

**M. Nelemans, Annotation Cardio Control case re: matched orders and misleading information (in Dutch), *Jurisprudence Business & Law*, 12 July 2005**

Hof Amsterdam 12 juli 2005, LJN AT9894 (Cardio Control)

Auteur noot: mr.drs. M. Nelemans

1. Het Hof Amsterdam heeft op 12 juli 2005 het vonnis van de Rb. Amsterdam in de zaak-Cardio Control vernietigd. De veroordeling voor een poging tot koersmanipulatie ex art. 334 Wetboek van Strafrecht (Sr) bleef in stand. Daarnaast achtte het Hof bewezen dat de verdachte zich schuldig had gemaakt aan overtreding van art. 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995), het verbod van misbruik van voorwetenschap. De veroordeling voor een poging tot art. 334 Sr is bijzonder, aangezien de strafbepaling, die in 1886 in werking trad, de afgelopen eeuw een dode letter is gebleken. De strafbepaling wordt in deze zaak voor het eerst duidelijk gepositioneerd met een interessant feitencomplex, bestaande uit zowel het verspreiden van onjuiste en misleidende informatie als het verrichten van manipulatieve transacties. Het zal waarschijnlijk de laatste keer zijn dat de strafbepaling wordt ingezet, omdat haar rol voor wat betreft de aanpak van koersmanipulatie wordt overgenomen door het onlangs in werking getreden verbod van marktmanipulatie, neergelegd in art. 46b lid 1 Wte 1995 (Wet Marktmissbruik, Stb. 2005, 346).
2. De onderhavige zaak brengt helder aan het licht dat art. 334 Sr gedateerd is. Men valt slechts binnen de werkingsfeer van art. 334 Sr indien kan worden aangetoond dat de leugenachtige berichten hebben geleid tot een koersstijging of koersdaling. Bovendien is het artikel slechts van toepassing op leugenachtige informatie, daarmee misleidende informatie uitsluitende. Beide rechterlijke instanties kwamen tot het oordeel dat de verdachte slechts kon worden veroordeeld voor een *poging* tot koersmanipulatie, omdat de leugenachtige berichten niet hadden geresulteerd in een koersverandering. Het nieuwe art. 46b lid 1 Wte 1995 kent de genoemde beperkingen niet. Het verspreiden van onjuiste of misleidende informatie is voldoende, ongeacht of dit een feitelijke koersinvloed heeft. Art. 46b lid 1 Wte 1995 strekt tot bescherming van de financiële markten, terwijl art. 334 Sr meer lijkt te zijn toegesneden op het tegengaan van schandelijk winstbejag. Dit valt (deels) af te leiden uit het gegeven dat deze oude strafbepaling een oogmerkvereiste bevat, gericht op het behalen van voordeel. Een dergelijk bestanddeel ontbreekt in de nieuwe verbodsbepaling. Het zal derhalve eenvoudiger zijn soortgelijke zaken te vervolgen.
3. Blijkbaar vond de officier van justitie het onvoldoende om de verdachte te vervolgen voor koersmanipulatie, aangezien tevens een overtreding van het verbod van misbruik van voorwetenschap ex art. 46 Wte 1995 ten laste werd gelegd. In eerste aanleg is de verdachte hiervan vrijgesproken, op grond van twee argumenten. Het eerste argument is een curieuze redenering: omdat de gedragingen niet strafbaar zijn onder art. 334 Sr, zijn ze niet strafbaar onder art. 46 Wte 1995 (Rb. Amsterdam 3 juli 2003, LJN AH9509, r.o. 2.3). Het enige dat van belang is voor het vaststellen van een overtreding van art. 46 Wte 1995 is dat met een bepaalde gedraging alle delictsbestanddelen zijn vervuld. In het tweede argument zit mijns inziens wel potentie, maar het wordt onvoldoende toegelicht: de rechtbank concludeert dat het verspreiden van onjuiste en misleidende informatie geen koersgevoelige bijzonderheid heeft opgeleverd, omdat een getuige verklaart niet door deze informatie te zijn aangezet een transactie te verrichten (Rb. Amsterdam 3 juli 2003, LJN AH9509, r.o. 2.3). Voor de vaststelling of een koersgevoelige bijzonderheid bestaat, behoort een toets te worden gebruikt waarmee wordt beoordeeld of een hypo-

thetische openbaarmaking van de informatie tot een significante koersinvloed zou kunnen leiden. Het is niet de bedoeling dat de informatie wordt getest op het werkelijk bewegen van een individu.

