

M. Nelemans, Annotation VHS case re: stabilisation and market Abuse (in Dutch), *Jurisprudence Business & Law*, 3 April 2009 (joint work with Vanessa Liem)

Rb. Amsterdam 3 april 2009, LJN BI0007 (VHS)

Auteurs noot: mr. drs. M. Nelemans en mr. V.S.Y. Liem

1. De onderhavige zaak is de eerste feitelijke zaak waarin het Openbaar Ministerie marktmanipulatie vervolgt onder het verbod van misbruik van voorwetenschap én de rechtbank hieromtrent diende te oordelen tegen de achtergrond van het Cardio Control-arrest (HR 6 februari 2007, *NJ* 2008/467 m.nt. Kristen, *JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer) en het Georgakis-arrest (HvJ EG 10 mei 2007, *NJ* 2007/ 418 m.nt. Mok, *JOR* 2007/156 m.nt. Hoff). De verdachte was op het moment van de transacties bestuursvoorzitter van VHS Onroerend Goed Maatschappij N.V. (hierna: VHS) en tevens grootaandeelhouder met een (middellijk) belang van 80%. Volgens de uitspraak heeft de verdachte gedurende meerdere jaren, van medio 2000 tot medio 2004, in aandelen VHS gehandeld voor eigen risico maar op naam van anderen. Een deel van de transacties, met name de grote, vond onderhands plaats. De overige transacties werden op Euronext Amsterdam uitgevoerd. De transacties zouden onder meer tot doel hebben gehad de koers van VHS op een bepaald niveau te stabiliseren.
2. De verdachte is door de Rb. Amsterdam veroordeeld voor overtreding van artikel 46b Wte 1995 (oud), thans 5:60 Wft, wegens het niet melden van een deel van de transacties in aandelen VHS bij de STE of haar rechtsopvolger, de AFM. Daarnaast is de verdachte vrijgesproken van overtreding van het verbod van misbruik van voorwetenschap (artikel 46 Wte 1995 (oud)), omdat hij kort gezegd de bijzonderheden zelf zou hebben geschapen en de wetenschap daaromtrent zou moeten worden aangemerkt als wetenschap over eigen voorgenomen transacties. Ondanks dat enkele kanttekeningen kunnen worden geplaatst bij de veroordeling voor overtreding van artikel 46b Wte 1995 (oud), beperken we ons in deze noot tot de vrijspraak van overtreding van het verbod van misbruik van voorwetenschap. Alvorens over te gaan op de behandeling van de VHS-zaak, wordt eerst kort stilgestaan bij het Cardio Control-arrest en het Georgakis-arrest, teneinde de VHS-zaak in het juiste perspectief te plaatsen.
3. In de Cardio Control-zaak bestond het feitencomplex uit een verdachte die manipulatieve transacties had verricht en onjuiste informatie had verspreid. Vanwege het feit dat artikel 334 Sr tamelijk beperkt was (en thans is) en artikel 5:58 Wft nog niet in werking was getreden ten tijde van deze gedragingen, werd door het Openbaar Ministerie ingezet op een vervolging onder het verbod van misbruik van voorwetenschap. Duidelijk is dat de Hoge Raad in ieder geval oordeelde dat gedragingen die normaliter worden aangemerkt als marktmanipulatie niet zonder meer onder het verbod van voorwetenschap kunnen worden geschaard, omdat een manipulator wetenschap heeft over bijzonderheden die door hem zelf zijn geschapen en deze wetenschap is aan te merken als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties. Dergelijke voorwetenschap kwalificeert niet als voorwetenschap in de zin van art. 46 Wte 1995 (oud), aldus de Hoge Raad.
4. Door verschillende auteurs is ingegaan op de vraag of de uitspraak van de Hoge Raad de werkingssfeer van de exceptie van eigen voorwetenschap heeft verruimd en zo ja, in welke mate (zie onder meer R. Lamp, Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties, *Onder-*

nemingsrecht 2008/43, p. 157-159; de noot van Kristen bij HR 6 februari 2007, *NJ* 2008/467; de noot van Hoff bij HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156; de noot van Corthals en Italianer bij HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer). Hoewel hierover vele zinvolle opmerkingen zijn gemaakt, hebben we nog een paar aanvullende gedachten.

