatievoorsprong te hebben gecreëerd, welke ik voor de eenvoud gelijk schakel aan een (significante) koersinvloed. Bij deze stand van zaken heeft de manipulator de beschikking over bijzondere informatie die bij openbaarmaking tot een (significant) rebound-effect zal leiden. De informatievoorsprong in periode 2 heeft mijns inziens wel de kwaliteiten om als voorwetenschap te kunnen worden gekwalificeerd.²¹ Mijn conclusie baseer ik op de constatering dat de manipulator een *feitelijke* informatievoorsprong in het leven heeft geroepen ten opzichte van andere marktpartijen. Hij weet als enige dat de koers is gemanipuleerd (en dat de koers mogelijk zal dalen). Voor alle duidelijkheid: kennis in periode 2 is dus niet te kwalificeren als non-informatie, omdat de kennis is uit te winnen. Bij het hypothetisch openbaar maken van het feit dat de koers is gemanipuleerd en dus te hoog is, zullen arbitrageurs deze informatie meteen verdisconteren en de koers deflateren. Uit de efficiënte markt hypothese volgt dat nieuwe informatie snel en correct in de koers wordt verwerkt. Ondanks het feit dat een officier van justitie (OvJ) in sommige gevallen marktmanipulatie

²⁰ Aangezien een arbitrageur onverschillig is welk financieel instrument hij aanhoudt, gegeven een zeker risicoprofiel, zal een arbitrageur een financieel instrument verkopen zodra de koers stijgt boven de koers van de substituten. Indien een manipulator de koers van een financieel instrument boven de fundamentele waarde wil duwen en dit bekend is bij de markt, zullen arbitrageurs het instrument shorten en tegelijkertijd een substituuat van het instrument kopen, waardoor een risicoloos positief rendement wordt behaald. Een arbitrageur behaalt dan met het verkopen van het financieel instrument tegen een hogere koers en het kopen van een substituuat tegen een lagere koers een risicoloos voordeel. Deze handelwijze heeft een relevante consequentie: een manipulator die de koers wil inflateren, zal soms geen invloed hebben op de koers van een financieel instrument, omdat arbitrageurs zich bij een minimale koersverandering reeds aandienen, zich als tegenpartij opwerpen en de koers gladstrijken. Zie ook Shleifer 2000, p. 9.

²¹ Hoewel het goed mogelijk is juridische bezwaren op te werpen tegen deze conclusie, probeer ik hiervan te abstraheren om de onderliggende problemen kenbaar te maken. Zie over de juridische fricties D.R. Doorenbos, Financieel-economisch strafrecht, *DD* 2005, afl. 10/83, p. 1164-1167 en Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298 (m.nt. Nelemans).

mogelijk onder het verbod van misbruik van voorwetenschap kan schuiven, introduceer ik enkele argumenten om dat niet te doen.

5.1 Het bewijs van marktmanipulatie is noodzakelijk én voldoende

Marktmanipulatie bestaat uit het verspreiden van informatie en/of het verrichten van transacties om de koers te manipuleren. Een tweede component zijn de transacties om de afwijking uit te winnen. Waarom zouden we het eerste deel bij uitsluiting tot het vergrijp marktmanipulatie rekenen en de tweede poot (onder bepaalde omstandigheden) zowel onder marktmanipulatie als onder misbruik van voorwetenschap scharen? Bewijstechnisch dient bij het vergrijp marktmanipulatie eerst te worden bewezen dat de manipulator de koers naar een (significant) koersniveau heeft gebracht (periode 1) alvorens zou kunnen worden betoogd dat de tegengestelde transacties gebaseerd zijn op ‘voorwetenschap’ (periode 2). Het bewijs van marktmanipulatie is derhalve een *conditio sine qua non* voor het bewijs van misbruik van voorwetenschap. Sterker nog: het bewijs van een *significante* marktmanipulatie (in casu een *significante* koersstijging) is noodzakelijk, omdat anders niet kan worden volgehouden dat de openbaarmaking van de manipulatie, volgens de hypothetische toets, zou leiden tot een *significante* koersinvloed (in casu een *significante* koersdaling).

