

## **ONGEKEND GEVAARLIJK – STRAFBARE MARKTMANIPULATIE**

### **1. Inleiding**

Begin 2003 werd de Richtlijn Marktmissbruik vastgesteld.<sup>1</sup> Op grond van deze richtlijn dienen de lidstaten een ieder te verbieden zich in te laten met marktmanipulatie.<sup>2</sup> De vraag wat moet worden verstaan onder ‘marktmanipulatie’ wordt beantwoord in het tweede lid van art. 1 van de richtlijn. Daarin wordt een zeer veelomvattende definitie gegeven, die ertoe strekt ook nieuwe handelwijzen te kunnen vangen.<sup>3</sup>

Ter rechtvaardiging van deze Europese bemoeienis op het vlak van de wetgeving inzake marktmanipulatie wordt in de preambule van de Richtlijn Marktmissbruik gewezen op tekortkomingen in het tot dan toe bestaande rechtskader van de Gemeenschap. ‘De voorschriften lopen per lidstaat uiteen, waardoor er bij de marktdeelnemers dikwijls onzekerheid heerst over begrippen, definities en wetshandhaving. In sommige lidstaten bestaat geen wetgeving op het gebied van prijsmanipulatie en de verspreiding van misleidende informatie.’<sup>4</sup> De Richtlijn Marktmissbruik voorziet de gehele Gemeenschap in dezen van één rechtskader en zou aldus de gesignaleerde tekortkomingen moeten verhelpen.

Is de Europese wetgever in dat streven geslaagd? Ik meen van niet. De toepasselijke wetgeving van de diverse lidstaten mag dan wel (meer) geharmoniseerd zijn, maar inhoudelijk bezien is dat allerm minst een verbetering.

Wat de gesignaleerde onzekerheid over begrippen, definities en wetshandhaving betreft, heeft de Europese wetgever die eerder doen toenemen dan doen afnemen. De geboekte winst kan hooguit zijn dat die onzekerheid zich nu concentreert rondom communautaire begrippen en definities, respectievelijk rondom de vraag of de lidstaten de richtlijn juist hebben geïmplementeerd. Een zekere mate van harmonisatie van onzekerheid is stellig wel bereikt.

---

1 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik), *PbEU* L 96/16.

2 Zie art. 5 van Richtlijn 2003/6/EG.

3 Zie de slotzin van art. 1 lid 2 van Richtlijn 2003/6/EG: ‘De definities van marktmanipulatie zullen zodanig worden toegepast dat zij ook nieuwe handelwijzen kunnen behelzen die als marktmanipulatie kunnen worden aangemerkt.’

4 Aldus inleidende overweging (11) van Richtlijn 2003/6/EG.

Wat de stand van de wetgeving in Nederland anno 2003 betreft, kan allicht worden gesteld dat die niet perfect was, maar moet toch ook worden vastgesteld dat hier te lande wel degelijk wetgeving bestond op het gebied van prijsmanipulatie en de verspreiding van misleidende informatie. Ik wijs op de aloude strafbaarstelling inzake prijsmanipulatie door middel van het verspreiden van leugenachtige berichten<sup>5</sup>, de strafbaarstelling van publieksmisleiding<sup>6</sup> en de strafbaarstelling(en) betreffende het publiceren van onware financiële stukken.<sup>7</sup> Voor een meer specifieke doelgroep gold bovendien reeds een strafrechtelijk gesanctioneerd gebod zich te onthouden van ‘misleidende handelingen’ waaronder het verstrekken van misleidende informatie en prijsmanipulatie.<sup>8</sup> De omstandigheid dat deze laatste bepaling zich primair richtte tot effectenininstellingen doet er niet aan af dat ook derden (niet zijnde effectenininstellingen) binnen haar bereik konden vallen ingeval zij op enigerlei wijze aan de misleidende gedraging zouden hebben deelgenomen.<sup>9</sup>

Hierbij moet worden erkend dat vooral de strafbaarstelling inzake prijsmanipulatie (art. 334 Sr) een beperkte reikwijdte heeft, omdat zij zich slechts richt op manipulatie door middel van het verspreiden van een leugenachtig bericht. Deze strafbepaling strekt zich dus niet uit tot manipulatie van prijzen door het aanwenden van ‘listige kunstgrepen’ of het plegen van ‘enige bedrieglijke handeling’, ofschoon een dergelijke uitbreiding van de delictomschrijving eenvoudig zou kunnen zijn gerealiseerd.<sup>10</sup> Bezien vanuit het oogpunt van legaliteit en in het bijzonder vanuit het zogenoemde *lex certa*-gebod had een dergelijke wetswijziging (met gebruikmaking van betrekkelijk vertrouwde strafrechtelijke begrippen)<sup>11</sup> stellig de voorkeur verdiend boven de aardverschuiving op het terrein van de strafrechtelijke aansprakelijkheid die de Richtlijn Marktmissbruik hier heeft veroorzaakt.

---

5 Zie art. 334 Sr, recent nog succesvol toegepast in de zaak ‘Hercules’ (of Cardio Control); zie HR 6 februari 2007, *JOR* 2007/73, m.nt. J. Corthals en J. Italianer.

6 Het oude art. 335 Sr, in 1992 overgeplaatst naar de Wet toezicht effectenverkeer en tot 1 oktober 2005 vervat in art. 47 Wte 1995.

7 Zie art. 336 (en 225) Sr.

8 Zie art. 32 van de Nadere Regeling gedragtoezicht effectenverkeer 2002. Deze bepaling is toegepast in de zaak die aan de orde was in CBb 28 juli 2005, *JOR* 2005/248, m.nt. K. Frielink en J.F. de Groot. De AFM had ABN AMRO bank beboet ter zake van het creëren van een misleidende voorstelling van zaken in het kader van de beursintroductie van Word Online. Het College kwam hier tot het oordeel dat de bank ‘een onjuist, want niet met de werkelijkheid overeenstemmend, signaal naar de markt [heeft] gegeven dat bij een met de emissiekoers overeenkomende prijs per aandeel de vraag naar dat aandeel het aanbod – ruimschoots – overtrof, terwijl het tegendeel het geval was’.

9 Vgl. o.a. HR 28 februari 2006, *LJN* AU9096, onder verwijzing naar HR 21 juni 1926, *NJ* 1926, p. 955.

10 Zie daarover reeds D.R. Doorenbos, *Financieel Strafrecht*, diss. Nijmegen, Deventer 1992, p. 294-295 en de concrete suggestie tot wetswijziging op p. 511.

11 De term ‘listige kunstgrepen’ komt voor in de art. 326, 327 en 329 Sr, de term ‘bedrieglijke handeling’ in de art. 328bis, 331 en 332 Sr.

Het verbod op marktmanipulatie is inmiddels neergelegd in het eerste lid van art. 5:58 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). In navolging van de Richtlijn Marktmissbruik, wordt het fenomeen ‘marktmanipulatie’ in onze nationale wetgeving opgedeeld in een viertal vormen van verboden gedrag. Kort samengevat zijn de volgende gedragingen verboden:

- (a) het geven van orders of het verrichten van transacties waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is;
- (b) het geven van orders of het verrichten van transacties die erop gericht zijn de koers van de betrokken effecten op een kunstmatig niveau te houden;
- (c) het geven van orders of het verrichten van transacties waarbij gebruik wordt gemaakt van bedrog of misleiding;
- (d) het verspreiden van informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.

