

# Misbruik van voorwetenschap



De laatste maanden is er in dag- en weekbladen een bijna ononderbroken stroom artikelen over 'insider trading' verschenen. Begin 1986 werd de Newyorkse effectenbeurs opgeschrikt door omvangrijke handel op grond van voorwetenschap door één der medewerkers van een grote 'investment banker'. Dit voorval was echter nog klein in vergelijking met het enorme schandaal dat zich medio november 1986 in de VS openbaarde. Op 14 november 1986 maakte de Stock Exchange Commission (SEC) bekend dat zij een schikking had getroffen met Ivan F. Boesky, die had bekend op zeer grote schaal te hebben gehandeld op basis van vertrouwelijke informatie. De SEC schikte de zaak met Boesky voor \$ 100 mln. Dit bedrag bestond uit afdracht van de op grond van voorwetenschap begrote winst van \$ 50 miljoen en een boete van eveneens \$ 50 mln.

Wie meent dat deze excessen zich beperkten tot de Amerikaanse beurzen vergist zich. Enige weken nadat de Boesky-affaire openbaar was gemaakt werd in Engeland eveneens een grootscheeps onderzoek naar de handel op grond van voorwetenschap ingesteld. Het onderzoek richt zich thans op één van de medewerkers van Morgan Grenfell & Co. en op de bierbrouwerij Guinness. Medio december startte de Engelse minister van Handel en Industrie tevens een onderzoek naar verdachte handelingen van functionarissen die juist de handel op grond van voorwetenschap moeten signaleren en bestrijden. De geruchten deden de ronde dat deze functionarissen zelf op grond van voorwetenschap aan de beurshandel zouden hebben deelgenomen. Naast deze onderzoeken in Engeland en de Verenigde Staten heeft ook Zweden zeer onlangs te maken gehad met een omvangrijk 'insider trading'-schandaal. Misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties is dan ook niet een typisch Amerikaans fenomeen, maar een wereldwijd verbreid probleem, ook al wordt in de diverse landen verschillend gedacht over de toelaatbaarheid van de handel op grond van voorwetenschap.

## Nederlandse situatie

Het is niet verwonderlijk dat op grond van deze gebeurtenissen in het buitenland, ook in Nederland misbruik van voorwetenschap in het middelpunt van de belangstelling is komen te staan. In het verleden waren er nauwelijks geïnteresseerden te vinden voor

het onderwerp en nog minder voorstanders voor het invoeren van een wettelijke regeling die de handel in effecten op grond van voorwetenschap zou moeten verbieden. Thans is de Amsterdamse Beurs een fervent voorstandster van strafrechtelijke maatregelen. Als eerste stap op weg naar het bestrijden van misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties heeft de Amsterdamse Beurs per 1 januari 1987 een modelcode ingevoerd die voor alle ter beurse genoteerde ondernemingen van toepassing is.

De modelcode 'Voorkoming misbruik van voorwetenschap' komt er kort samengevat op neer dat alle bestuursleden en commissarissen van een ter beurse genoteerde onderneming, alsmede alle andere direct betrokkenen bij een onderneming die over koersgevoelige informatie kunnen beschikken, hun aandelenbezit in een register bij die onderneming moeten registreren. Elke aan- dan wel verkoop moet vooraf gemeld worden, waarna de transactie na verkregen toestemming mag worden uitgevoerd.

In haar modelcode gaat de Amsterdamse Beurs, alsmede de European Options Exchange, enerzijds terecht uit van de oprechtheid van bestuurders en anderen door erop te vertrouwen dat ieder die daartoe verplicht is, zijn transacties in effecten van de eigen onderneming zal aanmelden. Anderzijds is het echter naïef te geloven dat iemand die op grond van voorwetenschap ter beurse wenst te handelen, vooraf anderen hiervan op de hoogte zal brengen. Daarom valt niet te verwachten dat de controle vanuit de onderneming richting beursvloer in de praktijk resultaten zal afwerpen. Het grote gebrek van de modelcode is dan ook dat op geen enkele wijze een adequaat controlemechanisme is geschapen 1).

De bestrijding van misbruik van voorwetenschap kan naar mijn mening slechts resultaten opleveren indien men vanaf de beursvloer het opsporingsbeleid op de 'insider trader' richt. De Amsterdamse Beurs beschikt over een 'stockwatch group'. Deze stockwatch group zou, ondersteund door aan te schaffen geavanceerde computersystemen, onverwacht grote omzettingen c.q. koersstijgingen moeten observeren en indien daartoe dan aanleiding zou bestaan een onderzoek moeten instellen bij de banken en commissarissen die namens cliënten in de desbetreffende aandelen hebben gehandeld.

