
Het polsen van (groot)aandeelhouders bij een openbaar bod en het risico van voorwetenschap

Inleiding

De vraag of het een potentiële bidder binnen de huidige voorkenniswetgeving geoorloofd is om, alvorens een mededeling betreffende een openbaar bod openbaar wordt gemaakt, (groot)aandeelhouders van een doelvennootschap te polsen, is in de literatuur een veel besproken onderwerp. Voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft deze belangstelling wellicht meegespeeld bij de beslissing om het standpunt dat zij voorlopig heeft ingenomen inzake de beantwoording van deze vraag, neer te leggen in de concept 'beleidsregel polsen van (groot)aandeelhouders'. De concept-

beleidsregel is op 4 maart 2002 aan een aantal representatieve organisaties en marktpartijen ter consultatie voorgelegd en is tevens te raadplegen onder het kopje: 'consultatie' op de website van de AFM: www.autoriteit-FM.nl. De AFM is voornemens om de uitkomsten van de consultatie te gebruiken voor de definitieve vaststelling van de beleidsregel.

Hierna zal ik eerst, in algemene zin, ingaan op de belemmeringen die worden veroorzaakt door de artikelen 46 en 46a Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) voor het polsen van (groot)aandeelhouders voorafgaand aan een openbaar bod, waarna ik de door de AFM opgestelde concept 'beleidsregel polsen van (groot)aandeelhouders' nader zal bespreken.

Vormen de artikelen 46 en 46a Wte 1995 op zichzelf een belemmering voor de huidige overnamepraktijk?

In de overnamepraktijk wenst een potentiële bidder doorgaans uitsluitend een openbaar bod uit te brengen op de aandelen in een doelvennootschap, indien hij er vooraf op kan vertrouwen dat een substantieel deel van het geplaatste aandelenkapitaal zal worden aangemeld en dat bovendien de aandeelhouders met een relevant belang hun aandelen in ieder geval zullen aanbieden. Derhalve is het voor een potentiële bidder van essentieel belang dat hij de mogelijkheid heeft om de (groot)aandeelhouders te polsen omtrent hun bereidheid de aandelen in de doelvennootschap over te dragen, alvorens een openbare mededeling te doen ter zake van zijn voornemen.

De minister heeft bij de behandeling van het wetsvoorstel gesteld dat de artikelen 46 en 46a Wte 1995 geen belemmering vormen voor de overnamepraktijk, aangezien een potentiële bidder slechts kennis draagt van een *eigen* voornemen en er dus onder deze omstandigheden geen sprake kan zijn van voorwetenschap in de zin van de Wte 1995 (TK 1997-1998, 25 095, nr. 8, p. 4 en p. 8 onder e). Hoewel de minister deze opmerking heeft geplaatst in de context van het opbouwen van een belang door een potentiële bidder vooruitlopend op de overname, is de gekozen formulering ruim en algemeen. Ik ben dan ook met Grundmann-Van de Krol (Koersen door het effectenrecht, Den Haag 2002, p. 210-211) en Stratenus (V&O 2000, p. 85) van mening dat een mededeling door een potentiële bidder aan een (groot)aandeelhouder omtrent de voorgenomen overname geen overtreding van het tipverbod inhoudt, omdat de potentiële bidder *zelf* niet over voorwetenschap in de zin van de wet beschikt, waardoor hij het verbod van artikel 46a Wte 1995 onmogelijk kan overtreden. Indien de gepolste

(groot)aandeelhouder vervolgens aangeeft dat hij de aandelen voor een bepaalde prijs wil overdragen aan de potentiële bidder, komt deze bidder naar mijn mening wel *zelf* over voorwetenschap te beschikken, aangezien het redelijkerwijs is te verwachten dat dergelijke informatie – bij openbaarmaking – invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten.

Zodra een (groot)aandeelhouder, al dan niet na een mededeling door een potentiële bidder, bekend wordt met het – nog niet openbaar gemaakte – voornemen van die potentiële bidder om een bod uit te brengen op de aandelen in de doelvennootschap, beschikt die (groot)aandeelhouder over voorwetenschap in de zin van artikel 46 Wte 1995. Het gevolg is dat de geïnformeerde (groot)aandeelhouder vanaf dat moment in het geheel geen transacties meer mag verrichten (*stand still*) en deze voorwetenschap niet mag meedelen aan derden, zulks totdat het voornemen openbaar wordt gemaakt.

