

Activistische aandeelhouders en voorwetenschap over zichzelf

MR. F.M. PETERS

Een activistische aandeelhouder probeert de gang van zaken binnen een vennootschap naar zijn hand te zetten. Door zijn actieve bemoeienis met de onderneming waarin hij belegt, en door medestanders op gestructureerde wijze te benaderen, weet hij soms meer dan andere beleggers. Maar levert dat voorwetenschap of koersmanipulatie op in de zin van de Wft? Meestal niet.

Veelal is een *Dear Board*-brief het startschot van een activistische campagne. In stilte heeft de belegger een aandelenpositie opgebouwd en zijn analyse van de publiek gemaakte cijfers van een beursfonds voltooid. Soms hebben voorafgaand aan de verzending van de brief ‘one on one’s’ met de vennootschap plaatsgevonden. Er volgt een gesprek dat teleurstellend verloopt, en kort daarna verzoekt de belegger tot agendering van bepaalde onderwerpen voor de algemene vergadering van aandeelhouders. Overtuigd van het eigen gelijk blijft de belegger bijkopen. Om zeker te stellen dat hij op de aandeelhoudersvergadering niet in zijn hemd staat, heeft de belegger al in een vroeg stadium medestanders gezocht voor zijn plannen.

De vraag rijst of in bovenstaand scenario de belegger die beschikt over informatie omtrent zijn eigen campagne, over voorwetenschap beschikt die hij niet met anderen mag delen (tipverbod, art. 5:57 Wft) en waardoor hij niet meer mag handelen in de door het betrokken beursfonds uitgegeven effecten (transactieverbod, art. 5:56 Wft). Een andere vraag die zeker gesteld zal worden als deze belegger de media zoekt, is of hij zich schuldig maakt aan marktmanipulatie (art. 5:58 Wft).

Naar mijn mening bouwt de belegger in de beschreven situatie in beginsel geen voorwetenschap op. Ik werk dat hieronder uit, met bijzondere aandacht voor ‘eigen voorwetenschap’ en ‘voorwetenschap over zichzelf’.

Voorwetenschap

Wat is voorwetenschap?

Voorwetenschap is (i) bekendheid met concrete informatie, welke informatie (ii) niet openbaar is gemaakt, die (iii) bij openbaarmaking een significante invloed koerseffect tot gevolg zal kunnen hebben en die (iv) rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op het beursfonds zelf of (v) de handel in financiële instrumenten die door het beursfonds zijn uitgegeven.¹

Typerend voor de (voor)wetenschap van een activistische belegger is dat het geen informatie betreft die uit de krochten van de uitgevende instelling afkomstig is, maar informatie die op basis van publieke informatie² in het hoofd van de belegger ontstaat en gecreëerd wordt.³ Het is de vraag of dergelijke wetenschap, zelfs als aan de criteria (i), (ii) en (iii) is voldaan, wel betrekking heeft op de objecten (iv) of (v).

‘Eigen voorwetenschap’ tegenover ‘voorwetenschap over zichzelf’

De voorwetenschap die betrekking heeft op degene die dergelijke wetenschap heeft, wordt aangeduid als ‘voorwetenschap over zichzelf’.⁴ Gedacht kan worden aan de CEO van een beursfonds die van plan is om af te treden maar dat nog niemand heeft verteld. Daarnaast bestaat ‘eigen voorwetenschap’. Dat is concrete informatie van een persoon over zijn eigen *transactie*voornemen: het voornemen om een order uit te voeren die invloed zal hebben op de koers van die effecten.

1 Art. 5:53 lid 1 Wft.

2 Wetenschap over het beursfonds die door analyse wordt afgeleid uit publieke informatie, levert geen voorwetenschap op, zo blijkt uit overweging 31 van de Richtlijn Marktmissbruik (2003/6/EG). Alhoewel deze uitzondering niet is opgenomen in de Nederlandse wetgeving, heeft de wetgever expliciet ingestemd met deze overweging (*Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 28).

3 Klassieke, door primaire insiders ‘gelekte’ voorwetenschap kan ook een rol spelen, maar die is in dit kader niet interessant en resulteert uiteraard in een confrontatie met het transactieverbod van art. 5:56 Wft.

4 Zie met name A-G Wortel bij het *Cardio Control*-arrest, HR 6 februari 2007, «JOR» 2007/73 (*Cardio Control*), m.nt. Corthals en Italianer.