Overtreding van het bepaalde in art. 5:58 lid 1 Wft is strafbaar<sup>12</sup> en de tekst van deze bepaling fungeert dus als delictomschrijving.

Vanuit het straf(proces)rechtelijk perspectief bezien, is dit een bepaling die uitermate geschikt is een lezer in staat van opwinding te brengen. De nieuwe delictomschrijving is namelijk onvoorstelbaar ruim geformuleerd, munt uit in vaagheid, verschaft de normadressaat geen deugdelijk richtsnoer voor zijn handelen en leidt op een aantal onderdelen tot een omkering van de bewijslast.

Daarbij komt dan nog, dat toezichthouder en Fiod/Ecd reeds bij het bestaan van ‘aanwijzingen’ van marktmanipulatie hun onderzoeksbevoegdheden mogen inzetten, terwijl bij het bestaan van een verdenking ook voorlopige hechtenis mag worden toegepast.<sup>13</sup> Dit laatste impliceert tevens de mogelijkheid tot onderzoek van telecommunicatie (bijvoorbeeld telefoontaps) en de inzet van dwangmiddelen zoals aanhouding buiten heterdaad en inverzekeringstelling.<sup>14</sup>

Alleen al de gedachte dat een zo onbepaalde delictomschrijving aanleiding kan geven tot een zo belastend strafrechtelijk onderzoek, met alle publicitaire risico’s van dien voor de onderzochte (rechts)persoon, is – ook ongeacht de uitkomst van dat onderzoek – bijzonder verontrustend.

<sup>12</sup> Zie art. 1 onder 3<sup>o</sup> WED.

<sup>13</sup> Zie art. 67 lid 1 onder c Sv. De opmerking in de toelichting bij de Vierde Nota van Wijziging van de Wft, inhoudende dat ter zake van het delict uit hoofde van art. 5:58 Wft geen voorlopige hechtenis mogelijk zou zijn (*Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 19, p. 603), is een kennelijke misslag.

<sup>14</sup> Zie daarover nader D.R. Doorenbos, ‘Strafrechtelijke handhaving van de Wft’, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Deventer 2007, p. 509-530, op p. 518 e.v.

De voorgaande stellingen laten zich het best illustreren aan de hand van een bespreking van de eerste vorm van marktmanipulatie die in art. 5:58 lid 1 Wft wordt onderscheiden.

## 2. Wat zijn onjuiste of misleidende signalen?

De eerste vorm van marktmanipulatie wordt in de wettekst omschreven als het verichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder in financiële instrumenten ‘waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die financiële instrumenten’.<sup>15</sup>

Deze omschrijving roept tal van vragen op. Zijn er nog eisen te stellen aan het begrip ‘signaal’ of kan vrijwel elk waarneembaar spoor dat leidt naar een transactie of order worden geduid als een signaal? En wanneer is een signaal onjuist of misleidend te achten? Hoe en aan welke criteria moet dat worden getoetst?

In haar informatieve brochure over het Verbod Marktmanipulatie stelt de AFM: ‘Of een signaal misleidend is wordt niet uitsluitend bepaald door te kijken naar de aard van het signaal of hoe dit mogelijkwijs door de gemiddelde belegger wordt ervaren, maar kan ook volgen uit de aard en intentie van de handeling waardoor het signaal tot stand is gekomen.’<sup>16</sup>

Heel verhelderend is dit echter nog niet, terwijl bovendien de vraag opkomt hoe deze toelichting zich verhoudt tot de uitgesproken wens van de Europese en nationale wetgever de intentie buiten beschouwing te laten.<sup>17</sup> Ik zou denken dat het de toezichhouder vrij staat ook te kijken naar de intentie<sup>18</sup>, maar dat hij zich daar – gezien de communautaire verplichtingen – niet toe zal mogen beperken. Zo bezien signaleert de AFM in haar brochure louter een omstandigheid waaraan zij in het kader van haar toezicht betekenis zal kunnen toekennen, maar geeft zij geen nadere uitleg van

---

15 Zie art. 5:58 lid 1 onder a Wft, dat strekt tot implementatie van het bepaalde in art. 5 j° art. 1 lid 2 onder a (eerste gedachtestreepje) van Richtlijn 2003/6/EG. In (de Nederlandse versie van) de richtlijn wordt gesproken over transacties of handelsorders ‘die onjuiste of misleidende signalen geven of waarschijnlijk zullen geven met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten’.

16 Zie de AFM-brochure Verbod marktmanipulatie, februari 2007, te vinden op de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)), op p. 14.

17 Zie daarover hierna, onderdeel 3.

18 Waarbij ik overigens zou menen dat het uiteindelijk slechts kan gaan om de intentie van de handelende (rechts)persoon, niet om ‘de intentie van de handeling’ omdat een handeling op zichzelf geen intentie heeft.

de delictsomschrijving. De geciteerde toelichting kan dan ook niet behulpzaam zijn bij de beantwoording van de vraag naar de reikwijdte van de delictsomschrijving.

De Richtlijn Marktmissbruik zelf biedt evenmin veel houvast. Daarin worden weliswaar enkele voorbeelden van marktmanipulatie omschreven<sup>19</sup>, maar rechtszekerheid is daarmee nog allerminst gegeven, al was het maar omdat de richtlijn in het vage blijft op welke vorm van marktmissbruik de gegeven voorbeelden nu precies betrekking hebben.

In Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG worden geen nadere voorbeelden omschreven, maar wordt slechts een ‘niet-exhaustieve reeks signalen’ aangeduid ‘die op zichzelf echter niet als marktmanipulatie mogen worden beschouwd’. Gelet op die expliciete waarschuwing geeft deze uitvoeringsrichtlijn (op dit onderdeel)<sup>20</sup> geen nadere omschrijving van de in de kaderrichtlijn gebezigde begrippen. De aangeduide signalen zijn niet meer dan hulpmiddelen bij de taxatie of zekere transacties of handelsorders verband kunnen houden met marktmanipulatie. En ofschoon in deze uitvoeringsrichtlijn wel iets nauwkeuriger wordt onderscheiden tussen diverse vormen van ‘manipulatieve handelingen’<sup>21</sup>, worden de signalen die verband houden met de eerste twee vormen van marktmanipulatie uit Richtlijn en wet, in één en dezelfde bepaling behandeld. Dat maakt de zaak er niet veel helderder op.

Slechts op het niveau van de CESR-guidance<sup>22</sup> worden enkele concrete, in de vier wettelijke categorieën ingedeelde<sup>23</sup> voorbeelden van marktmanipulatie gegeven. In de context van de eerste vorm van marktmanipulatie (‘False/Misleading Transactions’) wordt een viertal voorbeelden genoemd, voorzien van de trefwoorden

19 Zie het tweede tekstblok van art. 1 lid 2 van Richtlijn 2003/6/EG.

20 Op het onderdeel ‘voorwetenschap’ is dat anders. Op dat onderdeel tracht de uitvoeringsrichtlijn marktdeelnemers meer rechtszekerheid te bieden door een nauwkeuriger omschrijving te geven van twee essentiële facetten van de definitie van voorwetenschap. Zie inleidende overweging (3) en art. 1 van Richtlijn 2003/124/EG.