De concept 'beleidsregel polsen van (groot)aandeelhouders'

De door de AFM voorgestelde beleidsregel, die naast de situatie dat (groot)aandeelhouders worden gepolst door een potentiële bidder, ziet op het geval dat een (groot)aandeelhouder zich onherroepelijk verbindt om zijn aandelen aan te bieden bij een openbaar bod op aandelen in een doelvennootschap, laat zich als volgt samenvatten:

1. Het polsen door een potentiële bidder en het zich onherroepelijk verbinden door een (groot)aandeelhouder, zoals hiervoor omschreven, zijn in het algemeen geoorloofd, aangezien het bijdraagt aan een adequate functionering van de effectenmarkten en positie van beleggers op die markten en derhalve aansluit bij de doelstellingen van de Wte 1995.
2. Het polsen door een potentiële bidder van (groot)aandeelhouders valt niet onder het tipverbod van artikel 46a Wte 1995, omdat de potentiële bidder handelt binnen de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie.
3. Een (groot)aandeelhouder komt als gevolg van het polsen over koersgevoelige informatie te beschikken, wat als consequentie heeft dat hij geen transacties meer mag verrichten en de verkregen informatie niet aan derden mag doorgeven (tipverbod).
4. Een (groot)aandeelhouder mag zich onherroepelijk verbinden zijn aandelen aan de potentiële bidder aan

te bieden in geval van een openbaar bod, mits het aantal aan te bieden aandelen dan wel het aan te bieden percentage van het uitstaande kapitaal vaststaat.

5. De potentiële bidder dient er zorg voor te dragen dat de kring van personen die beschikt over de verstrekte informatie zo klein mogelijk blijft; het is echter niet noodzakelijk dat hij met de te polsen (groot)aandeelhouder een geheimhoudings- of 'stand still'-overeenkomst aangaat.
6. Uiterlijk op het moment dat het biedingsbericht verschijnt, dient alle aan de (groot)aandeelhouders verstrekte informatie ook aan het publiek te worden meegedeeld.

Commentaar

Alvorens inhoudelijk op de concept-beleidsregel in te gaan wil ik opmerken dat het voor de overnamepraktijk zeer valt toe te juichen dat de AFM haar inhoudelijke beleid wat betreft het polsen van (groot)aandeelhouders publiekelijk wil gaan vastleggen, waardoor de onzekerheden van weleer lijken te worden weggenomen.

Met Doorenbos (Ondernemingsrecht 2000, p. 5) ben ik echter van mening dat artikel 46a Wte 1995 een grondslag zou moeten bieden voor een algemene maatregel van bestuur waarbij uitzonderingen op het in het eerste lid vervatte tipverbod zouden kunnen worden gemaakt (vergelijk art. 46 lid 4 Wte 1995). Het valt dan ook te betreuren dat de structuur van de huidige wettelijke regeling de AFM dwingt deze beleidsregel vast te stellen binnen haar handhavingsbeleid, terwijl een generieke vrijstelling voor het polsen van en het zich onherroepelijk verbinden door (groot)aandeelhouders voorafgaand aan een openbaar bod meer voor de hand zou liggen. De mogelijkheid van een generieke vrijstelling zou de rechtszekerheid in belangrijke mate ten goede komen, aangezien het Openbaar Ministerie in haar vervolgingsbeleid aan een dergelijke algemene maatregel van bestuur, in tegenstelling tot een beleidsregel van de AFM, vanzelfsprekend wél is gebonden.

Wellicht zou de mogelijkheid van een generieke vrijstelling ook voorkomen dat de AFM zich noodgedwongen dient te baseren op de enige uitzondering voor het tipverbod die de wet hier biedt, namelijk dat de mededeling aan de (groot)aandeelhouder wordt gedaan 'in de normale uitoefening van werk, beroep of functie'. Deze bepaling lijkt in de praktijk beperkter te moeten worden uitgelegd dan de AFM in de concept-beleidsregel doet, aangezien de memorie van toelichting bij arti-

kel 46a Wte 1995 als voorbeelden noemt: 'een directie-secretaresse die in een bepaalde kring notulen moet verspreiden waarin voorwetenschap is verwerkt, of de persvoorlichter wiens taak het is om informatie openbaar te maken' (TK 1996-1997, 25 095, nr. 3, p. 8). Het initiëren en ten uitvoer leggen van een overnameplan is derhalve voor de potentiële bieder in beginsel geen normale uitoefening van werk, beroep of functie in de zin van de wettelijke regeling (zie ook Doorenbos, a.w.).

