

M. Nelemans, Annotation Versatel case re: spreading false information (in Dutch), *Jurisprudence Business & Law*, 16 August 2007

Rb. Amsterdam 16 augustus 2007 (Versatel)

Auteur noot: mr.drs. M. Nelemans

Advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek NV te Amsterdam

1. In de onderhavige zaak kochten twee personen callopties Versatel Telecom International NV (hierna: Versatel) om vervolgens via het internet en enkele persbureaus een aantal onjuiste berichten te verspreiden over de strategie van Versatel. Zo werden e-mailberichten verspreid waarin werd beweerd dat Versatel gesprekken voerde met Deutsche Telekom AG en Talpa Capital BV over een mogelijke strategische samenwerking en een openbaar bod. De onjuistheid van deze berichten was tweeledig. Ten eerste werden de berichten verstuurd onder de namen van medewerkers van Versatel en Talpa Capital BV, terwijl zij hiervan niet op de hoogte waren. Ten tweede was de berichtgeving over de strategische samenwerking en het openbaar bod niet in overeenstemming met de werkelijkheid. Als gevolg van het in omloop brengen van deze onjuiste berichten steeg de koers van Versatel enige tijd met vijf procent tot 1,99 euro. Het is op basis van de gepubliceerde uitspraak niet bekend of de personen tijdens of na de koersstijging de callopties hebben uitgeoefend of niet. We kunnen dus niet vaststellen of zij een potentieel voordeel hebben behaald.
2. Het OM dagvaardde de twee personen voor valsheid in geschrifte ex art. 225 lid 1 Sr, voor koersmanipulatie ex art. 334 Sr, en voor misbruik van voorwetenschap ex art. 46 Wte 1995 (oud). De telastelegging is echter in een later stadium gewijzigd. Het OM heeft overtreding van art. 46 Wte 1995 (oud) van de telastelegging geschrapt. De Rechtbank Amsterdam veroordeelde beide personen voor medeplegen van valsheid in geschrifte. Ze werden vrijgesproken van koersmanipulatie, omdat het oogmerk op wederrechtelijke bevoordeling niet bewezen werd geacht. In deze bijdrage ga ik slechts kort in op de details van de zaak, omdat de gegevens beperkt zijn en de uitspraak in mijn optiek *straightforward* is. De noot richt zich verder op de verklaring van het feit dat de telastelegging in eerste instantie een overtreding van art. 46 Wte 1995 (oud) bevatte en later niet meer. Ten slotte besteed ik enige aandacht aan een vraag die de laatste tijd regelmatig naar voren komt, namelijk of activistische beleggers die via berichten de koers opwerken zich schuldig maken aan informatiemanipulatie ex art. 5:58 lid 1 sub d Wft.
3. De reden dat de rechter de verdachten heeft vrijgesproken van koersmanipulatie is tamelijk evident. Het is al langer bekend dat art. 334 Sr zijn langste tijd heeft gehad bij de bestrijding van koersmanipulatie op de financiële markten. De reikwijdte van het verbod is immers beperkt doordat het enkel van toepassing is op leugenachtige berichten. Bovendien moet deze berichtgeving leiden tot een koersverandering. Ten slotte is het oogmerk op wederrechtelijke bevoordeling lastig te bewijzen. Inmiddels is een nieuw verbod van informatiemanipulatie in werking getreden, namelijk art. 5:58 lid 1 sub d Wft (Wet Marktmisbruik, Stb. 2005, 346). Dit verbod is van toepassing op zowel onjuiste als misleidende informatie, ongeacht of de koers verandert, en kent geen oogmerkvereiste. De onderhavige zaak diende evenwel nog te worden berecht onder het oude regime, waardoor het OM het oogmerk op wederrechtelijke bevoordeling moest bewijzen. De rechter kwam tot de conclusie dat het OM daarin on-

voldoende was geslaagd, zonder daarbij aan te geven op welke punten het bewijs precies gebreken vertoonde.