21 Zie de art. 4 en 5 van Richtlijn 2003/124/EG.

22 De afkorting CESR staat voor the Committee of European Securities Regulators. Dit Comité heeft o.a. een adviserende taak richting Europese Commissie en vervult een rol bij het tot stand brengen van uitvoeringsregels. Zie daarover nader C.M. Grundmann-van de Krol en F.G.H. Kristen, ‘Europese aanpak van marktmissbruik’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Marktmissbruik*, Deventer 2006, p. 9-62, op p. 13 e.v., alsmede R. Fransman, I.P. Palm-Steyerberg en E.C.D.T. van Hek-van der Leest, ‘Open normen in de Wet marktmissbruik: “Gij zult u netjes gedragen”’, *TFR* 2006, p. 128-133, op p. 130. De in de tekst bedoelde guidance is vervat in de CESR-publicatie getiteld ‘Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive’ (CESR/04-505b), te vinden op [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu) en ook opgenomen als bijlage in D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Marktmissbruik*, Deventer 2006, p. 443-458.

23 Met de kanttekening dat het denkbaar is dat een gedraging in meer dan een categorie valt onder te brengen. Zie onderdeel 4.10 van de CESR guidance: ‘there can be some overlap’.

‘Wash trades’, ‘Painting the tape’, ‘Improper matched orders’ en ‘Placing orders with no intention of executing them’.<sup>24</sup>

Met dat illustratiemateriaal komt men mogelijk wel iets verder, maar het blijft (veel) te mager. Ook de voorbeelden van CESR zijn immers nog op de vingers van één hand te tellen, terwijl daaraan verder geen juridische status kan worden toegekend. In een expliciete ‘disclaimer’ wordt opgemerkt dat in de omschrijving van de voorbeelden bewust gebruik is gemaakt van ‘non-legal technical terms’ en wordt verder benadrukt dat deze omschrijvingen ‘are not intended to affect the scope of interpretation of market abuse directives and regulations’. De door CESR geboden guidance houdt dus bepaald niet over.

Is de (rechts)persoon die op één beursdag een forse aankoop doet en daarna weer verkoopt (of andersom) nu bezig met een ‘wash trade’ of iets dat daar voldoende op lijkt? Is dit gegeven al voldoende grond voor strafrechtelijk onderzoek? En moet er nog iets bij komen alvorens de conclusie van marktmanipulatie valt te trekken en zo ja, wat dan?

En wat te denken van de (rechts)persoon die over een langere periode herhaaldelijk aankoopt in een small cap fonds in een illiquide markt: zijn ook van zijn orders en transacties onjuiste of misleidende signalen te duchten, bijvoorbeeld met betrekking tot de vraag naar het financiële instrument, die in dit geval slechts van één kant komt, terwijl de markt wellicht meent dat er veel breder belangstelling bestaat? Of moet hier soms worden aangenomen dat de bestendige koper zorgt voor een kunstmatig koersniveau?<sup>25</sup>

De vragen op dit terrein worden gemakkelijk gesteld, maar zij zijn met tekst en toelichting op art. 5:58 Wft in de hand nog niet te beantwoorden. De Europese teksten en voorbeelden helpen de handelende (rechts)persoon niet wezenlijk verder.<sup>26</sup>

Op de eenvoudige vraag, wat te verstaan is onder een onjuist of misleidend signaal, is dan ook in feite geen ander antwoord te geven dan het volgende: een onjuist of

---

24 Zie onderdeel 4.11 onder a t/m d van de CESR guidance.

25 Zie art. 5:58 lid 1 onder b Wft.

26 In dezelfde zin R. Lamp, ‘Het verbod op marktmanipulatie – een verkenning’, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 419-424, die concludeert dat de voorbeelden de precieze betekenis van de verboden soms meer vertroebelen dan verduidelijken en voorts terecht vaststelt dat voorbeelden een goede definiëring van een verbod en zijn bestanddelen niet kunnen vervangen. Zie ook R.P. Raas, ‘Marktmanipulatie’, in: D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme (red.), *Marktmisbruik*, Deventer 2006, p. 127-153, die op p. 139 opmerkt dat de scheidslijn tussen geoorloofd en ongeoorloofd handelen moeilijk te trekken is, alsmede R. Fransman, I.P. Palm-Steyerberg en E.C.D.T. van Hek-van der Leest, a.w., p. 129, die constateren dat de Europese regelgeving weinig soelaas biedt waar zij de invulling van de open norm ‘onjuist of misleidend signaal’ in het midden laat.

misleidend signaal is een signaal dat door toezichthouder en/of openbaar ministerie onjuist of misleidend wordt gevonden en dat door de rechter ook als zodanig wordt gekwalificeerd.

Daarbij geldt dat toezichthouder, openbaar ministerie en rechter uiteraard steeds achteraf oordelen, terwijl degene die handelt vooraf een geheel andere inschatting kan maken van de gevolgen van zijn order(s) of transactie(s). Maar zoals hieronder zal blijken, heeft de wetgever aan de gedachten en intenties van de handelende (rechts)persoon geen gewicht willen toekennen.

### 3. Misdrijf zonder subjectief delictsbestanddeel

Van groot belang is, dat de geestesgesteldheid van de handelende (rechts)persoon volgens de tekst van richtlijn en wet irrelevant is. De Europese wetgever heeft hier bewust voor gekozen<sup>27</sup> en de nationale wetgever heeft die lijn gevolgd.<sup>28</sup> Opzet of schuld aan de kant van de handelende (rechts)persoon is derhalve geen vereiste voor de strafrechtelijke aansprakelijkheid.<sup>29</sup>

Dat is opmerkelijk, omdat de nationale wetgever hier wel een delict heeft gecreëerd dat per definitie een misdrijf oplevert.<sup>30</sup> Maar omdat in het bijzonder voor de omschrijving van de eerste vorm van marktmanipulatie geldt dat inderdaad elk subjectief delictsbestanddeel ontbreekt<sup>31</sup>, is ook degene die met recht stelt dat hij niet wist en niet kon voorzien dat van zijn order of transactie een onjuist of misleidend signaal te duchten zou zijn ‘gewoon’ strafbaar, om de eenvoudige reden dat de hier besproken delictomschrijving slechts objectieve eisen stelt.<sup>32</sup>

27 Zie R.P. Raas, a.w., p. 133. Vgl. in dit verband ook de toelichting op het Commissie-voorstel (COM (2001) 281 definitief), waarin gesteld werd: ‘De definitie van “marktmanipulatie” berust op het gedrag van de betrokken personen en niet op hun bedoeling of oogmerk.’

28 Vgl. m.n. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 10.

29 Voetnootsgewijs moet ik dit in zoverre nuanceren dat voor de vierde vorm van marktmanipulatie nog wel de eis geldt dat de verspreider van informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.

30 Zie art. 5:54 Wft (j<sup>o</sup> art. 1 onder 3<sup>o</sup> en art. 2 lid 3 WED).

31 In de omschrijving van de tweede vorm van marktmanipulatie wordt gesproken van gedragingen ‘teneinde de koers (...) op een kunstmatig niveau te houden’ en daarin zou een intentie gelezen kunnen worden (ofschoon het de vraag is of die lezing richtlijnconform is; vgl. hierover R.P. Raas, a.w., p. 141 en R. Lamp, a.w., p. 423). In de omschrijving van de derde vorm van marktmanipulatie wordt gerept van het gebruik maken van bedrog of misleiding, en ook die terminologie lijkt nog wel enigszins subjectief in te kleuren.