5. In onze optiek zijn er ten minste drie verschijningsvormen van kennis waarop de exceptie van eigen voorwetenschap van toepassing is. De eerste verschijningsvorm is kennis over het voornemen om omvangrijke transacties (die mogelijk koersgevoelig zijn) te verrichten, zoals voortvloeit uit overweging 11 van Richtlijn 89/592/EEG en overweging 30 van Richtlijn 2003/6/EG. De tweede verschijningsvorm is kennis over het voornemen om een overname te plegen, zoals volgt uit de wetsgeschiedenis (*Kamerstukken II* 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4 en *Handelingen I* 1988/89, p. 17-675). De derde verschijningsvorm volgt uit het Cardio Control-arrest en betreft in feite – los van de door de Hoge Raad gebruikte precieze formulering – kennis over een zelf gemanipuleerde koers en de mogelijke rebound (vgl. M. Nelemans, *Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap*, *DD* 2006, 34, p. 509).
6. Voor wat betreft een simpele, doch typische vorm van marktmanipulatie wordt nu beken in hoeverre de verschijningsvormen van kennis zich voordoen. Een manipulator zal op T=1 de koers door middel van transacties of onjuiste of misleidende informatie inflateren (of deflateren). Vervolgens zal de manipulator op T=2 de hogere (lagere) koers uitwinnen door middel van verkooptransacties (kooptransacties). Voorzover de manipulator op T=1 grote transacties verricht om de koers te doen stijgen (dalen), zal hij dit doen terwijl hij beschikt over de eerste verschijningsvorm van kennis en valt hij onder de exceptie van eigen voorwetenschap. Voorzover de manipulator op T=1 onjuiste of misleidende informatie verspreidt en geen transacties verricht, is het verbod van misbruik van voorwetenschap simpelweg niet van toepassing. Voorzover een manipulator op T=2 gebruik maakt van transacties om een reeds gemanipuleerde koers uit te winnen, zal hij dit doen terwijl hij beschikt over de derde verschijningsvorm van kennis en valt hij krachtens het Cardio Control-arrest onder de exceptie van eigen voorwetenschap. En ten slotte, voorzover een manipulator vóór T=1 maar na het besluit om te gaan manipuleren enkele transacties verricht om bijvoorbeeld een positie op te bouwen, is zeer de vraag of een manipulator beschikt over koersgevoelige informatie, aangezien hij op dat moment in wezen beschikt over non-informatie (M. Nelemans, *Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap*, *DD* 2006, 34, p. 509-511).
7. Gegeven de voorgaande analyse is het aannemelijk dat de Hoge Raad de exceptie van eigen voorwetenschap heeft verruimd, namelijk door deze ook van toepassing te laten zijn op kennis op T=2 over een zelf gemanipuleerde koers en de mogelijke rebound. De vraag blijft desalniettemin of de Hoge Raad de exceptie van eigen voorwetenschap generiek heeft verruimd en deze meer in het algemeen van toepassing heeft verklaard op wetenschap over zelf geschapen bijzonderheden. Een dergelijke opvatting zou steun kunnen vinden in de bewoordingen van de Hoge Raad. Tegen deze opvatting pleit echter dat de wetgever en de Hoge Raad de exceptie van eigen voorwetenschap bij de tweede en de derde verschijningsvorm van kennis instrumenteel heeft ingezet teneinde bepaalde gedragingen die economisch wenselijk zijn of, gezien het Cardio Control-arrest, die beter niet als misbruik van voorwetenschap kunnen worden bestempeld, buiten de werkingssfeer van het verbod van misbruik van voorwetenschap te brengen. Over de reikwijdte van de exceptie van eigen voorwetenschap blijft derhalve onduidelijkheid bestaan.