Deze vaststelling werpt automatisch de vraag op of het verstandig is om in een marktmanipulatiezaak te opteren voor het verbod van misbruik van voorwetenschap. In het algemeen bestaat er geen noodzaak voor het hanteren van beide verbodsbepalingen of voor enkel het verbod van misbruik van voorwetenschap.²² Het verbod van marktmanipulatie dekt zowel de transacties in periode 1 als in periode 2. Het is vanuit een bewijsrechtelijk oogpunt zelfs onverstandig over te gaan op het verbod van misbruik van voorwetenschap. Voor het bewijs van marktmanipulatie behoeft in principe enkel te worden gekeken naar het gedrag in periode 1. Bij voorwetenschap zijn beide perioden noodzakelijk. Het zou geen probleem zijn om het bewijs uit periode 1 grotendeels door te trekken naar periode 2, ware het niet dat periode 2 een bewijscomplexiteit bevat (zie paragraaf 5.2 en 5.3).

5.2 Het bewijs van voorwetenschap is zwaar: de theorie

Alvorens opgeschoven kan worden van periode 1 naar periode 2, dient te worden bewezen dat de manipulator succesvol is geweest met de manipulatie (geresulteerd hebbende in een koersstijging van 10 naar 15). Als een manipulator een informatievoorsprong creëert die niet significant is, is een vervolging onder het verbod van misbruik van voorwetenschap per definitie uitgesloten. Hoewel het in de

²² Uiteraard voorkomt het Hof met deze vondst dat de verdachte in de Cardio Control-zaak, vanwege de beperkte reikwijdte van art. 334 Sr, alleen kan worden veroordeeld voor een poging tot informatie-manipulatie. Dit is evenwel geen overtuigende reden voor het beroep op het verbod van misbruik van voorwetenschap en de daarmee ingezette precedentwerking.

praktijk reeds lastig te achterhalen is of onjuiste berichten of manipulatieve transacties hebben geleid tot een significante afwijking van de referentiekoers, wordt verondersteld dat de toezichthouder en OvJ *geen* problemen hebben met het bewijs van een significante vorm van marktmanipulatie. Anders zouden we -vanwege de *conditio sine qua non* van paragraaf 5.1- niet eens toekomen aan de rol van het verbod van misbruik van voorwetenschap in periode 2.

De aan te snijden bewijskwesitie zijn de problemen die intreden bij het vaststellen van de grootte van de informatievoorsprong ten tijde van het handelen in periode 2. In de praktijk dient te worden vastgesteld dat de manipulator op *elk* moment dat hij transacties verricht, nog wel een voldoende informatievoorsprong heeft. De manipulator zou alleen onder het verbod van misbruik van voorwetenschap kunnen vallen, wanneer hij transacties verricht met een significante informatievoorsprong. Aangezien het door de manipulator gecreëerde significante privilege geen binaire waarde is, die ofwel een 1 ofwel een 0 aanneemt, bestaat een bewijscomplicatie. Andere marktpartijen zijn in staat de onjuistheid van het koersniveau te achterhalen en de informatievoorsprong om te zetten van een significante naar een *insignificante* voorsprong. Bovendien is het niet uitgesloten dat het privilege geheel en al wordt weggewerkt.

Iemand zou hier kunnen tegenwerpen dat een OvJ (in theorie) ook bij het bewijs van misbruik van voorwetenschap rekening zou moeten houden met de mogelijkheid dat het handelsgedrag van de ingewijde en overige marktpartijen ertoe leidt dat informatie in de koers wordt verdisconteerd en de voorsprong afneemt, zonder dat dit in de rechtspraktijk tot problemen leidt.²³ Toch is het mijns inziens aannemelijk dat het onderzoek naar de hoeveelheid 'market discovery' in manipulatiezaken prominenter aanwezig is dan in voorwetenschapszaken. De eerste reden is dat marktmanipulatie veelal *niet tijdig* op een formele en volledige wijze openbaar zal worden gemaakt, terwijl dat bij het bestaan van reguliere voorwetenschap door de openbaarmakingsplichten wel gebeurt. Hierdoor zal de OvJ bij een manipulatiezaak zelf een inschatting moeten maken van de grootte van de informatievoorsprong op het moment van handelen. De tweede reden is afgeleid van de vertraagde openbaarmaking. Mijns inziens is het aannemelijk dat de manipulator in deze periode sterk kan worden tegengewerkt door andere marktpartijen, wellicht meer dan bij een ingewijde het geval zou zijn, omdat de gedragingen van een manipulator per definitie algemeen zichtbaar moeten zijn. Marktmanipulatie vereist namelijk een *gemanipuleerde* markt, misbruik van voorwetenschap niet.