32 Zie ook C.A. Doets, ‘Uitbreiding regulering op het gebied van marktmisbruik’, *V&O* 2003, p. 168-170, op p. 169, waar hij wijst op het risico dat ook gedragingen waaruit onbedoeld een onjuist of misleidend signaal uitgaat onder de strafbepaling zullen vallen. In dezelfde zin reeds C.M. Crum en F.G.H. Kristen, ‘Bouwen aan de interne markt: de richtlijn inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (market abuse)’, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 9-14, op p. 11.

Behalve opmerkelijk is dit zeer uitzonderlijk. De basisregel voor strafrechtelijke aansprakelijkheid ter zake van misdrijven is immers dat daarvoor wel opzet of op zijn minst grove schuld is vereist.<sup>33</sup> Dat geldt ook op het terrein van de economische delicten, waar voor praktisch alle delicten geldt dat zij slechts misdrijf zijn indien zij opzettelijk zijn begaan.<sup>34</sup>

In dit geval is geen opzet en is ook niet eens grove schuld vereist, hetgeen betekent dat slechts een beroep op afwezigheid van alle schuld de betrokkene nog zal kunnen vrijwaren van strafrechtelijke aansprakelijkheid uit hoofde van misdrijf. Voor wie zich realiseert hoe weinig het voorkomt dat een dergelijk beroep slaagt, zelfs in die gevallen waarin de betrokken (rechts)persoon heeft gehandeld op basis van juridisch advies<sup>35</sup>, is dit een uiterst zorgwekkende stand van zaken.

De keuze om in de wetgeving te abstraheren van de intenties van de handelende (rechts)persoon is vanzelfsprekend ingegeven door de vrees voor een te zware bewijslast aan de zijde van de vervolgende autoriteiten. Het is echter evident dat daarmee juist de kern van het delict in de omschrijving daarvan niet onder woorden is gebracht. Manipuleren pleegt men niet per ongeluk te doen en kan men eigenlijk ook niet per ongeluk doen. Taalkundig ligt in de term ‘manipulatie’ immers al besloten dat er intentioneel wordt gehandeld. De kwade intentie bepaalt de ernst van het gedrag en legitimeert de strafbaarstelling ervan. Wie denkt aan marktmanipulatie, denkt dan ook aan doelbewust handelen. En ook de wetgever dacht daaraan, alleen al getuige de talrijke voorbeelden waarin de intentie toch weer om de hoek komt kijken.<sup>36</sup>

Een wetgever die zich dan desondanks niet richt op hetgeen de kern of het wezen uitmaakt van het strafwaardige gedrag, maar daar een hele ruime cirkel omheen trekt teneinde mogelijke bewijsproblemen te omzeilen, criminaliseert onvermijdelijk (veel) teveel gedragingen.<sup>37</sup>

---

33 Zie J. de Hullu, *Materieel strafrecht*, Over algemene leerstukken van strafrechtelijke aansprakelijkheid naar Nederlands recht, 3e druk, Deventer 2006, p. 198.

34 Zie art. 2 lid 1 WED.

35 Vgl. in dit verband R.M.I. Lamp, ‘De bestuurder, zijn advocaat en de strafrechter, Beschouwing naar aanleiding van de Content- en McGregor-zaken’, *TFR* 2007, p. 56-61.

36 Illustratief zijn alleen al de voorbeelden die de Richtlijn Marktmissbruik zelf geeft: in elk van de drie omschrijvingen wordt ervan uitgegaan dat de handelende (rechts)personen een bepaald – ongeoorloofd – doel voor ogen staat. In het eerste geval gaat het om de intentie een machtspositie te verwerven die de gelegenheid biedt onbillijke transactievoorwaarden op te leggen, in het tweede geval om de intentie beleggers te misleiden die op basis van slotkoersen handelen en in het derde geval om de intentie profijt te trekken uit een zelf veroorzaakte koersbeweging. Zie voorts de eerder (in onderdeel 2) geciteerde passage uit de AFM-brochure, waarin wordt gewezen op de relevantie van de ‘intentie van de handeling’.

37 Vgl. ook F.G.H. Kristen, ‘Schuldefecten in het strafrechtelijk effectenrecht’, in: M. Borgers, I.M. Koopmans en F.G.H. Kristen (red.), *Verwijtbare uitholling van schuld?*, Nijmegen 1998, p. 47-63, die op p. 63 concludeert: ‘Een volledig geobjectiveerde delictomschrijving voor een misdrijf betekent een uitholling van het beginsel “geen straf zonder schuld”.’

#### 4. De mogelijkheid van een onjuist of misleidend signaal

Van belang is verder dat voor de hier besproken eerste vorm van marktmanipulatie niet vereist is dat er ook maar iemand daadwerkelijk *is* misleid, laat staan dat vereist zou zijn dat in de markt op het signaal is gereageerd. Louter het gegeven dat er een onjuist of misleidend signaal ‘te duchten’ is geweest, leidt reeds tot strafbaarheid.

Volgens de regering is het gevaar (van een onjuist of misleidend signaal) reeds ‘te duchten’ bij het bestaan van ‘een sterke mogelijkheid’. Zij heeft daarmee willen aansluiten bij de strafrechtelijke terminologie die wordt gebezigd in de context van de ‘gemeen-gevaarlijke delicten’ uit het Wetboek van Strafrecht, zoals brandstichting en dergelijke.<sup>38</sup>

Zo op het eerste gezicht lijkt de nationale wetgever hiermee een iets strengere maatstaf te hanteren dan de Richtlijn Marktmissbruik voorschrijft, omdat de richtlijn spreekt over transacties of handelsorders die ‘waarschijnlijk’ onjuiste of misleidende signalen zullen geven. Waar een mogelijkheid, ook al is zij ‘sterk’ te noemen, toch meestal minder zal zijn dan een waarschijnlijkheid<sup>39</sup>, zou de conclusie kunnen zijn dat de strafrechtelijke aansprakelijkheid op nationaal niveau al eerder intreedt dan op Europees niveau is bedoeld. Dit zou niet in overeenstemming zijn met de harmoniserende strekking van de Richtlijn Marktmissbruik.

Andere taalversies van de Richtlijn Marktmissbruik doen evenwel vermoeden dat de uitleg die de Nederlandse regering heeft voorgestaan, strookt met de bedoeling van de Europese wetgever. Zo spreekt de Duitse tekst op dit onderdeel van ‘*Geschäfte oder Kauf- bzw. Verkaufsaufträge, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder ihren Kurs geben oder geben könnten*’. Die laatste woorden duiden veeleer op een (sterke) mogelijkheid dan op een (mate van) waarschijnlijkheid.

#### 5. Concrete gevaarzetting: de vrees voor signalen

Zoals uit het vorige onderdeel blijkt, is de enkele mogelijkheid dat van de order of transactie een onjuist of misleidend signaal zou uitgaan, bepalend voor de straf-

---

38 Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 31 en *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 603, op beide plaatsen met verwijzing naar Noyon/Langemeijer/Remmelink, Het Wetboek van Strafrecht (losbl.), aant. 2 bij art. 157 Sr. Ik veronderstel hierbij overigens dat in de Kamerstukken bedoeld is te verwijzen naar de aantekening zoals die luidde na verwerking van supplement 117 van juni 2002 en dat de verwijzing naar ‘(suppl. 1997; juni 1998), p. 329’ een misslag is.