Zoals ik hiervoor reeds bepleitte, lijkt het mij logischer dat de AFM, binnen de beperkte speelruimte die de wettelijke regeling haar biedt, de uitzondering op het tipverbod bij het polsen van (groot)aandeelhouders baseert op de stelling van de minister dat een potentiële bieder slechts kennis draagt van een *eigen* voornemen en er dus geen sprake kan zijn van voorwetenschap in de zin van de Wte 1995. Dit heeft tot gevolg dat een potentiële bieder die vooruitlopend op een openbaar bod een (groot)aandeelhouder polst, geen voorwetenschap aan een derde overdraagt in de zin van de wet. Hierbij teken ik wel nadrukkelijk aan dat zich zo een nieuw probleem kan voordoen: wat indien een potentiële bieder het polsen van (groot)aandeelhouders overlaat aan zijn juridisch of financieel adviseurs, waardoor er niet meer gesproken kan worden van het bekendmaken van zijn *eigen* voornemen? Wellicht kan deze vraag in de praktijk gemakkelijk worden beantwoord door te stellen dat dergelijke adviseurs vereenzelvigd dienen te worden met hun opdrachtgever: de potentiële bieder.

Indien de AFM in haar definitieve beleidsregel kiest voor de wettelijke uitzondering op het tipverbod vanwege haar standpunt dat een potentiële bieder handelt binnen de normale uitoefening van werk, beroep of functie, dient zij wellicht ook een bepaling op te nemen dat er voorafgaand aan het polsen een geheimhoudingsovereenkomst tussen de potentiële bieder en de (groot)aandeelhouder moet zijn gesloten. Het op 30 mei 2001 gepubliceerde voorstel voor een Europese Richtlijn 'Betreffende handel met voorkennis en marktmanipulatie (marktmisbruik)' (COM(2001) 281 definitief) bepaalt namelijk in artikel 6 lid 2 sub a dat het verstrekken van voorwetenschap aan een derde in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie, zonder gelijktijdige openbaarmaking, slechts is toegestaan voorzover geheimhouding van de informatie is gewaarborgd. Daartoe dient ofwel sprake te zijn van een reeds bestaande geheimhoudingsplicht van de (groot)aandeelhouder, ofwel dat met hem uitdrukkelijk wordt overeengekomen dat de informatie geheim wordt gehouden (zie met name C.M. Crum & F.G.H. Kristen, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 12).

Ten slotte wil ik bepleiten dat de AFM in de definitieve beleidsregel ook de onzekerheid wegneemt omtrent de vraag of het vooruitlopend op een openbaar bod 'informeel' consulteren van autoriteiten als de NMa of de Merger Task Force van de Europese Commissie binnen de wettelijke regeling is toegestaan. In de lijn van de concept-beleidsregel lijkt een dergelijke consultatie mij algemeen geoorloofd, aangezien het bijdraagt aan een adequate functionering van de effectenmarkten en positie van beleggers op die markten en derhalve aansluit bij de doelstellingen van de Wte 1995.

Conclusie

De concept 'beleidsregel polsen van (groot)aandeelhouders' van de AFM neemt een hoop onzekerheden binnen de overnamepraktijk weg, door expliciet te stellen dat het voor potentiële bidders geoorloofd is om in het zicht van een openbaar bod (groot)aandeelhouders te polsen. Een kanttekening dient echter te worden geplaatst bij het feit dat de beleidsregel wordt geplaatst in het kader van het handhavingsbeleid, waar een generieke vrijstelling meer voor de hand zou liggen, ware het niet dat de huidige wetgeving daarin niet voorziet. Vooruitlopend op toekomstige vrijstellingen valt het dan ook aan te bevelen om artikel 46a Wte 1995 uit te breiden met de mogelijkheid om bij algemene maatregel van bestuur handelingen aan te wijzen, die niet onder het tipverbod vallen. Hierbij valt bijvoorbeeld, naast het polsen van (groot)aandeelhouders, ook te denken aan het 'informeel' consulteren van autoriteiten als de NMa of de Merger Task Force vooruitlopend op een overname.

*Mr. J.A. Broekhuis
Stibbe*