Laat ik de eerste reden toelichten aan de hand van een voorbeeld. Een manipulator verkoopt in pe-

²³ Dat geïnformeerden een bijdrage leveren aan markefficiëntie staat vast. Daarmee is evenwel niet gezegd dat zij meer bijdragen dan andere marktpartijen. Zie B. Cornell en E.R. Sirri, The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, *Journal of Finance* (47) 1992, p. 1031-1059; L.K. Meulbroek, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, *Journal of Finance* (47) 1992, p. 1661-1699; en S. Chakravarty en J.J. McConnell, Does Insider Trading Really Move Stock Prices?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (34) 1999, p. 191-209.

riode 2 aandelen tegen een koers van 15. Pas vrij laat maakt de emittent die object is van de manipulatie of de toezichthouder bekend, afhankelijk van hun oplettendheid, dat de koers is gemanipuleerd. Tussen de manipulatie en het moment van de openbaarmaking heeft de markt de ruimte om de manipulatie (deels) op te heffen. Mocht na de openbaarmaking een koersdaling van bijvoorbeeld 15 naar 10 intreden, dan is dit een *aanwijzing* dat de markt de onwaarheid nog niet heeft achterhaald. Regelmatig zal de (late) openbaarmaking evenwel niet gepaard gaan met een koersdaling. Dan is de koers mogelijk in de tussentijd door ‘market discovery’ teruggedbracht naar het correcte niveau. Het gelijk blijven van de koers is een *aanwijzing* dat de informatievoorsprong volledig weg is. In dit geval zal de OvJ dus dienen te beargumenteren dat de transacties in periode 2 plaatsvonden vóórdat de significante informatievoorsprong verdwenen was. Hier ontstaat een risico dat de OvJ te veel (of te weinig) transacties aan de verdachte tegenwerpt, veroorzaakt door inschattingsproblemen.

De tweede reden is de veronderstelling dat een manipulator mogelijk sterk wordt tegengewerkt door andere marktpartijen. Maar welke mechanismen liggen hieraan ten grondslag? Informatiemanipulatie bestaat regelmatig uit berichtgeving die zich concentreert rondom speculatieve, onzekere toestanden of gebeurtenissen. De markt zal dit soort vormen van informatie afzetten tegen concurrerende informatiebronnen, teneinde de werkelijke waarde van het bericht te verifiëren. Uit dien hoofde mag worden aangenomen dat de markt de berichten (met enige vertraging vanwege het verificatieproces) aan een kwaliteitstoets zal onderwerpen. Indien de speculatieve informatie wordt weerlegd door andere bronnen, is een koersdaling mogelijk het gevolg. Een soortgelijke vuistregel geldt voor manipulatieve transacties, die vanwege hun bijzondere aard niet snel zullen leiden tot een significante informatievoorsprong, behalve wanneer met grote transacties de liquiditeit wordt opgedroogd.²⁴ Maar een marktpartij die het uitstaande aanbod *in sterke mate* opdroogt met grote kooptransacties, vertoont *in beginsel* gedrag dat ingaat tegen het principe van winstmaximalisatie. Hij zal zijn kooptransacties verrichten tegen stijgende prijzen, daar waar dat niet nodig is.²⁵ Arbitrageurs zullen derhalve het opdrogen van het aanbod veelal keren door liquiditeit aan te bieden. Het resultaat is dat de koersverandering wordt geminimaliseerd. Ook bij transactie-manipulatie dient dus rekening te worden gehouden met het feit dat de significante informatievoorsprong *snel* weg kan zijn.

²⁴ Dit is het geval wanneer een marktpartij een grote handelsorder inlegt die door de omvang niet meteen kan worden uitgevoerd of enkel tegen een hogere prijs dan de geldende koers. Vgl. Hof Amsterdam 12 juli 2005, *JOR* 2005/298: ‘Ik leg een oorzakelijk verband tussen mijn aankopen van aandelen Cardio Control op 23 oktober 2003 en de koersstijging van dat aandeel op die dag, omdat ik alles opkocht wat er te koop was. Als je alle aandelen uit het orderboek opkoopt, kom je op een steeds hogere koers uit. Dat is per definitie zo.’

