

MR. G.T.J. HOFF

Voorwetenschap: de stand van zaken

Als de voorwetenschapswetgeving ons de afgelopen jaren iets duidelijk heeft gemaakt, dan is het wel dat *insiders* van een beursvennootschap bij het verrichten van effectentransacties op eieren moeten lopen. Het is bekend dat overtreding van de voorwetenschapswetgeving onherstelbare schade kan toebrengen aan de reputatie van een beursvennootschap of aan functionarissen die aan haar zijn verbonden. De risico's voor *insiders* bij het verrichten van effectentransacties in aandelen van de eigen beursvennootschap zijn echter beduidend groter; ook de enkele schijn dat met voorwetenschap is gehandeld, levert al snel een veroordeling op van de publieke opinie. Het is dus zaak dat *insiders* de discipline kunnen opbrengen om bij twijfel geen transacties te verrichten. Geregeld handelen door *insiders* in aandelen van de eigen beursvennootschap is waaghalzerij geworden.

Hoe kon het allemaal zover komen? Zoals bekend, is de voorwetenschapswetgeving met ingang van 1 januari 1999 ingrijpend gewijzigd.¹ De directe aanleiding voor deze wijziging was de zwaar bevochten – en in mijn ogen terecht – vrijspraak van Joep van den Nieuwenhuizen in de HCS-zaak.² Zo heeft de wetgever (i) een aantal lastig te bewijzen bestanddelen uit de delictomschrijving verwijderd (bijv. het voordeelvereiste en het geheimhoudingscriterium), (ii) is de voorzienbaarheid van de richting van de beurskoers niet langer een vereiste en (iii) is de reikwijdte van de verbodsbepaling aanzienlijk vergroot (bijv. de handel in effecten direct voorafgaand aan een beursnotering).

Het uitgangspunt van de wetgever is thans dat een ieder die over voorkennis beschikt de effectenmarkt welbewust dient te mijden (*abstain until disclosed*-beginsel). De minister van Financiën³ stelt dan ook:

'Het belang van een gezonde markt eist een heldere norm. Daarom dient niet alleen strafbaar te zijn de handel met voorwetenschap die in het concrete geval tot oneerlijke

voordeelverwerving kan leiden maar alle handel met voorwetenschap, waaraan immers in het algemeen dat risico is verbonden.'

Het lijkt er dus op dat we bij het voorwetenschapsverbod thans te maken hebben met een gevaarzettingsdelict. Dit betekent dat strafrechtelijk ingrijpen niet alleen gerechtvaardigd wordt geacht wanneer daadwerkelijk inbreuk wordt gemaakt op de door de strafbepaling beschermde rechtsgoederen, maar ook wanneer het algemene risico bestaat dat deze in gevaar komen. De wetgever spreekt dan ook niet langer van *misbruik* van voorwetenschap, maar van *gebruik* van voorwetenschap.

Verbod op gebruik van voorwetenschap

Het nieuwe artikel 46 lid 1 Wte 1995 luidt als volgt:

'Het is een ieder verboden om, beschikkende over voorwetenschap, in of vanuit Nederland een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in:

- a. *effecten die zijn genoteerd aan een op grond van artikel 22 erkende effectenbeurs dan wel aan een buiten Nederland gevestigde en van overheidswege toegelaten effectenbeurs of effecten waarvan aanneemelijk is dat deze spoedig aan een zodanige beurs zullen worden genoteerd; of*
- b. *effecten waarvan de waarde mede wordt bepaald door de waarde van de onder a. bedoelde effecten.'*

Lid 2 luidt:

'Voorwetenschap is bekendheid met een bijzonderheid omtrent de rechtspersoon, vennootschap of instelling, waarop de effecten betrekking hebben of omtrent de handel in de effecten:

- a. *die niet openbaar is gemaakt; en*
- b. *waarvan openbaarmaking, naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten, ongeacht de richting van die koers.'*

Welke feiten of omstandigheden leveren een niet-openbare bijzonderheid op omtrent de vennootschap? Dat een aankondiging van een fusie of overname of de bekendmaking van fraaie winstcijfers of een winstwaarschuwing ongetwijfeld bijzonderheden omtrent de vennootschap opleveren, zal niemand willen betwisten. Toch ligt het probleem hier ingewikkelder. Bij een fusie of overname bijvoorbeeld gaat het om een geleidelijk voortgaand proces waarin verschillende fasen zijn aan te wijzen. Eerst worden verkennende besprekingen gevoerd, die mogelijk later kunnen leiden tot onderhandelingen. Deze onderhandelingen vangen aan of komen in een volgend stadium. Wanneer is in dit geleidelijk voortgaand proces sprake van een bijzonderheid in de zin van de voorwetenschapswetgeving, als markering dus van het moment waarop *insiders* niet meer in effecten van de eigen beursvennootschap mogen handelen? Een rechtstreeks antwoord op deze vraag is nergens in de parlementaire stukken te vinden.

