

Polen van aandeelhouders

De recente aanpassing van het Besluit van 17 december 1998

Inleiding

‘Het belang van een gezonde markt eist een heldere norm. Daarom dient niet alleen strafbaar te zijn de handel met voorwetenschap die in het concrete geval tot oneerlijke voordeelverwerving kan leiden, maar alle handel met voorwetenschap, waaraan immers in het algemeen dat risico is verbonden.’ (Kamerstukken II 1996/97, 25 095, nr. 3, p. 1)

De hier bedoelde ‘heldere norm’ is te vinden in artikel 46 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995). Hoewel binnen afzienbare tijd in de verbodsbepaling van artikel 46 Wte 1995 het element ‘gebruikmaken van’ zal worden geïntroduceerd (zie het concept-wetsvoorstel Marktmisbruik dat op 8 augustus 2003 door het ministerie van Financiën gepubliceerd is) en daarmee de reikwijdte van dit artikel beperkt wordt, zullen tot het moment van inwerkingtreding van deze wetwijziging bepaalde uitzonderingen op het ruime bereik van het huidige artikel 46 Wte 1995 noodzakelijk blijven.

Het gaat daarbij om gevallen waarin evident geen sprake kan zijn van ‘oneerlijke voordeelverwerving’. Artikel 46 lid 3 Wte 1995 benoemt reeds expliciet een drietal wettelijke uitzonderingen op het verbod op handel met voorwetenschap. Er bleken echter meer uitzonderingsgevallen denkbaar. In de loop van de parlementaire behandeling die tot het huidige artikel 46 Wte 1995 heeft geleid, werd daarom bij nota van wijziging in artikel 46 lid 4 Wte 1995 de mogelijkheid opgenomen om, in nog niet geregelde gevallen, toch het nodige uitzonderingsmaatwerk te kunnen leveren. De wetgever had daarbij het oog op transacties ‘(...) die weliswaar formeel onder de delictsomschrijving vallen, maar die desalniettemin geen bedreiging vormen voor de integriteit van de kapitaalmarkt of voor de belangen van de op die markt opererende partijen’ (Kamerstukken II 1997/98, 25 095, nr. 9, p. 3). Artikel 46 lid 4 Wte 1995 bepaalt dat bij algemene maatregel van bestuur categorieën van transacties kunnen worden aangewezen waarop het verbod op handel met voorwetenschap niet van toepassing is.

In het Besluit van 17 december 1998 (Stb. 1998, 717) is hieraan uitvoering gegeven, en zijn zes categorieën van transacties van het verbod uitgezonderd. Volgens de wetgever kan daarbij geen sprake zijn van een ‘wezenlijke bedreiging’ van de door de Wte 1995 beschermde belan-

gen. Het gaat om de volgende gevallen: (a) de toekenning en (b) de uitoefening van personeelsopties en dergelijke in het kader van een personeelsregeling, (c) het verrichten van transacties om te kunnen voldoen aan een (bijvoorbeeld uit een personeelsregeling voortvloeiende) verplichting tot levering van aandelen, (d) het emissiegerelateerd verrichten van koersstabiliserende transacties dan wel (e) als begeleidende effecteninstitelling afnemen van een bepaald gedeelte van de te plaatsen aandelen, en ten slotte (f) het bij wijze van dividenduitkering uitgeven van aandelen.

Het Besluit van 17 december 1998, waarin het voorafgaande is vastgelegd, is op 6 juni 2003 met de inwerkingtreding van het Besluit van 20 mei 2003 (Stb. 2003, 224) op enkele punten aangepast. Twee nieuwe uitzonderingen zijn als onderdelen g en h aan het Besluit toegevoegd en zullen in dit artikel worden besproken, hoewel de dagen van het Besluit inmiddels geteld lijken te zijn. In de concept-memorie van toelichting bij de in augustus 2003 ter consultatie voorgelegde wijzigingen van de Wte 1995 is namelijk al aangekondigd (onderdeel 1.3.3) dat het Besluit van 17 december 1998 zal komen te vervallen. Door de introductie van het element 'gebruikmaken van' in artikel 46 lid 1 Wte 1995 zullen de uitgezonderde gedragingen niet meer onder de verbodsbepaling komen te vallen.

Tot het moment van inwerkingtreding zal het Besluit echter zijn belang blijven houden. Kort gezegd gaat het bij de nieuwe Besluit-onderdelen g en h om een regeling inzake de voorwetenschap-problematiek die zich kan voordoen bij het 'polsen van aandeelhouders'.

Polsen van aandeelhouders en voorwetenschap

Artikel 46 lid 1 Wte 1995 verbiedt, kort gezegd, degene die over voorwetenschap beschikt om in of vanuit Nederland zelf een effectentransactie te verrichten of te bewerkstelligen. Artikel 46a Wte 1995 behelst een verbod om zulke voorwetenschap aan een 'derde' mee te delen, dan wel een 'derde' aan te bevelen om bepaalde (door het verbod van art. 46 Wte 1995 bestreken) effectentransacties te verrichten. Dit verbod geldt echter niet voorzover dergelijke mededelingen of adviezen door iemand worden geuit 'in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie'.