39 Vgl. in dit verband het aloude onderscheid tussen ‘mogelijkheidsbewustzijn’ en ‘waarschijnlijkheidsbewustzijn’ waarover D. Hazewinkel-Suringa, *Inleiding tot de studie van het Nederlandse Strafrecht*, 15e druk, bewerkt door J. Remmelink, Deventer 1996, p. 204-206.

baarheid. De vraag of er ook daadwerkelijk een onjuist of misleidend signaal is uitgegaan, mag buiten beschouwing blijven.

In het verlengde hiervan maak ik nog enige opmerkingen over het karakter van de hier besproken delictsvorm. In de brochure van de AFM over het Verbod Marktmanipulatie wordt bij deze vorm van marktmanipulatie opgemerkt dat het hier gaat om ‘het effect van een bepaalde handelswijze op de markt’ en dat daarmee sprake zou zijn van ‘een gevolgdeldict’.<sup>40</sup> Die opmerking suggereert dat het verbod pas van toepassing is wanneer de markt ook daadwerkelijk is geschaad of misleid.

Niets is echter minder waar: de strafbaarheid treedt namelijk al in bij het enkele *gevaar* voor onjuiste of misleidende signalen. We hebben hier van doen met een typisch (concreet) gevaarzettingsdelict. Daaraan is eigen dat de strafbaarheid niet pas intreedt wanneer daadwerkelijk schade wordt toegebracht, zoals bij een krenkingsdelict, maar dat de strafbaarheid al intreedt in de fase waarin nog slechts een gevaar bestaat voor krenking van het te beschermen rechtsgoed.

Opmerking verdient dat dit preventief optreden al heel ver gaat, gezien het gevaar dat de wetgever hier op het oog heeft. Dat is niet meer of minder dan het gevaar dat van een transactie of handelsorder een onjuist of misleidend signaal uitgaat. Is dat gevaar nu reeds op zichzelf zo ernstig dat het enkele ontstaan daarvan met behulp van zware strafrechtelijke middelen moet worden tegengegaan? Is het gevaar voor het uitgaan van een onjuist of misleidend signaal in de financiële markt op één lijn te stellen met het gevaar voor leven of gezondheid dat uitgaat van (bijvoorbeeld) brandstichting?

Juist omdat de wetgever bij gevaarzettingsdelicten de strafbaarheid al zo vroeg laat intreden, mag men aan de omschrijvingen van zulke delicten hogere eisen stellen dan gemiddeld.<sup>41</sup> Bezien wij met die kritische blik de verbodsbepaling, dan is duidelijk dat de wetgever het hier ernstig heeft laten afweten.

## 6. Lex non certa

Zoals uit het voorgaande volgt, heeft de wetgever het begrip marktmanipulatie gedefinieerd met behulp van onbepaalde en deels ook onbepaalbare begrippen. Dat is bezwaarlijk, zeker nu de wetgever tegelijkertijd elke verwijzing naar opzet of schuld heeft uitgebannen, terwijl elke overtreding van de aldus volledig ‘geobjectiveerde’

---

40 Zie de AFM-brochure Verbod marktmanipulatie, februari 2007, te vinden op de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)), op p. 10.

41 In dezelfde zin J. de Hullu, a.w., p. 71.

verbodsbepaling een misdrijf oplevert. En ter zake van dat misdrijf kunnen zeer ingrijpende dwangmiddelen en strafsancties worden toegepast.

Bezwaren tegen de vaagheid van wettelijke formuleringen worden veelal wegge-wimpeld met een beroep op de noodzaak van flexibele termen om ook onvoorziene gevallen van strafwaardig gedrag te kunnen vangen. Dat beroep wordt ook in de Richtlijn Marktmissbruik gedaan, zoals hiervoor reeds werd vermeld.<sup>42</sup> In de sfeer van de economische delicten wordt bovendien vaak gesteld dat van professionele marktdeelnemers mag worden gevergd dat zij een meer dan gemiddelde kennis van zaken (behoren te) hebben.<sup>43</sup>

In dit geval lijken deze tegenwerpingen toch wat te gemakkelijk.

Het is te gemakkelijk de term ‘onjuist of misleidend signaal’ te introduceren zonder poging tot definitie daarvan. De combinatie met de woorden ‘te duchten’ creëert een aansprakelijkheidsrisico dat onredelijk groot is.

Dat de hier gecreëerde vaagheid onvermijdelijk was, zou ik willen betwisten. Veel-er is sprake geweest van een bewuste keuze voor vaagheid. Hoe groter de vaagheid, des te groter de mogelijkheden voor toezichthouders en vervolgende autoriteiten. De wens om bewijsproblemen al bij voorbaat te elimineren, is duidelijk bepalend geweest voor de redactie van de verbodsbepalingen.

De strafrechtelijke aansprakelijkheid treedt thans veel te snel in. Wie wordt er be-dreigd door signalen die nergens toe hebben geleid, die mogelijk zelfs niet eens een marktdeelnemer hebben bereikt, maar inderdaad slechts ‘te duchten’ zijn geweest? Is het redelijk om de opdrachtgever van een order of transactie waaraan achteraf een dergelijk theoretisch risico wordt toegekend, ter zake van misdrijf te vervolgen en bestraffen? Waarom worden marktdeelnemers hier blootgesteld aan strafrechtelijke aansprakelijkheid ter zake van misdrijf zonder dat hun opzet of schuld ter zake doet?

De stelling dat van professionele marktdeelnemers mag worden gevergd dat zij zich terdege laten informeren over de grenzen die de wet stelt aan hun handelen, kan hier al evenmin overtuigen.

In de eerste plaats natuurlijk omdat ook bij een diepgaand onderzoek zal blijken dat die grenzen niet duidelijk zijn getrokken: enerzijds omdat heldere definities ontbre-ken en de toelichting op de wetgeving vrij oppervlakkig is gebleven, en anderzijds

---

<sup>42</sup> Zie onderdeel 1, voetnoot 3.

<sup>43</sup> In deze zin bijvoorbeeld HR 31 oktober 2000, *NJ* 2001, 14, waarover M.S. Groenhuijsen en F.G.H. Kristen, ‘Het Bestimmtheitsgebot bepaald’, *DD* 2001, p. 330-346.

omdat met de nieuwe strafbepaling nog praktisch geen ervaring is opgedaan – noch in onderzoeken, noch in rechtszaken – en dus nog geen mens weet welke kant dit zal opgaan.

In de tweede plaats moet worden opgemerkt dat de verbodsbepaling inzake marktmanipulatie zich richt tot een ieder die zich op de effectenmarkt begeeft: of hij nu een kleine particuliere ‘first time’ belegger is of een grote professionele handelaar, de norm is voor beiden gelijk. En van de brede categorie particuliere beleggers kan toch moeilijk worden gevergd dat zij zich steeds eerst juridisch laten voorlichten en adviseren, alvorens een order te plaatsen?

Integendeel, zou ik menen. Waar beleggen een soort volkssport is geworden, zou juist mogen worden verwacht dat de gemiddelde burger/belegger in de wet kan lezen welk gedrag hij moet nalaten, zodat hij weet waar de grenzen liggen. Bij de huidige stand van de wetgeving leest hij daarover niets: hij leest slechts dat van zijn orders en transacties geen misleidend signaal te duchten mag zijn, maar hoe hij dát dan moet voorkomen, lijkt een onoplosbare vraag.