Nu bevat het Fondsenreglement van Euronext Amsterdam in artikel 28h een verplichting voor een beursvennootschap om koersgevoelige informatie terstond algemeen bekend te maken. Met betrekking tot een fusie of een overname stelt Euronext Amsterdam zich op het standpunt dat de beursvennootschap eerst een publicatie moet doen zodra de gewettigde verwachting is ontstaan dat overeenstemming kan worden bereikt.⁴ Dit tijdstip van de gewettigde verwachting is bijna het eindstadium van de onderhandelingen. Het probleem is dat niemand zal durven te beweren dat de voorwetenschapswetgeving *insiders* toestaat nog kort voor een publicatie van een fusie of overname te handelen in aandelen van de eigen beursvennootschap. Waar ligt die grens dan wel?

Aangenomen mag worden dat aan een bijzonderheid als bedoeld in de voorwetenschapswetgeving een zekere importantie dient toe te komen. Het moet dus gaan om feiten en omstandigheden die beleggers belangrijk vinden bij het nemen van investeringsbeslissingen. Deze eis wordt in de voorwetenschapswetgeving op een indirecte wijze tot uitdrukking gebracht door aan de bijzonderheid een kwalificatie te verbinden. Aannemelijk moet zijn dat:

'[...] openbaarmaking [van de bijzonderheid, JH], naar redelijkerwijs is te verwachten, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten, ongeacht de richting van die koers.'

Ook deze kwalificatie is in de praktijk lastig omdat de appreciatie door de effectenmarkt van een feit of een gebeurtenis onzeker is. Soms zijn bepaalde ontwikkelingen rondom een fonds reeds in de beurskoers verdisconteerd. De effectenmarkt heeft op die

ontwikkelingen dan geanticipeerd. Ik neem in ieder geval aan dat onder invloed wordt verstaan 'merkbare invloed op de koers'⁵ zodat minieme koersschommelingen zijn uitgesloten. Bijzonderheden die slechts een verwaarloosbaar effect op de koers zullen hebben, zijn niet van belang voor de beoordeling van de vraag of sprake is van voorwetenschap.

Philips-zaak

In het afgelopen jaar is veel aandacht uitgegaan naar de uitoefening van personeelsopties en de daarop volgende verkoop van aandelen door een bestuurder van Koninklijke Philips Electronics N.V. De voorwetenschap waarover deze bestuurder beschikte, zou bestaan hebben in zijn kennis dat Roel Pieper per 1 juni 1999 uit het bestuur van Philips zou vertrekken. Nadat het Openbaar Ministerie had besloten geen strafrechtelijke vervolging in te stellen, heeft de STE op de voet van artikel 12 Wetboek van Strafvordering een beklag ingediend bij het Gerechtshof Amsterdam. In zijn beschikking van 30 juni 2000 heeft het hof het beklag van de STE afgewezen.⁶

Het hof oordeelde in zijn beslissing vooreerst dat het aanstaande vertrek van Pieper uit het bestuur van Philips een bijzonderheid was omtrent de vennootschap Philips als bedoeld in artikel 46 lid 2 Wte 1995 die bovendien concreet was. De betrokken bestuurder kende deze bijzonderheid ook. Dit oordeel van het hof verwondert niet.