In overweging 30 van de Richtlijn Marktmissbruik is bepaald over 'eigen voorwetenschap':

*"Aangezien de verwerving of vervreemding van financiële instrumenten noodzakelijkerwijs wordt voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die de transactie verricht, mag het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt op zichzelf niet als misbruik van voorwetenschap worden aangemerkt."*⁵

Dat dit inderdaad geldend recht is, is ook recent in het *Cardio Control*-arrest⁶ bevestigd.

De vraag is of een activistische belegger beschikt over belemmerende voorwetenschap (al dan niet over zichzelf) of slechts over 'eigen (voor?)wetenschap'. Van der Staay⁷ meent dat dergelijke voorwetenschap belemmerend kan zijn. Lamp⁸ concludeert op basis van het *Cardio Control*-arrest dat zolang het voornemen tot handelen (eigen voorwetenschap) maar voorafgaat aan het ontwikkelen van andere voorwetenschap over zichzelf, de 'eigen voorwetenschap-exceptie' van toepassing is. Kristen gaat het verst⁹ als hij schrijft dat informatie die door een persoon zelf gegenereerd is, het transactieverbod op hem niet van toepassing is, omdat uit de tekst van de Richtlijn Marktmissbruik (met name het woord 'vanwege' in art. 2), zou blijken dat het zou moeten gaan om informatie die afkomstig is van een ander. Hoff¹⁰ is eveneens van mening dat voorop zou moeten staan de vraag of de informatie afkomstig is van een primaire insider; omdat aandeelhouders in de regel geen primaire insiders zijn, genereren zij volgens hem voor zichzelf ook geen belemmerende voorwetenschap.

Zowel in de Georgakis-zaak¹¹ als in de *Cardio Control*-zaak was sprake van wetenschap over de handel in effecten. Art. 5:53 lid 1 Wft voorziet echter ook in een ander voorwetenschapsobject, te weten het beursfonds zelf. Deze tweedeling van objecten van de voorwetenschap komt betekenis toe. Heeft de wetenschap betrekking op noch het ene object (het beursfonds), noch het andere (de handel), dan is geen sprake van voorwetenschap. Dan wordt ook niet toegekomen aan de vraag of die kennis onder de 'eigen voorwetenschap-exceptie' valt.

Object van de voorwetenschap: het beursfonds

De activist gaat een *Dear Board*-brief sturen. Weet hij iets over het beursfonds? In het verleden is op dergelijke brieven door verschillende beursfondsen zeer divers gereageerd.¹² De reactie is dus niet te voorspellen. Omdat de belegger niet weet wat de reactie van het beursfonds op de brief zal zijn, beschikt hij niet over voorwetenschap over het beursfonds. Zodra het beursfonds een standpunt inneemt (bijvoorbeeld: wel of niet agenderen), ontstaat koersgevoelige informatie. Het beursfonds hoort dergelijke informatie echter niet alleen te delen met de activistische belegger, maar met het belegend publiek op de wettelijk voorgeschreven weg.¹³

Ook het plan om een campagne te starten en de details daarvan, leveren geen kennis omtrent het beursfonds op, maar enkel kennis omtrent de eigen zinnen: zolang je niet weet of de vennootschap in reactie een paardensprong zal maken of slechts een pion opzij zet, is de activist *none the wiser*.

Dat is wellicht anders als de activist van tevoren al weet (terwijl anderen dat niet weten) dat hij, eventueel samen met sympathisanten, een doorslaggevende meerderheid van stemmen heeft. Als bijvoorbeeld de 1%-aandeelhouder weet dat gegeven de historische opkomstcijfers een stemblok van 20% de uitkomst van de aandeelhoudersvergadering kan bepalen, dan weet hij wel degelijks iets over (een orgaan van) het beursfonds. Een dergelijke informatievoor-

Typend voor de voorwetenschap van een activistische belegger is dat het geen informatie betreft die uit de krochten van de uitgevende instelling afkomstig is, maar informatie die op basis van publieke informatie in het hoofd van de belegger ontstaat en gecreëerd wordt.

sprong zou wel belemmerende voorwetenschap omtrent het beursfonds kunnen zijn.

Object van de voorwetenschap: de handel

Een typisch voorbeeld van voorwetenschap omtrent de handel is de broker die weet dat een van zijn klanten een grote aankooporder van effecten gaat inleggen, waarvan vanwege de omvang ervan een positief effect op de koers van die effecten te verwachten valt.