## 7. Omgekeerde bewijslast

Degene die door AFM of openbaar ministerie wordt geconfronteerd met de beschuldiging dat van zijn order of transactie een onjuist of misleidend signaal te duchten is geweest, kan zich daarvan slechts bevrijden door aan te tonen

- (a) dat zijn beweegreden om de transactie of handelsorder te verrichten of te bewerkstelligen gerechtvaardigd was *en*
- (b) dat de transactie of handelsorder in overeenstemming was met de gebruikelijke marktpraktijk op de desbetreffende gereglementeerde markt.

In zekere zin wordt de bewijslast dus omgekeerd. Weliswaar begint de bewijsrechtelijke discussie natuurlijk met de vraag of inderdaad sprake was van een ‘te duchten’ onjuist of misleidend signaal, maar zoals hiervóór reeds werd geconcludeerd, kunnen AFM en openbaar ministerie buitengewoon gemakkelijk aan die stelplicht voldoen. Dit vergt namelijk niet veel meer dan een theoretische redenering, omdat geen enkel feitelijk gevolg hoeft te zijn ingetreden. Daartegenover mag men niet van de beschuldigde partij verwachten dat hij onder die omstandigheden – bij deze onbepaalde delictomschrijving – rustig en stilzwijgend afwacht of de rechter de redenering zal overnemen.<sup>44</sup> Teneinde een veroordeling te voorkómen zal de beschuldigde partij dan

---

44 Vgl. in dit verband de stand van de rechtspraak in voorkenniszaken, waarin de Hoge Raad oordeelde dat ‘[g]een rechtsregel eraan in de weg [staat] dat de rechter, indien de verdachte voor een gedraging die in samenhang met de omstandigheden waaronder deze is verricht, redenevend moet worden geacht voor het bewijs van het aan hem tenlastegelegde feit, geen redelijke, die →

ook steeds gedwongen zijn om (op twee punten) het bewijs te leveren dat er toch – ondanks de vrijwel onweerlegbare stelling dat er een onjuist of misleidend signaal ‘te duchten’ is geweest – geen sprake was van marktmanipulatie. Zijn enige verweer is dan gelegen in de rechtvaardigingsgrond die de wet hem aanreikt.

Blijkens de wettekst kan de verdachte er dan niet mee volstaan de gerechtvaardigde beweegreden en de conformiteit met de gebruikelijke marktpraktijk aannemelijk te doen worden, maar rust op hem de last om een en ander aan te tonen. Vanuit strafprocesrechtelijk perspectief is dat laatste hoogst ongebruikelijk. In de regel hoeft een verdachte immers niets te bewijzen of aan te tonen. Reeds zodra de rechter aannemelijk acht dat sprake is van een rechtvaardigingsgrond, gaat de verdachte binnen ons strafproces vrijuit.<sup>45</sup> Twijfel aan de juistheid van de jegens een verdachte ingebrachte beschuldiging, pleegt te leiden tot vrijspraak of ontslag van rechtsvervolging: *in dubio pro reo*. Maar dat geldt kennelijk niet meer zodra het gaat om marktmanipulatie, waar een verdachte die zijn onschuld niet kan aantonen, toch ‘gewoon’ zal moeten worden veroordeeld, althans als het aan de wetgever ligt.

En daarbij moet dan ook nog worden bedacht, dat het eventueel geleverde tegenbewijs volgens de Richtlijn Marktmissbruik hoe dan ook mag worden verworpen als er naast de (in het verweer aangevoerde) gerechtvaardigde beweegreden nog een andere, niet-gerechtvaardigde beweegreden voor het handelen heeft bestaan.<sup>46</sup> De bewijslast die op de beschuldigde partij rust, houdt derhalve in dat hij moet aantonen dat hij voor zijn handelen *uitsluitend* een (of meer) gerechtvaardigde beweegredenen heeft gehad.

Zodra AFM of openbaar ministerie kunnen wijzen op een mogelijk aanwezige bijkomende beweegreden die niet-gerechtvaardigd respectievelijk onrechtmatig was, lijkt het verweer reeds illusoir te worden. En dat zal dan al heel snel het geval zijn. Want waar het al buitengewoon lastig is om aan te tonen wat de precieze beweegreden is geweest voor deze of gene effectenorder of -transactie<sup>47</sup>, zal duidelijk zijn dat het aantonen van een exclusieve beweegreden (*i.e.* een gerechtvaardigde be-

redenevendheid ontzenuwende verklaring heeft gegeven, zulks in zijn overwegingen omtrent het gebezigde bewijsmateriaal betreft’. Zie (r.o. 3.5 van) HR 6 mei 2003, *JOR* 2003/150, m.nt. J. Italianer en *NJ* 2003, 710, m.nt. Sch. Grof gezegd komt dit oordeel erop neer dat de verdachte onder omstandigheden tegenbewijs moet leveren.

<sup>45</sup> Zie hierover G.J.M. Corstens, *het Nederlands strafprocesrecht*, 5e druk, Deventer 2005, p. 698.

<sup>46</sup> Zie inleidende overweging (20) van Richtlijn 2003/6/EG: ‘Er kan dan toch een sanctie worden opgelegd als de bevoegde autoriteit een andere, onrechtmatige beweegreden achter de transacties of handelsorders constateert.’

<sup>47</sup> Waarom juist handelen in dit fonds? Waarom juist nu en niet eerder of later? Waarom in deze modaliteit, waarom in deze omvang, waarom in dit instrument? In (vermeende) voorkenniszaken worden transacties veelal met een sterke mate van achterdocht bekeken, waarbij het er soms op lijkt dat men van de verdachte een waterdichte en logisch dwingende redenering wenst te vernemen waarom hij wel ‘moest’ handelen zoals hij heeft gedaan – iets wat praktisch natuurlijk onmogelijk is en derhalve een sterk negatieve invloed kan hebben op zijn bewijspositie.

weegreden die andere, op zichzelf plausibel te beredeneren niet-gerechvaardigde beweegredenen, uitsluit) een schier onmogelijke opgave is. De beschuldigde (rechts)persoon wordt opgezadeld met een duivelse bewijslast.

## 8. Uitzonderingen en ‘gebruikelijke marktpraktijken’

Na de constatering dat de verbodsbepaling, door de vaagheid van haar formulering, door het gebrek aan aansprakelijkheidsbeperkende delictsbestanddelen en door de opmerkelijke bewijslastverdeling, een ronduit gevaarlijk ruime werkingssfeer heeft, rijst de vraag of de wetgever geen ruimte voor uitzonderingen heeft gecreëerd.

Zo op het eerste gezicht niet. Afgezien van drie wettelijke uitzonderingen die worden opgesomd in het tweede lid van art. 5:58 Wft (onder a, b en c) bestaan geen andere uitzonderingen op het hier besproken eerste onderdeel van de verbodsbepaling.

