

Openbaar overnamebod en misbruik van voorwetenschap: snelt het strafrecht de beurs ter hulp of achterna?

1. Inleiding

Ondernemingen in de vrije markteconomie zijn in grote mate aangewezen op het aantrekken van kapitaal voor hun economische activiteit. Het eigen kapitaal is meestal vrij beperkt in verhouding tot hun kapitaalbehoefte. Voor het verschil wordt beroep gedaan op de kapitaalmarkt. De effectenhandel op de beurs, in hoofdzaak in aandelen en obligaties, speelt daarbij een niet geringe rol. Op basis van vraag en aanbod ontstaat een kapitaalstroom tussen kapitaalbehoefte bedrijven en kapitaalverstrekkers en dit tegen de economische marktprijs.

Of deze basisprincipes van de vrije markteconomie ook in de realiteit zo uitpakken is een andere vraag. In de vorige eeuw werd de beurs nog beschouwd als een speculatief terrein van de burgerij. De staatsinterventie werd tot een minimum beperkt en de sector reguleerde en controleerde zichzelf. Na W.O. II is de beurs evenwel uitgegroeid tot een onmisbaar financieel scharnier voor de bedrijven en mede daardoor tot een economisch winstgevende activiteit die steeds minder wordt bepaald door de economische ontwikkelingen van die bedrijven. Bij de laatste zware beurscrash in 1988 (de zwarte maandag) bleek duidelijk dat de beurssector een eigen (speculatieve) economische activiteit is geworden, relatief los van de economische produktie van de bedrijven. Of de prijs van een aandeel overeenstemt met de economische waarde is zeer de vraag.

Voor die evoluties zijn diverse redenen aan te geven:

1. de economische ontwikkeling heeft ervoor gezorgd dat binnen de bedrijven – en dit zowel bij multinationals als bij K.M.O.'s – de kapitaalkosten verhoudingsgewijs veel belangrijker zijn geworden dan de arbeidskosten;
2. het (individueel) spaarkapitaal wordt via banken, spaar- en pensioenfondsen, en dit mede onder invloed van stimulerende overheidsmaatregelen, in veel grotere mate op de beursmarkt verhandeld;
3. de overheden hebben door hun steeds groter wordende begrotingstekorten in de jaren zestig en zeventig massaal beroep gedaan op het beurskapitaal; en
4. door de toenemende concurrentie en internationalisering is het aantal overnames (openbaar overnamebod, OPA, take-over bid), concentraties en fusies via beursoperaties gevoelig gestegen.

De effectenhandel op de beurs is niet alleen fors toegenomen, maar ook de beleggingsvormen en -constructies veranderen snel. Door deze evolutie zijn de aard van de te beschermen belangen en de manier waarop toezicht wordt uitgeoefend en gesanctioneerd sterk veranderd. Zowel kapitaalbehoefte bedrijven, overheden als kapitaalverstrekkers – niet in het minst de individuele spaarders – hebben er belang bij dat de beurssector wordt gereguleerd en gecontroleerd door de over-



heid. De overheid is ook genoodzaakt tot interventie omwille van het economische belang van de beurssector, haar sleutelpositie voor de economische productie en de controle op de trustvorming.¹ Niet in alle landen is die overheidsinterventie er gelijktijdig en even intensief gekomen. In Nederland b.v. is de controle op de effectenmarkt nog steeds gestoeld op zelfregulering door de sector (interne gedragscodes) en dus privaatrechtelijk en disciplinair van aard. De meeste Europese landen hebben evenwel na W.O. II, naast die zelfregulering, ook voorzien in verordenende en toezichthoudende bevoegdheden voor onafhankelijke (overheids)organen. Een van de bekendste is ongetwijfeld de in 1967 gecreëerde 'Commission des opérations de bourse' (C.O.B.) in Frankrijk.² Daarbij werd het voorbeeld gevolgd van economische koploper U.S.A. die niet alleen in het begin van deze eeuw voorzag in de eerste anti-trust wetgeving (Shermann Act), maar ook eind jaren twintig de Wall Street crash meemaakte. N.a.v. die gebeurtenis werd de beurssector in 1934 grondig gereguleerd en van een controlerend overheidsorgaan, de Securities Exchange Commission (SEC), voorzien. De SEC heeft vergaande juridische bevoegdheden. Ze is niet alleen administratief controle-orgaan, maar ook semi-wetgever en vervult functies vergelijkbaar met die van het Openbaar Ministerie.