Het hof oordeelde vervolgens echter dat het vertrek van Pieper niet als een koersgevoelige bijzonderheid kan worden aangemerkt. Hiertoe overwoog het hof dat Pieper weliswaar iemand was aan wie in potentie enig gewicht zou kunnen worden toegekend met het oog op de toekomst van Philips, *'[...] maar van wie niet gezegd kan worden dat hem – mede gelet op en in vergelijking met het carrièreverloop van de overige leden van de "Board of Management" – een overwegende positie moet worden toegedicht. Pieper was dan ook niet minder, maar ook niet meer dan een gewoon lid van de "Board of Management" van Philips.'*

Ik meen dat het hof de positie van Pieper – die met veel tamtam door Philips was binnengehaald – hier ten onrechte bagatelliseert. Bovendien miskent het hof dat ingrijpende wijzigingen in het bestuur van een onderneming door Euronext Amsterdam zo belangrijk worden gevonden dat deze informatie te allen tijde verspreid moet worden, derhalve los van een eventueel te verwachten effect op de beurskoers.⁷

Het hof overwoog voorts dat de belegger uit verschillende publicaties (waaronder de voor mij

obscure San Jose Mercury News) kon opmaken dat Pieper zou kunnen vertrekken en daarmee rekening kon houden bij zijn beleggersbelangen. Het hof vervolgt: *'Slechts met betrekking tot het moment van het eventuele vertrek verkeerde de belegger in het ongewisse.'*

Het hof poogt hier te zeggen dat het vertrek van Pieper voor beleggers in feite niets nieuws was. Opmerkelijk is intussen wel dat het hof in de aangehaalde zin nog steeds spreekt van het *eventuele* vertrek van Pieper. Was het aanstaande vertrek dus toch niet zo zeker op te maken uit deze publicaties?

Voor mij staat vast dat het hof de bestuurder van Philips vrijuit wilde laten gaan. Het hof heeft vervolgens een nogal gekunstelde redenering gezocht om dit resultaat te bereiken. Ik zeg niet dat ik het met de beslissing om de bestuurder van Philips niet te vervolgen oneens ben, maar mij moet wel van het hart dat de verbodsbepaling bewust zeer ruim door de wetgever is geformuleerd. Dat is gedaan om ook dit soort gevallen van handel met een kennisvoorsprong te vangen. Met deze beslissing heeft het hof naar mijn oordeel in elk geval geen bijdrage geleverd aan de zoektocht naar de grenzen van strafbare en niet-strafbare handel door *insiders*.

Voorwetenschap en personeelsopties

Als gevolg van de aanscherping van de verbodsbepaling zou een aantal in de praktijk veel voorkomende en gebruikelijke effectentransacties strafbaar worden, terwijl deze transacties geen bedreiging vormen voor de integriteit van de effectenmarkt.⁸ In verband daarmee heeft de wetgever een aantal van deze transacties op grond van artikel 46 lid 4 Wte 1995 in een AMvB van 17 december 1998 uitgezonderd van het wettelijk verbod.⁹ Tot deze (onder voorwaarden) uitgezonderde transacties behoren de personeelsopties. De gedachte die aan deze uitzondering ten grondslag ligt is dat bestuurders en werknemers vrijwel doorlopend over voorwetenschap beschikken, terwijl het toch mogelijk moet zijn om personeelsopties toe te kennen en uit te oefenen.

Toekenning van opties door de beursvennootschap

Toekenning van opties is uitgezonderd van het voorwetenschapsverbod, indien (i) de toekenning van opties geschiedt in het kader van een personeelsregeling en (ii) het voornemen daartoe ten minste twee maanden voorafgaande aan de toekenning aan de STE kenbaar is gemaakt (artikel 1 onder a van het Besluit).

Wat is een personeelsregeling? Volgens de Nota van toelichting bij het Besluit gaat het om een regeling waarbij de beursvennootschap een bestendige

gedragslijn hanteert met betrekking tot de voorwaarden en periodiciteit van de regeling. De bestendigheid ziet met name op de abstractie van actuele omstandigheden. Hierdoor wordt voorkomen dat bij eenmalige toekenning van opties voor een bepaalde situatie dan wel frequente wijzigingen in verspreidingskring, participatiegraad en de daarbij gehanteerde voorwaarden toch een uitzondering van het verbod van toepassing zou zijn. Deze eis leidt er bijvoorbeeld toe dat (i) opties op vaste data toegekend moeten worden, (ii) de uitoefenprijs tevoren vastgelegd moet worden, (iii) het aantal toe te kennen opties (niet per deelnemer, maar in totaal) vastgesteld moet worden en (iv) de categorieën personen aan wie opties worden toegekend moeten vaststaan.