De activistische belegger beschikt niet over wetenschap omtrent de handel, als hij slechts voornemens is een brief te sturen of campagne te voeren: het is immers niet vanzelfsprekend dat de bemoeienis van de activist zich zal vertalen in een hogere beurskoers. Amerikaanse studies op de

5 Richtlijn 2003/6/2003 (30).

6 Zie noot 4.

7 J.W. van der Staay, 'Aandeelhoudersactivisme. Op zoek naar een nieuw evenwicht?', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2006-2007*, Deventer: Kluwer 2007, p. 253.

8 R. Lamp, 'Eigen voorwetenschap en aanverwante kwesties', *Ondernemingsrecht* 2008, 4, p. 152-159.

9 F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees Recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolters Legal Publishers 2004, p. 719.

10 Noot onder HvJ EG 10 mei 2007, «JOR» 2007/156 (Georgakis).

11 Zie noot 10.

12 Dit blijkt ook uit onderzoek van de RSM Erasmus University, waar een aantal acties van hedgefondsen ten aanzien van Nederlandse beursvennootschappen onder de loep is genomen. Zie A. de Jong e.a., *Hedgefondsen en Private Equity in Nederland*, Rotterdam: RSM Erasmus University 2007, p. 67.

13 Art. 5:59 Wft.

Amerikaanse markt wijzen wel in die richting als het gaat om hedgefondsen die een groter belang dan 5% hebben genomen.¹⁴ Maar een recent Nederlands voorbeeld duidt

De activistische belegger beschikt niet over wetenschap omtrent de handel, als hij slechts voornemens is een brief te sturen of campagne te voeren.

erop dat dat hier kennelijk niet vanzelfsprekend is: toen *Het Financieele Dagblad* op de ochtend van 31 maart 2008 melding maakte van de plannen van onder andere de activist Hermes om in te grijpen in de strategie van ASMI, reageerde het aandeel ASMI daar die dag niet waarneembaar op.¹⁵ Hetzelfde geldt voor de actie waar Nutreco centraal stond.¹⁶ En toen het Engelse Vodafone begin juni 2007 een *Dear Board*-brief kreeg van een gezelschap dat vergaande herstructurering eiste, liet de markt niet merken daarvan onder de indruk te zijn.¹⁷

Hoe de koers van de effecten in een Nederlands beursfonds reageert op het bekend worden van aandeelhoudersactivisme, is dus niet per definitie te voorspellen. Vergelijk de Minister van Financiën die ter zake van analistenrapporten ook spreekt over ‘voorspelbaarheid’ van de koersontwikkeling na beleggingsaanbevelingen, wil van voorwetenschap sprake kunnen zijn.¹⁸

Kristen stelt dat ook onder de Richtlijn Marktmissbruik voorwetenschap omtrent de markt als geheel, belemmeren-

de voorwetenschap kan opleveren.¹⁹ Kristen schaaft dergelijke voorwetenschap echter onder de voorwetenschap omtrent ‘effecten in de uitvoerende instelling’. Uit de memorie van toelichting bij de invoering van de Wet Marktmissbruik²⁰ wordt niet duidelijk waar dergelijke voorwetenschap in de Nederlandse wetgeving is teruggekomen: voorwetenschap omtrent de vennootschap of omtrent de handel. Waarschijnlijk het eerste, nu de Richtlijn Marktmissbruik voorwetenschap omtrent de handel zo duidelijk heeft gereserveerd voor “(...) personen die zijn belast met de uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten”.²¹

Object van de voorwetenschap: de activist zelf

De voorwetenschap van de activistische belegger zuiver over zichzelf, is vlees noch vis en valt dus buiten de definitie van voorwetenschap van art. 5:53 lid 1 Wft.²²

Dit punt kwam ook op naar aanleiding van de ‘9/11-aanslagen’ in New York. Geruchten deden de ronde dat zij die voorwetenschap hadden over deze eigen daden, gespeculeerd hadden op de gevolgen die hun handelingen zouden hebben voor de effectenmarkten of bepaalde fondsen. Het Committee of European Securities Regulators vroeg zich af²³ of dergelijke wetenschap wel onder het voorwetenschapsbegrip van de Richtlijn viel. Het voorzitterschap van de Raad van de Europese Unie vond van niet, hetgeen heeft geleid tot een uitbreiding van het transactieverbod in de Richtlijn Marktmissbruik, art. 2 sub 1 lid d. Een dergelijke uitbreiding is voor het met terrorisme onvergelykbare aandeelhoudersactivisme in ieder geval niet gemaakt.