2. Belgische beursmarkt: organisatie en controle

Het wettelijk kader van het effectwezen steunt overwegend op crisiswetgeving uit de jaren dertig, waarbij geopteerd werd voor een samengaan tussen overheids- en zelfregulering. De beursorganisatie ligt vervat in de Beurswet, die deel uitmaakt van het Wetboek van Koophandel.³ Die Beurswet voorziet niet alleen in een reglementering van het beroep van wisselagent, maar ook in de instelling van een Beurscommissie. De Beurscommissie is een vereniging met rechtspersoonlijkheid, bestaande uit door de wisselagenten verkozen leden. Ze is verantwoordelijk voor het dagelijks reilen en zeilen van de beurs en heeft disciplinaire macht over de wisselagenten. Uit hoofde van die bevoegdheid kan ze sancties opleggen, gaande van waarschuwing tot schrapping. Tegen die sancties staat een vorm van administratief beroep open bij een Commissie van beroep. Naast de Beurscommissie bestaat een Noteringscomité dat toezicht houdt op de toelating van de effecten tot de beursmarkt. De Beurswet van 1935 voorziet tevens in een aantal beperkte strafbepalingen. Het verhandelen van beurstitels zonder het statuut van wisselagent te hebben of het niet nakomen door wisselagenten van hun verplichtingen⁴

1. Dat de bedrijfsconcentratie vormen kan aannemen die gevaarlijk zijn voor de vrije concurrentie en voor de politieke democratie bewijst het door het Bundeskartellamt in mei 11. afgewezen overnamebod van Mercedes Benz, dat daarmee een monopoliepositie in de defensieproductie zou verworven hebben.

2. LASCOUMES, P., 'La C.O.B.: entre magistrature économique et gestion du droit des affaires', *Déviante et Société*, 1985, 1-30.

3. Cf. de art. 64 tot 118 van Boek I, Titel V van het Wetboek van Koophandel, gewijzigd bij K.B. nr. 84 van 30 januari 1935.

4. Het niet nakomen van een verplichting is b.v. het opnemen in de beurshandel van vreemde effecten zonder voorafgaande toelating van de Minister van Financiën.

zijn overtredingen waar acht dagen tot drie maanden gevangenisstraf en/of een geldboete van 26 tot 1000 frank ontstaan. De misdrijven oplichting en misbruik van vertrouwen worden ook uitdrukkelijk toepasbaar geacht op omschreven ongeoorloofde beurspraktijken: het uitgeven, verkopen, inkopen van effecten tegen een prijs die duidelijk buiten verhouding is tot de werkelijke waarde van effecten en dit door misbruik te maken van een anders zwakheid of onwetendheid (bedrog); het door de wisselagent gebruiken van de effecten toebehorend aan een cliënt tot eigen voordeel of voordeel van derden zonder machtiging (misbruik van vertrouwen).

Naast de zelfregulering door de Beurscommissie heeft de wetgever in 1935 ook voorzien in overheidscontrole. Het Bankbesluit⁵ bevat niet alleen een wettelijk statuut voor de banken, maar tevens de oprichting van de Bankcommissie, een overheidsorgaan met aanzienlijke bevoegdheden t.a.v. de privé-kredietinstellingen en t.a.v. beroep op de kapitaalmarkt. Bij beroep op de kapitaalmarkt, wat in grote mate via de privé-kredietinstellingen loopt, bestaat de controle van de Bankcommissie in toezicht op de informatie die verplicht beschikbaar moet zijn bij openbare uitgifte van effecten of hun opname in de beursnotering. Daarbij moet de Bankcommissie toezien op de evenwichtigheid van de kapitaalmarkt en op het eventueel vals en misleidend karakter van de informatie over de aard van de effecten en/of de daaraan verbonden rechten, die aan de inschrijvers wordt verstrekt.⁶