Blijkens de tekst van artikel 1 onder a van het Besluit geldt de uitzondering uitsluitend voor het toekennen van opties, converteerbare obligaties, warrants dan wel soortgelijke rechten op (certificaten van) aandelen die kunnen worden toegekend in het kader van een personeelsregeling. Dit betekent dat deze uitzondering niet van toepassing is op het in het kader van een personeelsregeling toekennen van (certificaten van) aandelen.

Uitoefening van opties

Hier gelden de vereisten dat (i) de uitoefening dient te geschieden in het kader van een personeelsregeling en dat (ii) de uitoefening geschiedt op de expiratedatum van de optie dan wel binnen een periode van vijf werkdagen voorafgaande aan die datum (artikel 1 onder b van het Besluit).

Uitgifte van aandelen door de beursvennootschap dan wel levering van eerder ingekochte aandelen

Inkoop van eigen aandelen door de beursvennootschap ter afdekking van opties is uitgezonderd van de verbodsbepaling (artikel 1 onder c van het Besluit). Het gaat immers om een transactie die door de beursvennootschap wordt verricht of bewerkstelligd en die noodzakelijk is om te kunnen voldoen aan een verplichting tot levering van (certificaten van) aandelen. Wel wordt volgens de toelichting de eis gesteld dat slechts een zodanig aantal aandelen wordt ingekocht als overeenkomt met de leveringsverplichtingen uit hoofde van de toegekende opties.

Ook de uitgifte of levering van aandelen door de beursvennootschap aan de optiegerechtigde is uitgezonderd van de verbodsbepaling (artikel 46 lid 3 onder c Wte 1995). Het gaat hier om een transactie die door de beursvennootschap wordt verricht of bewerkstelligd ter nakoming van een opeisbare verbintenis die reeds bestond op het tijdstip waarop de

beursvennootschap kennis kreeg van voorwetenschap.

Verkoop van de aandelen die door uitoefening van de optie zijn verkregen

Hier geldt dat de verkoop dient te geschieden binnen dezelfde periode van vijf werkdagen als hiervoor gemeld, mits betrokkene ten minste twee maanden voor expiratie schriftelijk aan de beursvennootschap kenbaar heeft gemaakt tot verkoop te zullen overgaan (artikel 1 onder b van het Besluit). Na melding dat de betrokkene zal verkopen, dient ook daadwerkelijk overgegaan te worden tot verkoop.

Als een van deze uitzonderingen van toepassing is wordt een dergelijke transactie gedecriminaliseerd, zelfs als zou blijken dat de betrokkene ten tijde van het verrichten van de effectentransactie over voorwetenschap beschikte.

Content-zaak

Ter illustratie van de problematiek rondom personeelsopties en voorwetenschap vermeld ik hier de Content-zaak. In deze zaak heeft de prioriteit van Content Beheer N.V. – het tot uitgifte bevoegde orgaan van de vennootschap – op 18 maart 1999 besloten tot uitgifte van personeelsopties. De prioriteit besloot dat toekenning van de personeelsopties zou moeten plaatsvinden drie beursdagen na de vaststelling van de jaarrekening door de raad van commissarissen. In afwijking van het besluit van de prioriteit werden eerst op 26 maart 1999 50.500 personeelsopties toegekend aan directie en medewerkers van Content. De verzonden toekenningsbrieven gaan uit van aanvaarding van de toekenning behoudens tegenbericht vóór maandag 29 maart 1999 (voorbeurs). Bovendien werden op 24, 25 en 26 maart 1999 – zonder de vereiste goedkeuring van de raad van commissarissen – in totaal 120.000 aandelen Content ingekocht om aldus het koersrisico op eerder uitgegeven en nog uit te geven personeelsopties af te dekken. Op 29 maart 1999 is vervolgens bekend gemaakt dat de Belgische branchegenoot Creyf's een – door bestuur en raad van commissarissen van Content ondersteund – openbaar bod zal uitbrengen op de aandelen Content.