²⁵ Een manipulator zal de duur van de koersstijging bijvoorbeeld kunnen rekken indien hij in staat is over te komen als een geïnformeerde marktpartij die snel wil kopen omdat hij vermoedt dat de informatievoorsprong spoedig verdwijnt. In de praktijk blijft het echter lastig deze gedaante aan te nemen of lang te continueren, waardoor een koersstijging uiteindelijk zal worden gevolgd door een koersdaling.

5.3 Het bewijs van voorwetenschap is zwaar: de praktijk

Het voorgaande wordt toegelicht met de Cardio Control-zaak. Aangezien de koersverandering volgens het Hof vooral was toe te schrijven aan het opdrogen van de liquiditeit door het verrichten van wash sales, is op theoretische gronden reeds een snelle terugkeer naar het oude niveau te voorzien. Een rechter zal dus moeite hebben vast te stellen hoe lang de verkooptransacties zijn gebaseerd op een voldoende informatievoorsprong. Dit volgt ook uit het feitelijke koersverloop en de daaruit getrokken conclusie. De marktmanipulatie vond plaats op 23 oktober 2000 met een koersstijging van fl. 4,17 naar fl. 4,95. Zie tabel 1. Binnen vier dagen was de koers nagenoeg terug op het oude niveau (de openingskoers van 26 oktober 2000 is fl. 4,20). De conclusie is uiteraard niet te trekken zonder correctie voor ander marktgedrag. Het vrijkomen van nieuwe informatie over Cardio Control zou verantwoordelijk kunnen zijn voor de koersdaling, maar in de relevante periode werden, voor zover ik kan nagaan, geen nieuwsberichten verspreid (archief Financiële Dagblad). Bovendien valt niet uit te sluiten dat speculanten de koers drukten in de aanloop naar de openbaarmaking van de tegenvallende resultaten op 9 november 2000. Toch valt in deze periode geen extreme handel te bespeuren (handelsvolumes tabel 1). Ten slotte zou een neergaande markt, afgeleid van de AEX-index, een bijdrage kunnen leveren aan de snelle daling naar fl. 4,20. Ook dit is in casu niet geheel overtuigend.²⁶ Het heeft er dus alle schijn van dat de significante informatievoorsprong binnen vier dagen is overgegaan in een sterk geminimaliseerde informatievoorsprong.

Tabel 1: Koersverloop Cardio Control en handelsgedrag verdachte.

Datum	Openingskoers	Hoog	Laag	Slotkoers	Totaal handelsvolume	Aankopen (verkopen) verdachte
20 oktober 2000	fl. 4,05	Fl. 4,16	fl. 4,05	fl. 4,07	1455	0 (0)
23 oktober 2000	fl. 4,17	Fl. 4,95	fl. 4,17	fl. 4,80	216810	100865 (90000)
24 oktober 2000	fl. 4,75	Fl. 4,75	fl. 4,70	fl. 4,70	3211	0 (1250)

²⁶ In de periode 20 tot en met 27 oktober 2000 liet de *openingsstand* van de AEX-index het volgende verloop zien: 653.15 (20 oktober 2000) - 657.61 (23 oktober 2000) - 661.34 (24 oktober 2000) - 671.75 (25 oktober 2000) - 664.49 (26 oktober 2000) - 675.15 (27 oktober 2000) (bron: Nedkoers 2005). Een verklaring voor de *daling* van de Cardio Control-*openingskoers* van fl. 4,75 (24 oktober 2000) naar fl. 4,20 (26 oktober 2000) is naar mijn overtuiging niet volledig af te leiden uit het algemene marktverloop. In dezelfde periode bijvoorbeeld *stijgt* de *openingsstand* van de AEX-index van 661.34 (24 oktober 2000) naar 664.46 (26 oktober 2000).