Kristen is ook van mening dat wetenschap van een bijzonder toonaangevende aandeelhouder (zoals de door hem genoemde Warren Buffet) over zichzelf, koersgevoelige informatie kan zijn maar toch geen belemmerende voorwetenschap oplevert. Kristen echter, vergelijkbaar met Hoff, komt daar uit via de route van de normadressant van het transactieverbod: een dergelijke aandeelhouder, als bron van zijn eigen informatie, is primair noch secundair insider.²⁴

Tipverbod als wel sprake zou zijn van voorwetenschap

Als de activistische belegger wel zou beschikken over (belemmerende) voorwetenschap, loopt hij meteen ook tegen het ‘tipverbod’ aan: dergelijke informatie mag in beginsel niet met derden worden gedeeld.²⁵ Van der Staay²⁶ heeft wel bepleit dat de activistische aandeelhouder die dergelijke informatie wel deelt met anderen, handelt in de reguliere uitoefening van zijn bedrijf (art. 5:57 lid 3 Wft) hetgeen zou zijn toegestaan. Daar is wel wat voor te zeggen, mede in het licht van de AFM-circulaire²⁷ *Polsen van (potentiële) aandeelhouders in het kader van verrichten van transacties*. De AFM stelt daar dat het de vennootschap vrij moet staan om ten behoeve van een strategische koerswijziging aandeelhouders te polsen om steun te zoeken voor haar standpunten. Denkbaar is dat ook een belegger daarop een

14 De Jong, *a.w.*, p. 62 en 63.

15 ‘Belegger mikt op splitsing ASMI’, *Het Financieele Dagblad* 31 maart 2006. De koersstijgingen die de dagen erna volgden (en niet op de dag van het nieuws zelf) worden door analisten in verband gebracht met de later op 31 maart 2008 bekendgemaakte cijfers van ASMI, ‘Financiële waarden trekken opnieuw het Damrak omhoog’, *Het Financieele Dagblad* 3 april 2008.

16 ‘Hedge funds rekenen op superdividend van Nutreco’, *Het Financieele Dagblad* 12 februari 2007.

17 ‘Vodafone spurns shareholder group’s demands’, *Market Watch* (www.marketwatch.com) 7 juni 2007.

18 Minister van Financiën, 9 april 1999, *Aanhangsel Handelingen II* 1999, nr. 1143, p. 2341-2342.

19 Kristen, *a.w.*, p. 317. Hij baseert dit op het feit dat bij de voorganger van de Richtlijn Marktmissbruik, Richtlijn 89/592/EEG, door de Europese Commissie in de toelichting was gesteld dat een voorgenomen wijziging van het disconto door de centrale bank ook voorwetenschap oplevert (COM(87)111, def., p. 5).

20 *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 28.

21 Art. 1 sub 1 derde alinea Richtlijn Marktmissbruik.

22 De Engelse toezichthouder, de Financial Services Authority (FSA) stelt in een nieuwsbrief over aandeelhoudersactivisme dat zij in het algemeen niet van mening is dat sprake is van misbruik van voorwetenschap, als het gaat om handelen “(...) on the basis of its intentions and knowledge of its strategy”. Beschikt een belegger over wetenschap omtrent de plannen van een ander, dan zal FSA zich beraden. Zie *FSA Market Watch, Market Division: Newsletter on Market Conduct and Transaction Reporting Issues*, 2007, nr. 20.

23 Kristen, *a.w.*, p. 318 en 435-440.

24 Kristen, *a.w.*, p. 720; Hoff in zijn noot onder het Georgakis-arrest. Zie noot 10.

25 Uitgezonderd de in de wet en het Besluit marktmissbruik genoemde uitzonderingen; zie art. 5:57 lid 3 Wft en art. 3 Besluit marktmissbruik.

26 Van der Staay, *a.w.*, p. 254.

27 Interpretatie van de AFM inzake de toepassing van art. 46a Wet toezicht effectenverkeer; zie www.afm.nl.

beroep kan doen voor door hemzelf geagendeerde koerswijzigingen.²⁸

Marktmanipulatie

In deze context is met name informatiemaniplatie, als subvorm van marktmanipulatie, van belang: kort gezegd is dat het verbod om informatie te verspreiden waarvan (men weet of behoort te weten dat daarvan) een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod, de vraag of de koers van effecten (art. 5:58 lid 1 sub d Wft).