Zonder twijfel dient de inkoop van 120.000 aandelen aangemerkt te worden als gebruik van voorwetenschap. De inkoop vond plaats zeer kort voor de bekendmaking van de aankondiging van Creyf's om een openbaar bod te doen op de aandelen Content. Op het moment van aankoop hadden de betrokken functionarissen van Content kennis van de stand van de overnamebesprekingen. Naar mijn oordeel faalt het

beroep op de uitzonderingsbepaling van artikel 1 onder c van het Uitzonderingsbesluit ('transactie die noodzakelijk is om te voldoen aan een verplichting'). Inkoop van eigen aandelen onder gebruik van voorwetenschap is slechts dan niet strafwaardig wanneer die transactie plaatsvindt na het ontstaan van de verplichting. Anders kan er geen oorzakelijk verband zijn tussen de verplichting ('om') en de noodzakelijke inkoop. Nu ten tijde van de aankoop van de aandelen Content van een leveringsverplichting nog geen sprake was, faalt het beroep op artikel 1 onder c van het Besluit.

Voorzover de inkoop van de eigen aandelen zou hebben gestrekt ter dekking van in eerdere jaren uitgegeven opties, valt op dat er meer aandelen werden ingekocht dan ter dekking van de oude opties 'noodzakelijk' was. Ook om die reden faalt het beroep op artikel 1 onder c van het Besluit.

Met betrekking tot de toekenning van de personeelsopties geldt dat bezwaarlijk kan worden volgehouden dat Content een personeelsregeling hanteerde die aan de eisen van artikel 1 onder a van het Besluit voldeed. Als dat wel het geval was, dan is – gelet op de wijze waarop de opties zijn toegekend (bijv. het ijltempo van de toekenning en de wijziging in de aantallen toegekende opties) – geen bestendige gedragslijn door Content gehanteerd.

In maart 2000 heeft Content een transactie gesloten met het Openbaar Ministerie. Content heeft zich verplicht een boete te betalen van f 250.000. Als onderdeel van de transactie wordt een bedrag van f 3 miljoen door tussenkomst van de VEB als vergoeding betaald aan beleggers die aandelen Content op de genoemde beursdagen hebben verkocht. Het Openbaar Ministerie heeft aangekondigd strafvervolgning in te stellen tegen de feitelijke leidinggevers van de verboden gedragingen (artikel 51 van het Wetboek van Strafrecht).

Verbod tot doorgifte van voorwetenschap

Het nieuwe artikel 46a Wte 1995 bevat een tipverbod:

'Het is een ieder die beschikt over voorwetenschap [...] verboden om, anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie deze voorwetenschap aan een derde mee te delen, of een derde aan te bevelen transacties te verrichten of te bewerkstelligen in die effecten.'

Het verbod tot doorgifte van voorwetenschap is gericht tot een ieder en verbiedt de doorgifte aan derden 'anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie.' Onder derden worden begrepen personen die niet tot de *insiders* behoren als

bedoeld in Richtlijn 89/592/EEG.¹⁰ Volgens artikel 2 van de richtlijn zijn *insiders*: (i) personen die lid zijn van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen van de vennootschap, (ii) personen die vanwege hun deelneming in het kapitaal van de vennootschap over voorwetenschap (kunnen) beschikken en (iii) personen die over voorwetenschap (kunnen) beschikken omdat zij toegang hebben tot deze informatie vanwege de uitoefening van hun werk, beroep of functie.

Een voorbeeld van een situatie dat iemand in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie aan een derde voorwetenschap doorgeeft is een directiesecretaresse die notulen moet verspreiden waarin voorwetenschap is verwerkt en de persvoorlichter wiens taak het is de informatie openbaar te maken. Ook de compliance officer die op de hoogte wordt gebracht van alle koersgevoelige informatie waarvan hij kennis moet dragen om zijn taken naar behoren te kunnen vervullen.

Met betrekking tot het verbod van doorgifte is een uitzondering opgenomen voor vennootschappen 'waarvan de werknemers die zijn betrokken bij het aanbevelen niet over voorwetenschap beschikken.' Deze uitzondering is opgenomen om de advisering van cliënten van met name banken niet onmogelijk te maken.¹¹

Maatregelen ter voorkoming van voorwetenschap

De wetgever heeft nog twee maatregelen genomen om gebruik van voorwetenschap te voorkomen.

Reglement ter voorkoming van voorwetenschap

Beursvennootschappen zijn thans wettelijk verplicht een reglement vast te stellen waarin zij dienen aan te geven welke regels gelden voor bestuurders, commissarissen en bepaalde werknemers met betrekking tot transacties in aandelen van de eigen beursvennootschap (artikel 46d Wte 1995). Het reglement dient ook regels te bevatten met betrekking tot een eventueel aan te stellen centrale functionaris (*compliance officer*). De beursvennootschap is verplicht het reglement en de wijzigingen voor inwerkingtreding ter kennisneming toe te sturen aan de STE. Als gevolg van deze wettelijke regeling is de Modelcode ter voorkoming van misbruik van voorwetenschap van de (toenmalige) AEX met ingang van 1 april 1999 komen te vervallen.