Interessant lijkt evenwel de bepaling van het derde lid van art. 5:58 Wft, inhoudende dat bij of krachtens algemene maatregel van bestuur ‘categorieën transacties of handelsorders’ kunnen worden aangewezen waarop de eerste twee onderdelen van het wettelijk verbod niet van toepassing zijn. Ofschoon daar tot op heden geen uitvoering is gegeven<sup>48</sup>, suggereert deze tekst dat de regering (of zelfs de minister, op grondslag van een AMvB) bij machte zou zijn het verbod op marktmanipulatie zelfstandig in te perken.<sup>49</sup>

Dat is echter niet aan de orde en het zou overigens ook in strijd zijn met de Richtlijn Marktmissbruik. De bedoeling van de bepaling van art. 5:58 lid 3 Wft kan slechts zijn dat bij of krachtens AMvB ‘gebruikelijke marktpraktijken’ zullen worden aangewezen, en dat is iets anders.<sup>50</sup>

Gebruikelijke marktpraktijken worden in de Richtlijn Marktmissbruik omschreven als ‘praktijken die op een of meer financiële markten redelijkerwijs verwacht worden en aanvaard worden door de bevoegde autoriteiten in overeenstemming met de richtsnoeren die door de Commissie overeenkomstig de procedure van art. 17, lid 2, zijn vastgesteld’.<sup>51</sup> Zij dienen als maatstaf voor de beoordeling van concrete trans-

---

48 De AFM heeft intussen de Minister van Financiën wel (positief) geadviseerd inzake de erkenning van transacties en orders die voortvloeien uit een zogenoemd liquiditeit verhogend contract als gebruikelijke marktpraktijk. Het advies is te vinden op de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

49 Zo ook de memorie van toelichting bij de introductie van deze bepaling (*Kamerstukken II 2004/05*, 29 827, nr. 3, p. 33, waar te lezen staat dat het derde lid ‘een grondslag [biedt] om bij algemene maatregel van bestuur categorieën transacties of handelsorders van het verbod uit te zonderen.’

50 In dezelfde zin R.P. Raas, a.w., p. 147.

51 Zie art. 1 lid 5 van Richtlijn 2003/6/EG.

acties of handelorders en staan direct in relatie tot de rechtvaardigingsgrond die door een van marktmanipulatie verdachte (rechts)persoon in stelling kan worden gebracht. De toets of zijn transactie of order in overeenstemming was met een ‘gebruikelijke marktpraktijk’ is immers (naast de gerechtvaardigde beweegreden) één van de twee cumulatieve voorwaarden waaraan moet zijn voldaan wil de transactie of order buiten de reikwijdte van het verbod vallen.

Zoals al gezegd, moet de betrokkene daartoe bewijs leveren. Pas indien hij kan aantonen dat zijn transactie of order ‘in overeenstemming is met de gebruikelijke marktpraktijken op de desbetreffende gereguleerde markt’ en tevens dat is voldaan aan de voorwaarde dat daaraan (uitsluitend) een gerechtvaardigde beweegreden ten grondslag ligt, is sprake van de niet-toepasselijkheid van het verbod.

Het is er dus verre van dat de regering (of de minister) bij (of krachtens) AMvB categorieën transacties of orders kan aanwijzen waarop het verbod niet van toepassing is, zoals in art. 5:58 Wft wordt geproclameerd. De regering kan slechts toetsingskaders aanreiken in de vorm van ‘gebruikelijke marktpraktijken’ waarbinnen elke transactie of handelorder steeds weer in concreto zal moeten worden beoordeeld.<sup>52</sup>

En al zou de transactie of order in overeenstemming zijn met de gebruikelijke marktpraktijk, dan nog is daarmee niet gezegd dat het verbod niet van toepassing is. Steeds zal namelijk ook zelfstandig moeten worden beoordeeld (in positieve zin) of aan de transactie of order een gerechtvaardigde beweegreden ten grondslag lag en vervolgens (in negatieve zin) of aan de transactie of order geen andere, onrechtmatige beweegreden ten grondslag lag.

Dat is immers het systeem van de Richtlijn en ik geloof niet dat de Nederlandse wetgever daarvan kan afwijken. Kortom: van de bepaling van het derde lid van art. 5:58 Wft gaat een onjuist en misleidend signaal uit, omdat zij tekstueel niet in overeenstemming is met de Richtlijn Marktmissbruik.

## **9. Strijd met het EVRM**

Op grond van het voorgaande kan worden geconcludeerd dat het hier besproken eerste onderdeel van de verbodsbepaling van art. 5:58 lid 1 Wft, door de omkering van de bewijslast en de vaagheid van de formulering, in strijd is met de eisen die men aan behoorlijke strafwetgeving mag stellen. Die eisen kunnen in belangrijke mate worden gefundeerd op de art. 6 en 7 van het EVRM en de jurisprudentie van het Europese Hof voor de Rechten van de Mens.

---

<sup>52</sup> Vgl. ook R.P. Raas, a.w., p. 148/149, waar hij opmerkt dat een erkende gebruikelijke marktpraktijk geen ‘safe harbour’ is.

In de onschuldpresumptie van art. 6 lid 2 EVRM ligt volgens het EHRM besloten dat ‘the burden of proof is on the prosecution, and any doubt should benefit the accused’.<sup>53</sup> Ook de strafwetgever kan inbreuk maken op dit uitgangspunt, door delictomschrijvingen op te stellen die tot aansprakelijkheid kunnen leiden ongeacht de vraag naar opzet of culpa, of door delictomschrijvingen te creëren waarin wordt gewerkt met bewijsvermoedens die realiter niet kunnen worden ontzenuwd door het leveren van tegenbewijs.<sup>54</sup> Uit de jurisprudentie van het EHRM volgt dat geen van beide wetgevingstechnieken op zichzelf verboden is, maar dat de wetgever daarbij wel redelijke grenzen in acht zal moeten nemen. In het bijzonder dient hij rekening te houden met de belangen die op het spel staan en behoort hij de verdedigingsrechten te waarborgen.<sup>55</sup>

In veel gevallen kan lang worden gediscussieerd over de vraag waar de grenzen liggen, respectievelijk waar de wetgever de grenzen van het ‘redelijke’ heeft overschreden. In dit geval lijkt mij echter vrij duidelijk dat het eerste onderdeel van de delictomschrijving van marktmanipulatie zich aan de verkeerde kant van de hier bedoelde grenzen bevindt. De omschrijving van de eerste vorm van marktmanipulatie abstraheert niet alleen van opzet en schuld, maar laat de beschuldigde (rechts)persoon bovendien zo weinig ruimte voor tegenbewijs voor de rechtvaardiging van zijn handelen, dat hier sprake is van een gecombineerd ‘wegdefiniëren’ van de bewijsproblematiek. Het meest onderscheidende kenmerk van marktmanipulatie, te weten het intentionele element, komt wel terug in voorbeelden – en is realiter wel degelijk relevant – maar niet in de delictomschrijving. Die delictomschrijving bezit aldus te weinig onderscheidend vermogen en schiet schromelijk tekort in het aanduiden van de grenzen die marktdeelnemers in acht moeten nemen.

Daarbij is relevant dat er voor die marktdeelnemers veel op het spel staat. Tegenover het belang te worden gevrijwaard van marktmanipulatie, staat het belang te worden gevrijwaard van lichtvaardig opgevatte verdenkingen in die richting. De oeverloos ruime delictomschrijving biedt toezichthoudende en justitiële autoriteiten echter vrij spel. Dat is zorgelijk, omdat het hier niet gaat om een lichte overtreding waarop relatief bescheiden sancties staan, maar – per definitie – om een misdrijf waarvoor voorlopige hechtenis is toegestaan en uiteindelijk ook zware straffen kunnen volgen. Juist het gewicht van (de dreiging van) de strafrechtelijke aansprakelijkheid had de wetgever tot een andere afweging moeten brengen.