3. De Benedetti-Generale zaak: nieuwe controleregelgeving voor de Belgische beursmarkt

Dat de Bankcommissie ondanks haar toezichtsbevoegdheden t.a.v. het beroep op de kapitaalmarkt, niet voldoende gewapend was om de beursontwikkelingen vanuit controle-oogpunt aan te kunnen is op flagrante wijze gebleken in de Benedetti-Generale zaak.⁷ De Belgische controle- en sanctieregeling op beursactiviteiten was niet of op onvoldoende wijze aangepast aan de internationale ontwikkelingen. Naast het klassieke openbaar overnamebod op alle aandelen komen steeds meer vijandige overnemingen voor, waarbij door het anoniem opkopen van aandelen een belangrijke participatie werd opgebouwd om vanuit die positie een openbaar overnamebod te formuleren. Bedoeling van zo'n raid of beursoverval is niet in eerste instantie gericht op dividenden of koerswinst of op het verwerven van alle aandelen van een bedrijf, maar op het hebben van doorslaggevende zeggenschap en controle in het bedrijf. Door het feit dat er geen meldingsplicht bestaat voor het verwerven van een aandelenpakket, weten slechts ingewijden van de transacties en is er dus ook grote kans dat de door ingewijden verkregen ver-

5. K.B. nr. 185 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten.

6. Hierbij kan worden gedacht aan de prospectus die wordt verspreid bij de uitgifte of beurstoelating. In België bestaat immers bij openbare uitgifte van effecten de verplichting een prospectus bekend te maken in een bijlage van het *Staatsblad*. Art. 201, 1° en 3° en 204, 3° Vennootschapswetgeving voorzien strafsancties bij niet-naleving.

7. Cf. de *Jaarverslagen van de Bankcommissie 1986-1987*, p. 75 e.v. en *1987-1988*, p. 57 e.v.

trouwelijke informatie wordt gebruikt voor het kopen of verkopen van aandelen tot eigen voordeel of tot het voordeel van derden (insider-trading, misbruik van voorwetenschap).

Het in juni 1987 ingediende wetsontwerp op de 'transparantie' van de beurs, dat een informatieplicht oplegt aan wie een belangrijke participatie verwerft (10%) of vergroot (5%), bleef in de regeringscrisis steken. Het zou tot 24 mei 1989 duren vooraleer de Wet op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen in het *Staatsblad* verscheen.⁸ Door deze wet is iedereen die effecten verwerft, die recht geven op minimaal 5% van het totaal der stemrechten, verplicht dit te melden aan de vennootschap en aan de Bankcommissie. De Bankcommissie⁹ heeft ook het recht aanvullende inlichtingen te bekomen. Verhogingen met minimum 5% zijn aan dezelfde meldingsplicht onderworpen. Gebeurt dit niet, dan kan de Voorzitter van de rechtbank van koophandel, zetelende in kortgeding, dit alsnog bevelen op straffe van betaling van een dwangsom of de (stem)rechten tot maximum 1 jaar opschorten. Het niet naleven van de meldingsplicht of het verstrekken van onjuiste of onvolledige informatie is tevens strafbaar met de in artikel 204 van de Vennootschappenwet voorziene geldboete. Ook bij een openbaar overnamebod kan het zijn dat men buiten een bod of tegenbod een participatie wenst te verwerven, waardoor men de controle over een vennootschap in handen krijgt. Ook dan is melding aan de Bankcommissie verplicht, die tevens om aanvullende informatie kan verzoeken. Wordt de meldingsplicht niet nageleefd of wordt de aanvullende informatie niet of op een onjuiste of onvolledige manier verstrekt dan kan een strafsancie van een maand tot een jaar en/of een geldboete van 50 tot 10.000 frank worden opgelegd.