4. De vraag rijst hoe het OM het oogmerk op wederrechtelijke bevoordeling zou moeten bewijzen. Een rechter kan het oogmerk niet zomaar aflezen. De verdachte draagt de kennis over zijn intenties met zich mee. Indien de verdachte niet heeft verklaard dat hij een oogmerk had, zal het OM dit moeten afleiden van de uiterlijke omstandigheden van het gedrag. Het is minder zinvol om in te gaan op het bewijs in deze zaak, omdat niet alle gegevens bekend zijn. Wel kan in algemene bewoordingen worden gezegd dat een combinatie van het aanhouden van aandelen ABC of callopties ABC én het verspreiden van onjuiste positieve informatie over beursvennootschap ABC voldoende zou kunnen zijn om het oogmerk op wederrechtelijke bevoordeling bewezen te achten. De redenering zou dan kunnen zijn dat het bezit van aandelen ABC of callopties ABC de verklaring is voor het verspreiden van gecamoufleerde onjuiste positieve berichten *specifiek* over beursvennootschap ABC, omdat het bezit in combinatie met het gedrag waarschijnlijk tot voordeel zou leiden.
5. We treden nu iets buiten de contouren van de rechterlijke uitspraak en schuiven op naar de periferie ervan: waarom bevatte de telastelegging in eerste instantie een overtreding van art. 46 Wte 1995 (oud) en later niet meer? De reden voor het toevoegen van dit artikel aan de telastelegging is in mijn optiek het lastige bewijs van koersmanipulatie, terwijl de verklaring voor het schrappen ervan waarschijnlijk te maken heeft met de onderstaande rechtsontwikkeling. In een eerder verschenen artikel heb ik bepleit om marktmanipulatie niet te vervolgen onder het verbod van misbruik van voorwetenschap en om de twee vergripen te scheiden (M. Nelemans, 'Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap', *DD* 2006, 34, p. 502-520). De Hoge Raad heeft in de zaak-Cardio Control met zijn uitspraak verwezenlijkt dat het moeilijk wordt om marktmanipulatie nog onder het verbod van misbruik van voorwetenschap te vervolgen (HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italiàner). Ook het Hof van Justitie heeft met zijn uitspraak in een Griekse koersmanipulatiezaak drempels opgeworpen om een dergelijke vervolgingstactiek toe te passen (HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156 m.nt. Hoff).
6. De vervolgvraag is hoe de Hoge Raad en het Hof van Justitie het verbod van misbruik van voorwetenschap precies hebben uitgelegd. De Hoge Raad stelt in overweging 5.5.2 van zijn arrest: "Nu deze bijzonderheden door de verdachte zelf zijn geschapen moet zijn wetenschap daaromtrent worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransacties. Dergelijke wetenschap is, naar uit het onder 5.5.1 overwogene voortvloeit, geen voorwetenschap in de zin van art. 46 (oud) Wte 1995." En in overweging 41 oordeelt het Hof van Justitie "dat, wanneer de hoofdaandeelhouders en de leden van de raad van bestuur van een vennootschap afspreken om onderling beurstransacties te verrichten met effecten van deze vennootschap om de koers ervan kunstmatig te ondersteunen, zij over voorwetenschap beschikken waarvan zij niet welbewust gebruikmaken wanneer zij deze transacties verrichten". Beide instanties leggen het verbod van misbruik van voorwetenschap op een eigen manier uit. Deze bijdrage leent zich niet voor commentaar op de keuze van beide instanties, hoewel dat wel nuttig zou zijn.
7. De uitspraak van de Hoge Raad heeft een aantal reacties opgeleverd die betrekking hebben op de wenselijkheid van de ingeslagen interpretatierichting. Zo werd door Corthals en Italiàner beargumenteerd waarom de rechter de verwijtbaarheid en de wederrechtelijkheid van de gedraging van de verdachte in de Cardio Control-zaak, en andere soortgelijke zaken,

zou moeten afleiden van de letterlijke bewoordingen van art. 5:56 Wft (HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73 m.nt. Corthals en Italianer). Ik ben het met hen eens dat bij een uitleg van het verbod van misbruik van voorwetenschap zoveel mogelijk bij de letterlijke betekenis van de begrippen zou moeten worden aangeknoopt, maar tegelijkertijd ben ik van mening dat bij eventuele juridische of maatschappelijke fricties moet kunnen worden opgeschoven naar een uitleg op basis van de *ratio legis* van de bepaling teneinde deze problemen te overkomen. In zoverre vind ik de uitspraken van de Hoge Raad en het Hof van Justitie begrijpelijk (vgl. het standpunt van Hoff in zijn noot bij HvJ EG 10 mei 2007, *JOR* 2007/156).

8. De uitspraken van de Hoge Raad en het Hof van Justitie hebben ertoe geleid dat het verbod van misbruik van voorwetenschap moeilijk kan worden ingezet bij de vervolging van koersmanipulatie. Deze rechtsontwikkeling heeft verder geen gevolgen voor de bestrijding van gedrag dat is aan te merken als koersmanipulatie, omdat het ruime art. 5:58 lid 1 sub d Wft reeds in werking is. In de toekomst zullen zaken zoals de Cardio Control-zaak en de onderhavige zaak niet meer worden berecht onder art. 334 Sr maar (deels) onder art. 5:58 lid 1 sub d Wft, waarin staat dat het verboden is om “informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is”. Vergelijken met art. 334 Sr biedt art. 5:58 lid 1 sub d Wft meer handhavingsmogelijkheden, omdat zowel onjuiste informatie als misleidende informatie onder het verbod valt, de koers niet hoeft te veranderen, én er geen oogmerkvereiste is.
9. We verlaten nu de periferie van de rechtelijke uitspraak en begeven ons op het terrein van een vraag die de laatste tijd meer in de belangstelling staat: kunnen activistische beleggers die aandelen inkopen en met een of meer berichten de koers opwerken zich schuldig maken aan informatiemanipulatie ex art. 5:58 lid 1 sub d Wft? Het gedrag van marktpartijen zoals in de Cardio Control-zaak en in de onderhavige zaak wijkt nogal af van het gedrag van activistische aandeelhouders. Niettemin hebben beide categorieën regelmatig invloed op de koers van financiële instrumenten. Marktpartijen zoals in de Cardio Control-zaak en de onderhavige zaak verspreiden onjuiste of misleidende informatie en vallen om die reden binnen de reikwijdte van art. 5:58 lid 1 sub d Wft. Daarentegen zullen activistische aandeelhouders die eerst aandelen ABC inkopen, dan aansturen op een strategiewijziging bij beursvennootschap ABC, en ten slotte deze voorbereidingen openbaar maken, art. 5:58 lid 1 sub d Wft niet overtreden, zolang de berichtgeving niet onjuist of misleidend is.