25 oktober 2000	fl. 4,50	Fl. 4,50	fl. 4,40	fl. 4,50	5000	0 (2000)
26 oktober 2000	fl. 4,20	fl. 4,50	fl. 4,20	fl. 4,50	8625	0 (0)
27 oktober 2000	fl. 4,55	fl. 4,65	fl. 4,45	fl. 4,65	Onbekend	0 (0)

Tabel 1: (bron: Topcharts 2005; Hof Amsterdam 12 juli 2005, LJN AT9901)

Het feit dat marktmanipulatie snel kan worden weggewerkt levert twee potentiële problemen op. Stel dat de significante informatievoorsprong na een paar dagen wordt weggewerkt, dan kan de rechter in een marktmanipulatiezaak in potentie twee fouten maken. Op de eerste plaats bestaat de kans op een onterechte veroordeling, indien de manipulator zijn tegengestelde transacties uitvoert nadat de significante informatievoorsprong is verdwenen. Verder kan de veroordeling dan wel terecht zijn, omdat één of meer transacties worden verricht voordat de significante informatievoorsprong is weggewerkt, maar dan bestaat nog steeds het risico dat te veel transacties worden tegengeworpen.²⁷ Beide risico's kunnen eenvoudigweg worden uitgesloten. Wanneer alleen een overtreding van het verbod van marktmanipulatie ten laste wordt gelegd, speelt de duur van de significante informatievoorsprong in de strafzaak geen rol van betekenis meer.

6. Periode 2: waarom en hoe de rechter een conceptueel onderscheid zou moeten aanbrengen

Een manipulator zorgt ervoor dat non-informatie in de koers wordt verwerkt, terwijl een ingewijde met zijn handelen waardevolle informatie in de koers verdisconteert. Ondanks dit karakteristieke onderscheid zijn de twee verbodsbepalingen tamelijk ruim opgezet. Zo bevat het verbod van marktmanipulatie geen voordeelvereiste. En volgens het verbod van misbruik van voorwetenschap behoeven primaire en secundaire ingewijden geen vertrouwensrelatie met de bron van voorwetenschap te hebben.²⁸ Het gevolg is dat bepaalde gedragingen mogelijk onder beide verbodsbepalingen vallen. Niettemin heb ik met dit artikel willen aantonen dat de vergrijpen goed zijn te scheiden en dat de overlap tussen de verbodsbepalingen niet nodig is. Sterker uitgedrukt: het is voor de ontwikkeling van het verbod van marktmanipulatie van belang om beide vergrijpen en verbodsbepalingen zuiver te houden.

²⁷ Ondanks de *mogelijkheid* dat de koers van het fonds Cardio Control binnen vier dagen was teruggebracht naar het oude niveau, is het aannemelijk dat het Hof (in de straf- en ontnemingszaak) toch bewezen achtte dat de verdachte zich in de periode 23 oktober tot en met 9 november 2000 (*achtien* dagen) schuldig had gemaakt aan misbruik van voorwetenschap. Dat het Hof uitgaat van alle achttien dagen leid ik af uit de berekening van het wederrechtelijk verkregen voordeel.

²⁸ Het regime beslaat bijvoorbeeld informatie over (de handel in) financiële instrumenten, waardoor het onder meer van toepassing is op frontrunning.

Daarmee wordt voorkomen dat de karakteristieken van de vergrijpen en de dogmatische uitgangspunten van de verboden door elkaar gaan lopen.²⁹ Op deze wijze wordt bijvoorbeeld vermeden dat het vergrijp marktmanipulatie dient te worden getoetst aan het koersgevoeligheids criterium, een bestanddeel dat stamt uit het verbod van misbruik van voorwetenschap. En verder maken de natuurlijke rangschikking van de bewijsvolgorde, de dekking van het verbod van marktmanipulatie en de bewijsproblematiek in periode 2, het zinvol om marktmanipulatie structureel te vervolgen onder het gelijknamige verbod. Teneinde de karakteristieken van de vergrijpen zuiver te houden, formuleer ik een conceptueel onderscheid, gebaseerd op twee richtsnoeren. Een gedraging kan zodoende eenvoudiger worden gekwalificeerd als zijnde typisch een soort marktmanipulatie of meer een vorm van misbruik van voorwetenschap.