Wat meteen opvalt is dat artikel 46d Wte 1995 niet aangeeft aan welke eisen de inhoud van het reglement moet voldoen. De STE en de VEUO hebben dit vacuüm opgevuld en een modelreglement

ontworpen, dat nauw aansluit bij de oude Modelcode. In de praktijk is er op dit punt in feite niet veel veranderd. Gewerkt kan worden met open of gesloten periodes waarbinnen transacties juist wel of niet kunnen worden verricht.

Ik zou de aandacht nog willen vestigen op twee punten.

Ten eerste: papier is geduldig. Het reglement kan nog zo mooi opgetuigd zijn, maar waar het uiteindelijk op aankomt is dat de regeling door de betrokkenen serieus wordt genomen, dat de regeling ook daadwerkelijk wordt nageleefd en dat toezicht wordt gehouden op de naleving van het reglement. Dit betekent mijns inziens dat een actieve rol voor de *compliance officer* is weggelegd. Te denken valt bijvoorbeeld aan: (i) het periodiek bekendmaken aan het personeel van de open en gesloten periodes, (ii) het vastleggen van de verrichte transacties in een register en (iii) het periodiek navragen bij het personeel of transacties ook daadwerkelijk gemeld zijn.

Ten tweede: het verdient mijns inziens de voorkeur dat het reglement voorziet in een passende sanctionering. Blijken *insiders* moeite te hebben met de naleving van het reglement, dan heeft de beursvennootschap tenminste een stok om arbeidsrechtelijk mee te slaan. Een bepaling van deze strekking zou als volgt kunnen luiden:

'Handelen door de medewerker in strijd met dit reglement wordt beschouwd als een ernstige inbreuk op het vertrouwen dat de uitgevende instelling als werkgever in de medewerker moet kunnen stellen en kan op grond daarvan leiden tot een passende sanctie door het daartoe bevoegde orgaan, waaronder het ongedaan maken van het door de medewerker behaalde voordeel, overplaatsing, schorsing, andere disciplinaire of arbeidsrechtelijke maatregelen, ontslag op staande voet daarvan niet uitgezonderd.'

Meldingsplicht voor beursvennootschappen en insiders

Een nieuwe maatregel die de wetgever heeft genomen om gebruik van voorwetenschap te voorkomen is de wettelijke meldingsplicht voor effectentransacties (artikel 46b Wte 1995). Zo rust op de beursvennootschap zelf en op haar bestuurders en commissarissen de plicht om iedere transactie die zij verrichten onverwijld te melden aan de STE. Deze verplichting geldt tevens voor bepaalde in de Regeling melding en reglementering transacties Wet toezicht effectenverkeer 1995¹² aangeduide categorieën van *insiders*. Deze *insiders* dienen hun transacties te melden binnen tien dagen na afloop van de kalendermaand waarin zij de transacties hebben verricht. De aldus gedane meldingen worden door de STE opge-

nomen in een openbaar register. De STE publiceert deze meldingen ook op haar website.

De meldingsplicht geldt in beginsel ook voor transacties die verband houden met personeelsopties. Geen meldingsplicht ontstaat echter (i) indien de effectentransacties krachtens het Besluit zijn uitgezonderd van de verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995 en (ii) bij vrije hand vermogensbeheer dat is uitbesteed aan een onafhankelijke derde. In het laatste geval mag de gerechtigde tot de effectenportefeuille geen invloed op het beheer uitoefenen en moet de overeenkomst van vermogensbeheer tevoren overgelegd worden aan de STE.

Bestuurlijke boete

Ik signaleer tot slot nog een recente ontwikkeling. De wetgever denkt inmiddels anders over de wijze waarop onder meer de financiële wetgeving moet worden gehandhaafd. De wetgever is van oordeel dat de verantwoordelijkheid voor de handhaving van een wet primair dient te berusten bij het bestuursorgaan dat met de uitvoering van die wet is belast. Dit betekent dus een accentverschuiving van strafrechtelijke naar bestuursrechtelijke handhaving. In veel gevallen zal dit ook aanspreken. Met behulp van een boete of een dwangsom kan veel directer en effectiever worden opgetreden bij overtredingen die relatief veel voorkomen, eenvoudig zijn vast te stellen en die een geringe normatieve lading hebben.