8. Kort na het arrest van de Hoge Raad inzake Cardio Control heeft het HvJ EG uitspraak gedaan in de zaak-Georgakis. Een aantal leden van de Georgakis-groep had gezamenlijk besloten om de koers van het Parnassos-aandeel te ondersteunen en had hieraan tevens uitvoering gegeven. Het HvJ EG oordeelde dat de kennis van het bestaan van de beslissing en de inhoud ervan *voorwetenschap vormde* voor degenen die haar gezamenlijk hadden genomen. Volgens het HvJ EG hadden de leden evenwel *geen gebruik gemaakt* van de voorwetenschap omdat alle medecontractanten over dezelfde informatie beschikten. Deze conclusie, dat de leden over voorwetenschap beschikten maar deze niet gebruikten, is volgens het HvJ EG niet anders nu de transacties bedoeld waren om de koers op een kunstmatig niveau te brengen. Het HvJ EG verwijst ter onderbouwing van dit standpunt onder meer naar de elfde overweging van de considerans van de Richtlijn 2003/6/EG en de doelstelling van deze richtlijn.
9. Het Cardio Control-arrest en het Georgakis-arrest hebben raakvlakken, maar ook een aantal belangrijke verschillen. Daar waar in de Cardio Control-zaak sprake was van één persoon die – naast de transacties met zichzelf – ook met onbekende wederpartijen transacties verrichtte op de beurs, was er in de Georgakis-zaak sprake van meerdere personen die volgens afspraak met elkaar transacties verrichtten, naar het lijkt, buiten de beurs om: *“At the time of these transactions, no shares were released onto the open market and all were sold and bought primarily between the members of the Georgakis group.”* (HvJ EG 10 mei 2007, NJ 2007/ 418 m.nt. Mok, JOR 2007/156 m.nt. Hoff, r.o. 19). Dit betekent dat de conclusie van het HvJ EG, dat de leden van de Georgakis-groep geen gebruik hadden gemaakt van voorwetenschap, niet direct is toe te passen op andere situaties, en dan met name niet op situaties waarin een manipulator (al dan niet met wetende kompanen) handelt met derden op de beurs die niet op de hoogte zijn van de manipulatieve intenties en praktijken. In die situaties valt niet uit te sluiten dat de manipulator (en de wetende kompanen), volgens het HvJ EG, wel gebruik maken van de voorwetenschap.
10. We schuiven op naar de VHS-uitspraak en bezien deze in het licht van de twee hiervoor besproken arresten. De Rb. Amsterdam besteedt relatief veel aandacht aan de presentatie van de feiten. Daarentegen levert zij een summiere analyse van deze feiten en van de juridische kwalificatie ervan. Hierdoor is de redenering van de Rb. Amsterdam niet altijd even transparant en blijft een aantal vragen onbeantwoord. De Rb. Amsterdam komt tot de conclusie dat verdachte de beurskoers van VHS op een bepaald kunstmatig (gewenst) niveau heeft willen neerzetten en daarin ook is geslaagd (r.o. 5.4). De grondslag voor deze conclusie zou worden gevormd door de telefoongesprekken, waaruit deze conclusie “zonneklaar” zou blijken, en het feit dat de verdachte dit ook zou hebben toegegeven. Het bewijs van een intentie om de koers te manipuleren (“heeft willen zetten”) is krachtens Europese regelgeving onvoldoende om te concluderen dat de verdachte de koers heeft gemanipuleerd (M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie (diss. Tilburg)*, Deventer: Kluwer 2007, p. 183-190). De vraag blijft in hoeverre uit de genoemde bewijsmiddelen daadwerkelijk zou blijken dat de verdachte is geslaagd om de beurskoers van VHS op een kunstmatig niveau te brengen, dan wel te houden. Er wordt geen overzicht gegeven van koersdata en in de uitspraak wordt niet verwezen naar bepaalde transacties, dagen en beurskoersen. Ook wordt niet geconcretiseerd op welke wijze de verdachte een voordeel zou hebben kunnen behalen, behalve dan dat de koersstabilisatie “de waarde van zijn bezit zonder twijfel heeft verhoogd” (r.o. 10.2).