6.1 *Gecreëerde en bestaande informatievoorsprongen*

Het eerste richtsnoer stelt dat marktmanipulatie wordt gekarakteriseerd door het uitwinnen van een *gecreëerde* informatievoorsprong, terwijl misbruik van voorwetenschap in wezen draait om het misbruiken van een *bestaande* informatievoorsprong.³⁰ Manipulatoren dienen te allen tijde zelf een informatievoorsprong te creëren door een onjuist of misleidend bericht te verspreiden of enkele manipulatieve transacties te verrichten, alvorens zij in de positie verkeren om een informatiedispariteit om te zetten in een voordeel. Afgezien van het benodigde kapitaal voor transactie-manipulatie, heeft eenieder de mogelijkheid om de markt te manipuleren. Ingewijden staan aan de andere kant van het spectrum. In de meeste gevallen gaat het bij misbruik van voorwetenschap om *bestaande* concrete informatie, veroorzaakt door continue veranderingen in de waarde van de onderneming. In theorie is deze bestaande voorwetenschap via tussenschakels toegankelijk voor eenieder. Een persoon zal slechts in uitzonderingsgevallen *direct* voorwetenschap kunnen én willen *creëren* met het doel deze voorwetenschap uit te winnen. Dit is voorbehouden aan een klein aantal personen dat in staat is door middel van directe beslissingen voorwetenschap te scheppen, namelijk de groep die een bijzondere invloed heeft op de waarde van ondernemingen, zoals bestuursleden van beursvennootschappen.³¹ Uit de kern van het delict en de rechtspraak valt echter af te leiden dat de meeste ingewijden gebruik maken van reeds

²⁹ Met Doorenbos ben ik van mening dat het opmerkelijk zou zijn wanneer de Europese wetgever deze overlap heeft gewild, zonder zich daarover op enigerlei wijze uit te laten. Doorenbos 2005, p. 1166.

³⁰ Vgl. Kristen 2004, p. 759.

³¹ Managers kunnen met hun beslissingen voorwetenschap creëren, bijvoorbeeld door een besluit te nemen over een fusie. Daarnaast kunnen personen buiten de onderneming voorwetenschap scheppen, waaronder personen die de continuïteit van een onderneming in handen hebben (denk aan bankdirecteuren die beslissen over kredietverstrekking), de veiligheid van een onderneming kunnen aantasten (door het aankondigen van bomaanslagen in filialen) of de veiligheid van het product zelf kunnen beïnvloeden (door het vergiften van consumptiegoederen in supermarkten).

bestaande voorwetenschap, niet van een zelf gecreëerde informatievoorsprong.³²

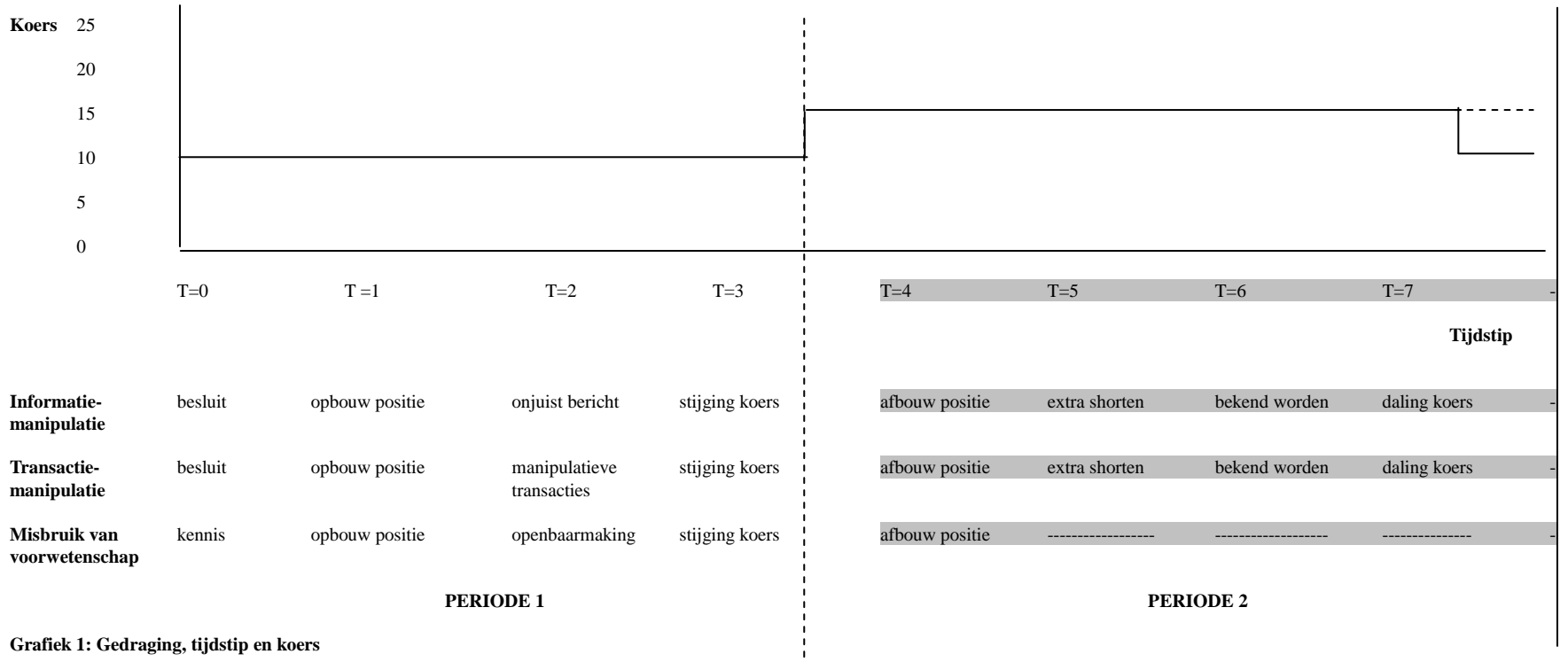
6.2 Negatieve en positieve asymmetrische informatie