Inmiddels is op 1 januari 2000 de Wet dwangsom en bestuurlijke boete van kracht geworden.¹³ Deze wet regelt de invoering van dwangsommen en bestuurlijke boetes in verschillende financiële toezichtwetten (waaronder de Wte 1995). Als gevolg van deze wetgeving kan de STE een boete opleggen bij overtredingen van de bepalingen van de voorwetenschapswetgeving. Het eerste dat opvalt is dat niet uitsluitend de eenvoudig door de STE vast te stellen overtredingen zoals bijvoorbeeld van de meldingsplicht beboet kunnen worden. Aan de STE is ook een boetebevoegdheid toegekend met betrekking tot een overtreding van het verbod van gebruik van voorwetenschap en het tipverbod.

Op diverse interessante aspecten van deze wetgeving zal ik nu niet ingaan. Wel wil ik dit nog kwijt. Hoewel aan het gebruik van het boete-instrument door de STE in voorkenniszaken tal van juridische haken en ogen zitten¹⁴, acht ik het inzetten van dit wapen desalniettemin aanvaardbaar. De bestrijding van gebruik van voorwetenschap zou hierdoor wel eens in een rustiger vaarwater terecht kunnen komen. Op de STE rust wel de taak om bij het inzetten van dit wapen binnen de grenzen van artikel 6 EVRM te blijven.¹⁵

Mr. G.T.J. Hoff is advocaat en partner bij Spighoff Advocaten & Belastingadviseurs te Amsterdam.

- 1 Wet van 26 maart 1998 tot wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 teneinde de effectiviteit van deze wet op het gebied van het bestrijden van gebruik van voorwetenschap te verbeteren (Stb. 1998, 320). Zie hierover met name D.R. Doorenbos, *De vederlichte bewijslast van misbruik van voorwetenschap*, *NJB* 1996, p. 1805-1810; F.G.H. Kristen, *Misbruik, gebruik of handelen met voorwetenschap?*, *De NV* 1997, p. 131-138; D.R. Doorenbos e.a., *Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 65.
- 2 HR 27 juni 1995, NJ 1995, 662, m.nt. Schalken en (na verwijzing) Hof 's-Gravenhage 8 maart 1996 (niet gepubliceerd).
- 3 Kamerstukken II 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 1.
- 4 Zie de AEX-brochure *Beursgenoteerde ondernemingen en koersgevoelige informatie*, Een praktische handreiking voor de verspreiding van koersgevoelige informatie, p. 9.
- 5 Zie Kamerstukken II, 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 7 en Kamerstukken II, 1996-1997, 25 095, nr. 5, p. 4.
- 6 JOR 2000, 154, m.nt. Italianer.
- 7 Vgl. artikel 28i van het Fondsenreglement.
- 8 Zie Kamerstukken II, 1997-1998, 25 095, nr. 9, p. 3.
- 9 Staatsblad 1998, 717.
- 10 Richtlijn van 13 november 1989 tot coördinatie van de voorschriften inzake transacties van ingewijden (Pb. EG L 334, 30).
- 11 Kamerstukken II 1997-1998, 25 095, nr. 9, p. 3.
- 12 Staatscourant 1999, 122 alsmede de wijziging in Staatscourant 1999, 186.
- 13 Wet van 28 oktober 1999, houdende opnemings in de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet inzake de wisselkantoren, de Wet melding zeggenschap in ter beurse genoteerde vennootschappen 1996 en de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994, van bepalingen betreffende handhaving door middel van een dwangsom of een bestuurlijke boete en van bepalingen betreffende de rechtsgang (Stb. 1999, 509).
- 14 Zie onder meer de bijdragen van N.S.J. Koeman, A.W.H. Docsters van Leeuwen en H.J. Sachse in D.R. Doorenbos e.a., *Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving*, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 65.
- 15 Zie F.G.H. Kristen, *Schuldefecten in strafrechtelijk effectenrecht, Verwijtbare uitholling van schuld?*, *Ars Aequi Libri*, Nijmegen 1998, p. 59-63.