Naast de invoering van de specifieke meldingsplicht is ook fors gesleuteld aan de Beurswet zelf door een Wet van 9 maart 1989.¹⁰ De voorwaarden voor toelating van effecten tot de officiële notering worden verstrengd en het Noteringscomité – of de Minister van Financiën bij overheidseffecten – krijgt de bevoegdheid inlichtingen in te winnen. Aan degenen die effecten hebben uitgeschreven kan de verplichting worden opgelicht de Bankcommissie niet alleen periodiek informatie te verstrekken over de effecten, maar tevens haar in te lichten over 'gebeurtenissen of beslissingen die, zo zij openbaar gemaakt werden, de beurskoers op gevoelige wijze zouden kunnen beïnvloeden'. Op het niet, onjuist of onvolledig verstrekken van die inlichtingen staat een strafsancie van een maand tot een jaar en/of een geldboete van 50 frank tot 10.000 frank. Ook de prospectusverplichting wordt gevoelig aangescherpt en moet voortaan door de Bankcommissie worden goedgekeurd. Het openbaar maken van een prospectus met vermelding van goedkeuring zonder dat die werd gegeven of het openbaar maken van een andere prospectus dan degene die werd goedgekeurd wordt bestraft met dezelfde strafsancies. Tot

8. W. 2 maart 1989, B.S. 24 mei 1989, 8913-8928.

9. De Bankcommissie kreeg de controlebevoegdheid over de take-over bids in 1965.

10. Wet van 9 maart 1989 tot wijziging van het Wetboek van Koophandel en van het K.B. nr. 185 van 9 juli 1935 op de bankcontrole en het uitgifteregime voor titels en effecten, B.S., 9 juni 1989, 10401-10408.

slot wordt in de Wet nog voorzien in de strafbaarstelling van het misbruik van voorwetenschap door het invoeren van een nieuw artikel 509^{quater} in het Strafwetboek. Bepaalde personen hebben op grond van hun functie of beroep kennis van informatie die, als zij openbaar zou worden gemaakt, de effectenkoers gevoelig zou beïnvloeden. Als zo'n persoon vóór het openbaar worden van die informatie op grond van die informatie zelf effecten rechtstreeks of onrechtstreeks aankoopt of verkoopt en zo dus winst maakt of verlies vermijdt pleegt hij het strafbaar feit misbruik van voorwetenschap. Ook het aanraden aan derden op grond van die informatie (tippen) of het eenvoudig meedelen aan derden van die informatie is strafbaar. De sanctie bedraagt een maand tot een jaar en/of een geldboete van 50 tot 10.000 frank. Wordt de operatie op de beursmarkt uitgevoerd dan kan het wederrechtelijk bekomen voordeel (extra bekomen winst of minder geleden verlies) bovendien geheel of gedeeltelijk als bijkomende geldboete worden opgelegd.

Of de Belgische effectenmarkt met de nieuwe wetgeving nu helemaal uit de problemen is blijft de vraag. In tal van landen met een traditie aan strenge regulering zijn de laatste tijd de veelal internationaal getinte beursschandalen legio. Het onderzoek naar de Franse Pétichiney-zaak en naar de effectenhandel van het Frans-Britse consortium Eurotunnel zijn bekende voorbeelden.

4. Internationalisering en liberalisering van de effectenmarkten

Vanaf de jaren zeventig hebben de meeste Europese landen, onder druk van de eerste golf aan bedrijfsovernames, hun effectenmarktreguleringen herzien. In die landen is voorzien in een striktere controle op de overnames en fusies en op het misbruik van voorwetenschap. De organisatie, controle- en sanctiebevoegdheden van de bij de rechtshandhaving betrokken instanties loopt sterk uiteen. Ieder land heeft gekozen voor een specifieke invulling van de combinatie tussen zelfregulering, administratief recht en strafrecht. Vanaf die jaren is ook de internationalisering en liberalisering van de effectenmarkten toegenomen en daarmee ook het gevaar voor grensoverschrijdende effectenmarktmanipulaties. De toepassing van nationale regelgeving op grensoverschrijdende vormen van beursmarktmanipulaties – zoals het creëren van kunstmatige vraag en aanbod en het verspreiden van valse of bedrieglijke informatie – en van misbruik van voorwetenschap geeft aanleiding tot grote moeilijkheden.