11. De Rb. Amsterdam oordeelt dat de gedragingen van de verdachte “hoogstens marktmanipulatie” opleveren, zonder te verwijzen naar welke vorm van marktmanipulatie (r.o. 5.5). Vervolgens verwijst zij naar het Cardio Control-arrest. De verdachte zou de koers van VHS door middel van verschillende transacties op een hoger, kunstmatig niveau hebben gestabiliseerd. De Rb. Amsterdam heeft het dan – naar wij aannemen – over transacties die op T=1 zijn verricht of bewerkstelligd. Zij overweegt niet expliciet dat de verdachte bepaalde verkooptransacties op T=2 heeft verricht of bewerkstelligd tegen de hogere, kunstmatige koers. Aangezien een manipulator op T=1 beschikt over de eerste verschijningsvorm van kennis en niet over de derde verschijningsvorm, is het onduidelijk of een verwijzing naar het Cardio Control-arrest noodzakelijk is om de transacties op T=1 onder de exceptie van eigen voorwetenschap te brengen.
12. Een voorname kwestie, welke losstaat van het voorgaande, is hoe dient te worden omgegaan met eigen voorwetenschap *die binnen een groep bestaat of wordt gedeeld*. Indien (i) de verdachte en medeverdachten gezamenlijk beschikking zouden hebben gehad over informatie omtrent de intentie om de markt te manipuleren of over bepaalde manipulatieve transacties, of (ii) de verdachte en medeverdachten deze informatie met elkaar zouden hebben gedeeld, dient te worden bepaald of de kennis van de verdachte nog steeds valt onder de exceptie van eigen voorwetenschap of dat deze kwalificeert als reguliere voorwetenschap (vgl. J. Italianer, ‘Gebruik van voorwetenschap’, in: *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 81-82). Deze afweging is des te meer relevant nu het HvJ EG heeft geoordeeld dat de leden van de Georgakis-groep beschikten over voorwetenschap omdat zij kennis hadden over het bestaan van de gezamenlijke beslissing om de koers van het Parnassos-aandeel te ondersteunen. Evenmin is opgehelderd of kennis die onder de exceptie van eigen voorwetenschap valt, zou kunnen kwalificeren als voorwetenschap in de zin van het tipverbod. Daarbij dient rekening te worden gehouden met het feit dat de wetgever en de Hoge Raad hebben gesteld dat eigen voorwetenschap niet te beschouwen is als voorwetenschap in de zin van de wet of in de zin van artikel 46 Wte 1995 (oud) (*Kamerstukken II 1997/98*, 25 095, nr. 8, p. 4 en HR 6 februari 2007, *NJ 2008/467* m.nt. Kristen, *JOR 2007/73* m.nt. Corthals en Italianer, r.o. 5.5.2.).
13. De Rb. Amsterdam stelt verder vast dat de verdachte kennis had over koersgaranties en onderlinge lock-up afspraken, welke niet kenbaar waren voor de markt (r.o. 5.4). Daarbij blijft onbehandeld of (i) kennis omtrent deze feiten kan worden aangemerkt als de eerste of de derde verschijningsvorm van kennis en daarmee valt onder de exceptie van eigen voorwetenschap, (ii) deze kennis vanwege een andere reden kwalificeert als eigen voorwetenschap, of (iii) deze kennis kwalificeert als reguliere voorwetenschap.
14. De Rb. Amsterdam gaat niet expliciet in op bovenstaande punten en concludeert dat de gedragingen niet strafbaar zijn onder artikel 46 Wte 1995 (oud) (r.o. 5.6). Zij beslist tevens dat het Georgakis-arrest niets afdoet aan deze conclusie (r.o. 5.6). In onze optiek is dit arrest mogelijk relevant, namelijk indien ten aanzien van de gezamenlijke, dan wel gedeelde informatie, zou worden geconcludeerd dat de verdachte beschikking had over reguliere voorwetenschap. De volgende vraag zou dan zijn of hiervan ook gebruik is gemaakt. De conclusie van het HvJ EG, dat de leden geen gebruik hadden gemaakt van de voorwetenschap, kan niet direct worden getransponeerd naar de VHS-zaak nu in de Griekse zaak, naar het lijkt, aandelen onderhands werden verhandeld binnen de Georgakis-groep en niet op de beurs. In de VHS-zaak werd door de verdachte dan wel door of op rekening van de medeverdachten ook gehandeld op de beurs en met andere partijen. Relevant is derhalve,

zoals het HvJ EG overwoog, of de bij de transacties betrokken partijen al dan niet over dezelfde informatie beschikten en of de verdachte, dan wel de medeverdachten, al dan niet voordeel konden behalen ten opzichte van hun wederpartijen.

15. Het is begrijpelijk dat de Hoge Raad inzake Cardio Control heeft geoordeeld dat gedragingen die normaliter worden aangemerkt als marktmanipulatie niet zonder meer onder het verbod van voorwetenschap kunnen worden geschaard (vgl. M. Nelemans, Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap, *DD* 2006, 34, p. 520). De overkoepelende vraag in de VHS-zaak is evenwel of het Cardio Control-arrest, mede in het licht van het Georgakis-arrest, voldoende ruimte biedt om de hiervoor opgeworpen vragen, voorzover deze vragen zich feitelijk hebben voorgedaan, zonder nadere toelichting af te doen met een vrij mechanische verwijzing naar beide arresten.

mr. drs. M. Nelemans en mr. V.S.Y. Liem
advocaten bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V. te Amsterdam