---

53 Zie m.n. (§ 77 van) EHRM 6 december 1988, appl. no. 10590/83 (Barberá, Messegué and Jabardo v. Spain).

54 Vgl. m.n. (§ 27 en § 28 van) EHRM 7 oktober 1988, appl. no. 10519/83 (Salabiaku v. France), verkort weergegeven in *FED* 1990/402, m.nt. M.W.C. Feteris en in *NJ* 1991, 351, m.nt. EAA.

55 Zie de vorige voetnoot.

De stelling dat hier sprake is van strijd met art. 6 lid 2 EVRM lijkt niet te gewaagd: die conclusie dringt zich eenvoudigweg op.

Verder behelst art. 7 EVRM de verplichting voor de (straf)wetgever ‘that an offence must be clearly defined in the law’. Aan dit vereiste is volgens het EHRM voldaan ‘where the individual can know from the wording of the relevant provision and, if need be, with the assistance of the courts’ interpretation of it, what acts and omissions will make him criminally liable’. Op grond van art. 7 EVRM mogen kwalitatieve eisen worden gesteld aan strafwetgeving, met name op het punt van toegankelijkheid en voorzienbaarheid.<sup>56</sup>

De hier bedoelde verdragsbepaling moet zodanig worden uitgelegd en toegepast dat zij beantwoordt aan haar wezenlijke strekking, te weten ‘to provide effective safeguards against arbitrary prosecution, conviction or punishment’.<sup>57</sup> Een strafbepaling die de deur openzet voor onvoorzienbare strafrechtelijke interventies, zal de toets aan art. 7 EVRM niet kunnen doorstaan.

Zoals in het voorgaande is betoogd, kan een individuele (rechts)persoon uit de tekst van art. 5:58 lid 1 onder a Wft geenszins afleiden welke handelsorders en transacties hem strafrechtelijk aansprakelijk zullen maken. De wettekst roept vragen op, maar geeft geen antwoorden. De voorbeelden uit de kaderrichtlijn en de uitvoeringsrichtlijn en het illustratiemateriaal van CESR voegen aan die stand van zaken (veel) te weinig toe, terwijl van richtinggevende rechtspraak geen sprake is. Dat laatste is overigens ook niet iets om naar uit te zien, want afgezien van het meer principiële standpunt dat het eerst en vooral aan de wetgever is om te duidelijke delictsomschrijvingen op te stellen, is het vragen naar richtinggevende rechtspraak ook vragen om ellende voor de daarbij betrokken verdachten, die dan immers als proefkonijn zouden moeten fungeren in met onzekerheid omgeven strafprocessen.

In mijn optiek zou de rechter de verleiding moeten weerstaan om in het niemandsland van de mogelijk onjuiste of misleidende signalen de grenzen te bepalen. In voorkomend geval zou hij juist in de onzichtbaarheid van die grenzen aanleiding dienen te vinden de delictsomschrijving (in haar eerste onderdeel) buiten toepassing te laten, op grond van de onaantvaardbare mate van onduidelijkheid daarvan in het

56 Zie m.n. (§ 33 van) EHRM 22 november 1995, *Series A* vol. 335-C (C.R. v. United Kingdom), verkort weergegeven in *NJ* 1997, 1, m.nt. Kn. Het arrest is tevens geannoteerd door J. de Hullu, ‘Het legaliteitsbeginsel in Straatsburgs perspectief’, *AA* 1996, p. 508-514. Zie over de hier bedoelde kwalitatieve eisen voorts M.S. Groenhuijsen en F.G.H. Kristen, a.w., p. 338 e.v., alsmede W.J.M. Davids, ‘De Europeanisering van het strafrecht (invloed van het EVRM)’, in: G.J.M. Corstens, W.J.M. Davids en M.I. Veldt-Foglia (red.), *Europeanisering van het Nederlands Recht* (W.E. Haak-bundel), Deventer 2004, p. 294-313, op p. 307 e.v.

57 Zie m.n. (§ 32 van) het zojuist aangehaalde arrest van EHRM 22 november 1995, *Series A* vol. 335-C (C.R. v. United Kingdom), verkort weergegeven in *NJ* 1997, 1, m.nt. Kn.

licht van art. 7 EVRM, het *lex certa*-beginsel en de rechtspraak van Hoge Raad en EHRM daarover.

De omstandigheid dat de nationale wetgever zich heeft gericht – en naar communautaire maatstaf gemeten ook heeft moeten richten – naar de omschrijving van marktmanipulatie uit Richtlijn 2003/6/EG, maakt de hier bereikte conclusies niet anders. Ook de EU-wetgever behoort de eisen die voortvloeien uit het EVRM te respecteren.

## 10. Conclusie

In art. 5:58 lid 1 onder a Wft heeft de wetgever, op grondslag van de Europese richtlijn, een strafbaarstelling gecreëerd die in de onbepaaldheid van haar bewoordingen het legaliteitsbeginsel geweld aandoet en die per saldo de individuele marktdeelnemer zal opzadelen met de bewijslast ter zake van de legitimiteit van zijn handelen. Om deze redenen is het hier besproken voorschrift niet geschikt om als delictomschrijving te fungeren.

Met het uitgangspunt dat marktmanipulatie verboden moet zijn, is iedereen het snel eens, maar dat geldt niet voor de (vervolg)vraag wat dan onder marktmanipulatie moet worden verstaan. De wetgever heeft op die vraag een antwoord gegeven dat op het hier besproken onderdeel zo onbepaald is dat het niet juist kan zijn. Het woord is nu aan de rechter. Niet om de delictomschrijving alsnog van haar inhoud te voorzien, maar om de wetgever aan het werk te zetten. Niet om te interpreteren dus, maar om vast te stellen dat de wetgever met deze delictomschrijving werkelijk de grenzen van het in redelijkheid toelaatbare heeft overschreden en de onverbindendheid van dit onderdeel van de verbodsbepaling uit te spreken.

De wetgever zou het alsdan ontstane probleem vervolgens eenvoudig kunnen oplossen door een subjectief delictsbestanddeel op te nemen. Daarmee zou recht gedaan worden aan de hoofdregel dat voor misdrijven – en zeker die waarvoor voorlopige hechtenis is toegelaten – opzet of grove schuld vereist is<sup>58</sup>, terwijl tevens de bewijslast zou komen te liggen waar die hoort: bij de vervolgende autoriteit. De vaagheid van terminologie zou daarmee nog onverminderd aanwezig zijn, maar aan dat knelpunt zou dan toch wat minder gewicht toekomen. Een onvoorzien(bar)e wetsuitleg resulteert namelijk minder snel in een veroordeling wanneer tegelijkertijd bewijs van opzet of grove schuld moet worden geleverd.

---

58 Waarbij geldt dat het de voorkeur verdient hier opzet te eisen, hetgeen overigens ook het beste past in onze nationale strafrechtelijke traditie. Vgl. in dat verband M. Borgers, I.M. Koopmans en F.G.H. Kristen, 'Schuld in het strafrecht', in: *Verwijtbare uitholling van schuld?*, Nijmegen 1998, p. 11-28, op p. 20.