Het vormen van een Europese beurs op E.E.G.-niveau, een integraal netwerk waarbinnen de effecten kunnen verhandeld worden, lijkt nog niet voor morgen. De beurzen hebben als bescheiden stap dit jaar een netwerk opgericht voor het verspreiden van de koersinformatie van de belangrijkste aandelen en obligaties. De E.E.G. is in het kader van de Europese harmonisatie van het vennootschapsrecht reeds een aantal jaren actief op het terrein van de beurswetgeving. Naast richtlijnen over de toelating tot notering, de prospectus en de periodieke informatieverschaffing streeft de E.E.G. ernaar om de belangrijkste regelgeving op het gebied van openbare overnamebod en misbruik van voorwetenschap op één lijn te krijgen. Deze regelgevende activiteit moet ook worden gezien in het ruimere

kader van regelgeving m.b.t. de concentraties van ondernemingen.¹¹ Het voorstel voor een richtlijn m.b.t. misbruik van voorwetenschap¹² is op 19 juni 1989 door de Raad aangenomen. De tekst van de richtlijn is het resultaat van een compromis dat kon worden bereikt door tegemoet te komen aan de Britse bezwaren. In feite worden de lidstaten alleen verplicht misbruik van voorwetenschap te verbieden, bevoegde autoriteiten aan te wijzen en ze de nodige bevoegdheden, inclusief controlebevoegdheden, te geven. De E.E.G. kan de lidstaten niet verplichten dit te doen op een strafrechtelijke manier en van onderzoeksbevoegdheden is in de richtlijn überhaupt geen sprake, wat betekent dat het ook privaatrechtelijk kan. De E.E.G. heeft, zich bewust van de relatie tussen de meldingsplicht bij openbaar bod en misbruik van voorwetenschap, een voorstel m.b.t. het openbaar bod uitgewerkt.¹³ Uitgangspunt is dat hij die voornemens is een participatie te verwerven waarmee hij een door iedere lidstaat te bepalen vast aandeel – wat maximaal 33% mag zijn – van de stemmen verwerft verplicht is een aanbod uit te brengen op alle effecten en het voornemen moet melden aan de toezichthoudende autoriteit. Tevens dient de aanbieder een biedingsbericht openbaar te maken. Na deze openbaarmaking is de aanbieder en iedere persoon die over 1% of meer van de stemrechten beschikt verplicht iedere effectenverwerving te melden aan de toezichthoudende overheid. Ook dit is een compromisvoorstel, dat moet beschouwd worden als een absolute minimumregeling.

Door de toenemende grensoverschrijdende beursmarktmanipulaties wordt de internationale rechtshulp op dit terrein ook steeds belangrijker. In een aantal landen is reeds voorzien in een regeling van internationale informatie-uitwisseling met toezichthoudende autoriteiten en zijn er juridische niet bindende 'Memoranda of Understanding' afgesloten. Vooral de Amerikaanse SEC en de 'International Organisation of Securities Commission', waarbij veel Europese toezichthoudende autoriteiten aangesloten zijn, stimuleren dit proces. Bedoeling is evenwel te komen tot internationale rechtshulpverdragen op dit terrein. Onlangs is door de vertegenwoordigers van de lidstaten van de Raad van Europa de tekst van een Conventie aangaande misbruik van voorwetenschap goedgekeurd (nog niet ondertekend), met de bedoeling de informatie-uitwisseling en de coördinatie tussen de partijen te stimuleren. Die noodzaak aan internationale rechtshulp beïnvloedt rechtstreeks de nationale strafwetgeving. Een strafbaarstelling opent mogelijkheden tot het verlenen van internationale rechtshulp in strafzaken (uitlevering, rogatoire commissies en huiszoekingen n.a.v. buitenlandse verzoeken) op voorwaarde dat die strafbaarstelling zowel bestaat in het verzoekende als in het ontvangende land. Zo bleek dat Zwitserland geen gevolg kon geven aan het verzoek tot rechtshulp door de SEC, omdat het misbruik van voorwetenschap in Zwitserland niet strafbaar was. Om die reden werd in 1988 het wetsontwerp tot strafbaarstelling van misbruik van voorwetenschap, bestempeld als de 'lex ameri-