Bij een (gepubliceerde) *Dear Board*-brief of een persbericht van de activist, komen we niet zo veel problemen tegen: elk bericht moet volledig en juist zijn, en niet misleidend. Daar is uit te komen, al blijft discussie mogelijk over de mate van detail die moet worden verstrekt. Overigens komt ook hier de vraag op of informatie omtrent de eigen plannen en strategie wel “*betrekking heeft op het aanbod, de vraag of de koers van effecten*”.

Onder meer uit vrees over belemmerende voorwetenschap te beschikken, kiest de belegger er vaak voor om een verzonden *Dear Board*-brief publiek te maken zodat hij na publicatie van die brief onbekommerd kan handelen. Op andere gronden bestaat geen plicht tot publicatie van deze informatie.²⁹

Als men besluit een dergelijke brief te publiceren, wordt het vrijwel onmogelijk voor het bestuur om 180 dagen de tijd te nemen om daarop te reageren.³⁰ De markt zal immers een sneller antwoord verwachten.

Het juist niet doen van publieke mededelingen kan overigens geen marktmanipulatie inhouden: van verspreiding van informatie is in dat geval immers in het geheel geen sprake.³¹

Dat eerder (niet-misleidende) verspreide informatie naarmate de tijd verstrijkt verouderd raakt, maakt niet dat die eerder verspreide informatie alsnog een misleidende verspreiding oplevert: getoetst moet worden aan het moment

van verspreiding omdat een bericht anders zowel niet als wel misleidend zou zijn.³² De activist doet er echter hoe dan ook verstandig aan om in elke publicatie op te merken dat de verspreider van die informatie zich niet gehouden acht om de informatie te updaten.

Al met al lijkt de problematiek van het verbod van informatiemaniplatie voor de activistische belegger beheersbaar.

Conclusie

Er is veel voor te zeggen dat de wetenschap van de activistische aandeelhouder over zijn eigen voornemens, geen belemmerende voorwetenschap oplevert. Het valt eenvoudigweg niet onder de definitie van art. 5:53 Wft. Zolang er echter geen duidelijke jurisprudentie is, zal menig hedgefonds zijn *Dear Board*-brief blijven publiceren.

Over de auteur

Mr. Frank M. Peters is advocaat bij Spigthoff NV te Amsterdam.

-
- 28 Nadeel van die benadering is dat men dan ook al snel tot de conclusie komt dat het genereren en verkrijgen van dergelijke informatie tot het vak van de activistische belegger behoort: zij zouden dan primaire insiders zijn (art. 5:56 lid 1 sub 2 Wft). Bij primaire insiders is voor het transactieverbod niet relevant of men “*weet of redelijkerwijs moet vermoeden*” dat men beschikt over voorwetenschap, iets wat bij secundaire insiders wel een rol speelt. Ook op de door Kristen en Hoff aan secundaire insiders toegedachte vrijheid om met zelf gegenereerde voorwetenschap te handelen, kunnen zij dan geen beroep doen.
- 29 Het conceptwetsvoorstel naar aanleiding van het advies van de commissie-Frijns van 30 mei 2007 voorziet in een meldingsplicht van intenties van aandeelhouders die meer dan 10% houden in een beursgenoteerde onderneming. Aan dat concept wetsvoorstel lijkt overigens de aannahme ten grondslag te liggen dat zonder die wettelijke basis een verplichting tot publicatie van intenties niet bestaat.
- 30 Zie de aanbeveling van de commissie-Frijns om het bestuur een responstijd van 180 dagen te gunnen. Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouder en over het toepassingsbereik van de Code*, mei 2007, p. 15 en 19. Deze aanbeveling heeft het conceptwetsvoorstel (zie noot 29) overigens niet gehaald.
- 31 In die zin ook M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007, slot par. 5.3.1.3.
- 32 Zie ook de toelichting bij het conceptwetsvoorstel naar aanleiding van het advies van de commissie-Frijns van 30 mei 2007, waarin wordt overwogen dat als de intentiemelding maar de datum van de melding bevat “*daarmee rekening [kan] worden gehouden wanneer men deze intentie verder wenst te interpreteren*”.