Daarnaast behoort marktmanipulatie, volgens het tweede richtsnoer, te worden geassocieerd met het veroorzaken en uitwinnen van negatieve asymmetrische informatie, terwijl misbruik van voorwetenschap betrekking heeft op het verzilveren van positieve asymmetrische informatie. Ik zal dit toelichten. Een marktpartij kan *ex ante* of *ex post* de aan- of verkoop van financiële instrumenten betere informatie hebben dan een andere marktpartij, waardoor de relatie tussen de twee marktpartijen is gebaseerd op asymmetrische informatie. Met *negatieve* asymmetrische informatie wordt bedoeld op de situatie waarin een asymmetrie wordt veroorzaakt door een *onware* informatieset en dus door een negatieve informatievoorsprong. Een manipulator heeft door zijn voornemens *ex ante* de uitvoering van marktmanipulatie een informatievoorsprong op de andere marktpartijen én heeft tevens *ex post* de uitvoering (door de onjuiste koersverandering) een negatieve informatievoorsprong op de rest van de markt. *Positieve* asymmetrische informatie wijst op een situatie waarin de asymmetrie ligt besloten in een *ware* informatieset en dus in een positieve informatievoorsprong. Een bestuursvoorzitter met voorwetenschap heeft *ex ante* het handelen een informatievoorsprong en dit is een situatie van positieve asymmetrische informatie.

Conclusie

Het verbod van marktmanipulatie is nieuw voor de Nederlandse rechtspraak en zal in de toekomst verschillende vragen opwerpen. Om de ontwikkeling van het verbod niet in de weg te staan heb ik in dit artikel gepleit voor conceptuele zuiverheid tussen marktmanipulatie en misbruik van voorwetenschap. De twee vergrijpen zijn intrinsiek van een andere orde en dienen derhalve een eigen afbakening te krijgen. Een vervolging van marktmanipulatie onder het verbod van misbruik van voorwetenschap leidt tot *onwenselijke* juridische fricties en *overbodige* processuele complicaties. De uitspraak van het Hof in de Cardio Control-zaak is mijns inziens voor herziening vatbaar.

³² Zie Kristen 2004, p. 393-458. De groep van primaire ingewijden bestaat in beginsel uit personen die vanwege hun *hoedanigheid* over voorwetenschap beschikken. Personen die door middel van eigen *gedragingen* een informatievoorsprong verkrijgen, vormen een minderheid. En wanneer zij ingewijde worden door criminele activiteiten, kan zelfs worden gesproken over een 'buitencategorie. Vgl. Doorenbos 2005, p. 1165. Hij wijst op het gegeven dat voorwetenschap overwegend voorkomt in de vorm van 'feiten of omstandigheden die niet betrekking hebben op (...) eigen gedrag en geestesgesteldheid'.



Grafiek 1: Gedraging, tijdstip en koers