11. Commissievoorstel voor een verordening van de Raad betreffende de controle op concentraties van ondernemingen, *P.B.C.*, nr. 22/14 van 28 januari 1989.

12. Voorstel voor een richtlijn van de Raad tot coördinatie van de regelingen inzake transacties van ingewijden, *Com* (87), 111 def., *P.B.C.*, nr. 153/9, 1987.

13. Voorstel voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil, *P.B.C.*, nr. 64/8, 1989.

cana', door het Parlement goedgekeurd. De nationale strafbepalingen m.b.t. de beursactiviteiten blijken evenwel zo verscheiden te zijn qua strafbaarstelling, toezichthoudende autoriteiten en handhavingsmogelijkheden dat internationale samenwerking op dit terrein tot grote moeilijkheden aanleiding geeft.

5. Besluit

De Belgische overheid heeft – zij het laat en vanuit een nationaal perspectief – de toezichts- en sanctiemogelijkheden op de effectenhandel herzien. In feite is daarbij uitgegaan van de reeds bestaande organisatiestructuur en bevoegdheden. De toezichtsbevoegdheden van de Bankcommissie zijn gevoelig verscherpt, maar uitgangspunten blijven niettemin de verplichte informatieontsluiting (prospectus, meldingsplicht) en transparantie. Daaruit blijkt dat niet is geopteerd voor het toebedelen van opsporings- of onderzoeksbevoegdheden aan de Bankcommissie. De sancties zijn kwantitatief en kwalitatief toegenomen, maar ze kunnen zowel disciplinair, administratiefrechtelijk als strafrechtelijk van aard zijn en worden door diverse instanties (Beurscommissie, Noteringscomité, Bankcommissie, Rechtbank van koophandel, Strafrechtbank) opgelegd. Het beroep op het strafrecht als handavingsinstrument is toegenomen, maar de strafbepalingen liggen verspreid over de vennootschapswetgeving, de beurswetgeving en het Strafwetboek. Aangezien de opsporing van strafbare feiten in deze sector niet is opgedragen aan een specifieke handavingsinstantie (een bijzondere opsporingsdienst) zal het in hoofdzaak van de toezichthoudende organen zelf afhangen of feiten in het strafrechtscircuit belanden. In het verleden is dit uiterst zelden het geval geweest. Tegen dit systeem kunnen twee bezwaren worden ingebracht:

1. de Beurs- en Bankcommissie hebben geen totaalbeeld van het financiële beleid van bedrijven en van de eventueel gepleegde economische misdrijven;
2. de Beurs- en Bankcommissie hebben een uitgesproken organisatorische en intermediërende rol. Wil men in het land een globaal en ernstig strafrechtelijk toezichts- en sanctiebeleid voeren op de vennootschappen met het oog op de bestrijding van de economische criminaliteit (handelsregisters, jaarrekeningen, beurshandel, faillissementen,...) dan zal daarvoor specialisatie en deskundigheid moeten worden ingebouwd en dit zowel op het niveau van opsporing, vervolging en berechting. Zoniet hebben we er de zoveelste symbolische economische strafwetgeving bij gekregen en komt er van nationale – laat staan internationale – rechtshandhaving niet veel terecht.

John Vervaele

15 november 1989