Op grond van wettelijke bepalingen kunnen banken en commissarissen

dan gedwongen te worden hun boeken te openen, zodat men kan nagaan of op enigerlei wijze door personen is gehandeld op grond van voorwetenschap dan wel op basis van tips. (Ik laat hier de problemen ten aanzien van het opsporingsbeleid buiten beschouwing. Het Openbaar Ministerie beschikt over vele wettelijke bevoegdheden terwijl de Amsterdamse Effectenbeurs slechts een privaatrechtelijke vereniging zonder opsporingsbevoegdheden is.)

Wil men misbruik van voorwetenschap op goede wijze kunnen bestrijden, dan lijkt het mij onontbeerlijk voor de stockwatch group van de Amsterdamse Beurs om te proberen zoveel mogelijk kennis en ervaring te verkrijgen van buitenlandse beurzen die reeds een grote ervaring hebben op het gebied van signaleren van insider trading. Ik denk hierbij in het bijzonder aan de New York Stock Exchange en andere beurzen in de Verenigde Staten.

## Buitenlandse opvattingen

Hoewel in Nederland en andere landen van Europa de laatste tijd veel wordt geschreven over misbruik van voorwetenschap, menen Amerikanen dat hieraan in Europa nog steeds te weinig prioriteit wordt gegeven. Illustratief is een artikel in de *International Herald Tribune* van 4 december 1986: „The U.S. Securities and Exchange Commission's investigation of insider trading on Wall Street is being followed in continental Europe more with amazement than alarm. In Europe, insider trading is generally a fact of life. But while no fire bells are ringing about the scandal centered on Ivan F. Boesky's illicit stock dealings, it has caused some European countries to take a second look at their practices to regulate stock markets. The case has also given new impetus to efforts to resolve a cultural clash that threatens the long-term growth of a truly global equities market”.

Behalve Nederland 2) kennen ook

1) Zie ook mijn uitvoerige kritiek in *Het Financieel Dagblad* van 22/24 november 1986.

2) In dit artikel wordt niet stilgestaan bij de recente perspublikatie van het Ministerie van Financiën waarin wordt vermeld dat een ontwerp strafwet ter bestrijding van misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties voor advies aan de Raad van State is toegezonden.

---

Italië, België, Duitsland, Noorwegen, Spanje, Portugal, Zwitserland, Oostenrijk en Luxemburg geen wettelijke regelingen die misbruik van voorwetenschap uitdrukkelijk verbieden. Wel hebben de schandalen van de laatste maanden in de Verenigde Staten en Engeland de belangstelling in deze landen vergroot en valt een tendens te bespeuren om onderzoeken naar de mogelijkheden tot invoering van wetgeving in te stellen.

In het algemeen wordt in Europa (en door sommigen in Amerika) gesteld dat misbruik van voorwetenschap op geen enkele wijze schade veroorzaakt aan degene die niet handelt op grond van deze voorwetenschap. Men meent dan ook dat het handelen op grond van voorwetenschap beschouwd kan worden als een handelen dat een beurskoers positief beïnvloedt<sup>3</sup>). Een van de felste tegenstanders van de bestrijding van misbruik van voorwetenschap is prof. Manne. Zijn voornaamste stelling is dat een goede manager op de beste wijze kan worden beloond, indien hij koerswinst kan maken op grond van vertrouwelijke informatie.

---

## Wereldwijde aandelenmarkt

---

De laatste jaren wordt door vele beurzen gewerkt aan een aaneenschakeling van computersystemen waardoor een 24-uurs 'global stock market' zal ontstaan. Het gevaar dreigt dat indien de 'global stock market' wordt verwezenlijkt terwijl op vele beurzen geen wettelijke bepalingen ter voorkoming en bestrijding van misbruik van voorwetenschap gelden, onaanvaardbare ongelijkheden zullen ontstaan tussen de verschillende beurzen die deel uit zullen gaan maken van deze

internationale aandelenmarkt. De conclusie is dan ook dat de tijd rijp is dat men het fenomeen misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties gezamenlijk gaat bestrijden. Engeland heeft de eerste stap gezet naar een gemeenschappelijk beleid door onlangs een bijeenkomst te beleggen waarbij diverse beursbestuurders uit verschillende landen waren vertegenwoordigd.

Ik zou dit artikel willen besluiten met het argument dat wijlen prof. Louis Loss van de Harvard Law School heeft aangevoerd vóór het invoeren van een wettelijke regeling die misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties verbiedt: „Why should the public enter the market if the rules of the game make it perfectly legitimate for insiders (and their friends and business-associates) to play with marked cards? If the public is loathe to play unfair, the market will suffer and the efficient allocation of capital will be impeded”<sup>4</sup>).

**A. Dreese**

De auteur is advocaat bij het bureau Loeff & Van der Ploeg te Rotterdam.

---

3) In dit verband is zeer lezenswaardig het uitvoerige betoog van dr. G. Rietkerk, Effecten-transacties door ingewijden, *De Naamloze Vennootschap*, 1985, blz. 179.

4) Louis Loss, *Fundamentals of securities regulation*, Little Brown and Co., Boston/Toronto, 1983, blz. 608.