4. In hoger beroep wordt de verdachte veroordeeld voor een overtreding van art. 46 Wte 1995. Het Hof – anders dan de rechtbank – betreft de manipulatieve transacties van verdachte wel bij het vaststellen van de bijzonderheid. Ook de leugenachtige berichten, waarvan wordt gesteld dat zij geen koersinvloed hadden, worden gezien als een bijdrage aan de bijzonderheid. De redenering van het Hof is niet geheel transparant, omdat het *trachten* de koers te manipuleren mijns inziens niet zonder meer gelijkgeschakeld kan worden met het *bestaan* van een bijzonderheid (“In onderling verband en samenhang bezien komen de bijzonderheden in deze zaak er op neer dat de verdachte (...) heeft getracht de koers van het aandeel Cardio Control (...) te beïnvloeden, welk handelen van de verdachte (...) niet in volle omvang openbaar was.”). Laat ik op deze plaats gemakshalve meegaan in de redenering van het Hof. Gegeven deze aanname zal ik nagaan of de uitzonderingen op het verbod van misbruik van voorwetenschap, de zogenaamde ‘eigen voorwetenschap’ en de ‘voorwetenschap over zichzelf’, niet beletten dat een manipulator aansprakelijk kan worden gehouden voor overtreding van art. 46 Wte 1995. In aantekeningen 5 en 6 stel ik dat de beperkingen van de ‘eigen voorwetenschap’ en de ‘voorwetenschap over zichzelf’ niet zo zwaar zijn dat bij een geconstateerde bijzonderheid, een manipulator nooit onder het verbod van misbruik van voorwetenschap zou kunnen worden vervolgd.
5. Door het besluit te nemen een grote kooptransactie te verrichten, ontstaat in sommige omstandigheden voorwetenschap over een toekomstige, significante koersstijging. Deze besluiten leiden tot ‘eigen voorwetenschap’ teneinde marktpartijen niet te beletten (grote) transacties te verrichten (Zie daarover F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 702-710). Op basis van deze uitzondering is het in beginsel toegestaan een *enkel* voornemen om een grote kooptransactie te verrichten om te zetten in een aantal grote transacties. De uitzondering geldt echter niet meer voor een *autonome* informatievoorsprong die ten grondslag ligt aan de transacties. Het lijkt mij dat een manipulator die een *voornemen* heeft door middel van kooptransacties de koers te inflateren binnen de uitzondering valt, voor zover hij na zijn besluit de kooptransacties daadwerkelijk verricht om een positie op te bouwen of de koers te beïnvloeden. Er ligt dan een *enkel* voornemen ten grondslag aan deze transacties. De manipulator die *daarna* met verkooptransacties de aldus ontstane *autonome* informatievoorsprong uitwint, kan zich evenwel niet meer beroepen op de uitzondering. Indien de informatievoorsprong in de Cardio Control-zaak daadwerkelijk is te kwalificeren als een koersgevoelige bijzonderheid, is de redenering van het Hof dat de uitzondering van de ‘eigen voorwetenschap’ niet van toepassing is juist (“Voorzover deze bijzonderheden eigen voornemens van de verdachte tot aan- of verkoop van aandelen betreffen, geldt dat dit niet kan leiden tot een geslaagd beroep op de (...) uitzonderingen op strafbaarheid, nu die eigen voornemens in het onderhavige geval in samenhang dienen te worden bezien met de overige in de bewezenverklaring opgenomen bijzonderheden.”).
6. Een andere uitzondering is de ‘voorwetenschap over zichzelf’. Deze vorm van voorwetenschap valt niet binnen de reikwijdte van art. 46 Wte 1995, omdat de voorwetenschap niet wordt afgeleid van een bron, maar door de entiteit zelf wordt gecreëerd. Het gaat hierbij kort gezegd om entiteiten, zoals uitgevende instellingen en bestuursvoorzitters, die kennis dragen over datgene wat ze hebben besloten (en gaan doen), niet zijnde een besluit tot het aangaan van een transactie in effecten (Kristen 2004, p. 718-721). Soms zal deze kennis over het *voornemen* een bijzonderheid opleveren. Het valt te verdedigen dat de manipulator die besluit de markt te gaan manipuleren in bezit is van informatie die betrekking heeft op

zichzelf en uit dien hoofde niet binnen art. 46 Wte 1995 valt (Vgl. D.R. Doorenbos, Financieel-economisch strafrecht, *DD* 2005, p. 1165). Maar vanaf het moment dat de manipulator de koers daadwerkelijk heeft gemanipuleerd, beschikt hij over een andersoortige informatievoorsprong. Dan heeft de manipulator geen informatie over een zelf genomen en niet-openbaar besluit, maar over een bestaande koers waarvan niet openbaar is dat deze is gemanipuleerd. Deze informatie kan kwalificeren als voorwetenschap, zodat art. 46 Wte 1995 mogelijk van toepassing is op de manipulator.

7. Het nieuwe regime tegen marktmisbruik behelst ook een aangepast verbod van misbruik van voorwetenschap. Volgens het nieuwe art. 46 Wte 1995 valt niet iedereen die misbruik maakt van voorwetenschap binnen de reikwijdte van het verbod. De persoon dient te kunnen worden gekwalificeerd als primaire of secundaire ingewijde. De groep van primaire ingewijden bestaat uit personen die vanwege hun *hoedanigheid* over voorwetenschap beschikken. Een tweede categorie zijn de personen die een informatievoorsprong hebben *gecreëerd* door het ondernemen van criminele activiteiten. Met Doorenbos vraag ik mij af of een manipulator onder de tweede categorie zou kunnen worden geschaard, omdat deze uitbreiding met name bedoeld is om misbruik van voorwetenschap uit terroristische aanslagen te verbieden (Doorenbos 2005, p. 1166). Indien de strafrechter deze ruimte niet aanwezig acht, zou de manipulator als secundaire ingewijde kunnen worden gekwalificeerd, simpelweg omdat hij beschikt over voorwetenschap en dat ook weet of in elk geval moet vermoeden. De manipulator heeft immers zelf de informatievoorsprong gecreëerd. Aangezien hierover uiteenlopende standpunten kunnen worden ingenomen, zullen andere argumenten moeten worden meegewogen. De belangrijkste vraag richt zich tot de ratio van het toepassen van het verbod van misbruik van voorwetenschap op gevallen van marktmanipulatie: doet een rechter er verstandig aan ruimte te bieden voor een vermenging van de twee uiteenlopende vergrijpen én verbodsbepalingen?