In de overnamepraktijk is het echter zeer gebruikelijk – en soms zelfs verplicht, zie artikel 9i letter r van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 (Bte 1995) – om voorafgaand aan een openbaar bod, emissie of andersoortige transactie informatie uit te wisselen met (poten-

tiële) aandeelhouders – 'polsen' – en om eventueel bepaalde transactievoornemens vast te leggen. Dergelijke handelingen worden echter volgens de letter van de wet getroffen door de transactie- en tipverboden van de artikelen 46 en 46a Wte 1995.

Niet alleen tussen de overnemer en aandeelhouders in een doelwit-vennootschap, maar ook tussen andere partijen die bij een openbaar bod betrokken zijn, wordt *ipso facto* koersgevoelige informatie uitgewisseld in de loop van het overnameproces. Ook bij andere gelegenheden dan overnames – bijvoorbeeld bij emissies en herstructureringen – vindt overdracht van koersgevoelige informatie plaats. De vraag in hoeverre informatie-overdracht, en de daarop gebaseerde transacties, door de verboden van de artikelen 46 en 46a Wte 1995 worden bestreken, leidde tot verregaande onzekerheid. Dat werd niet in de laatste plaats veroorzaakt door de onduidelijkheid inzake de reikwijdte van de begrippen 'derden' en 'normale' beroepsuitoefening, zoals gebruikt in de regelgeving inzake voorwetenschap die per 1 januari 1999 in werking trad.

Het duurde geruime tijd voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM) zich over deze materie uitliet. Op 4 maart 2002 maakte de AFM een consultatiedocument (concept-beleidsregel) inzake het polsen van (groot)aandeelhouders bekend (o.a. besproken door Falkena in TvE 2002-4). Dit concept werd uiteindelijk Beleidsregel 03-01 (Beleidsregel Polsen van (potentiële) aandeelhouders), die op 11 april 2003 in werking is getreden.

Beleidsregel 03-01

Beleidsregel 03-01 heeft betrekking op twee mogelijke situaties die zich bij een kapitaalmarkttransactie kunnen voordoen. De AFM spreekt zich in de beleidsregel uit over (1) de toepasselijkheid van het tipverbod van artikel 46a Wte 1995 op de situatie dat een overnemer (potentiële) aandeelhouders polst of zij bereid zijn aan de transactie hun medewerking te verlenen, en (2) de toepasselijkheid van artikel 46 Wte 1995 op de situatie dat een (potentiële) aandeelhouder met een overnemer of met een uitgevende vennootschap afsprekt dat hij aandelen – in het kader van een openbaar bod respectievelijk een emissie – onherroepelijk zal aanbieden of kopen.

Ten aanzien van de eerste vraag – 'Verhindert het tipverbod van artikel 46a Wte 1995 het polsen van aandeelhouders bij openbare biedingen, herstructureringen dan wel bij het nemen van andersoortige strategische beslissingen?' – stelt de AFM dat aangesloten moet worden '(...)

bij de huidige praktijk van openbare biedingen'. Daarbij verwijst zij naar het hiervoor al aangehaalde artikel 9i letter r van het Bte 1995, waaruit blijkt dat 'polsen' in elk geval een vast programma-onderdeel vormt bij het uitbrengen van een openbaar bod. De AFM is van oordeel dat deze handelwijze '(...) bijdraagt aan een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten'.

Als het 'polsen', naar het oordeel van de polsende bieder of vennootschap, 'noodzakelijk' is voor het verkrijgen van een inschatting van de kans van slagen van de transactie, wordt door de polsende bieder of vennootschap gehandeld in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie. In dat geval is het mededelingsverbod van artikel 46a lid 1 Wte 1995 volgens de AFM niet op de polsende bieder of vennootschap van toepassing. Wel waarschuwt de AFM dat de artikelen 46 en 46a Wte 1995 op de benaderde (potentiële) aandeelhouder van toepassing blijven. De overgedragen informatie (voorwetenschap) mag door de benaderden dus niet worden gebruikt als inspiratiebron voor transacties. Evenmin mogen zij de door de polser overgedragen informatie op hun beurt doorgeven (tipverbod). De polsende bieder of vennootschap heeft volgens de AFM overigens een 'eigen verantwoordelijkheid' om dergelijk misbruik te voorkomen. De kring van personen die over informatie komt te beschikken, moet zo klein mogelijk worden gehouden, bijvoorbeeld door het opleggen van een geheimhoudingsplicht aan de benaderden en/of het maken van een 'stand still'-afpraak.

Ten aanzien van de tweede vraag – 'Verhindert artikel 46 Wte 1995 het maken van afspraken tussen een (potentiële) aandeelhouder en een overnemer of een uitgevende vennootschap over het (ver)kopen van aandelen?' – stelt de AFM dat het maken van schriftelijke afspraken hierover geoorloofd is. Wederom verwijst de AFM daarbij naar de doelstellingen van de Wte 1995. De AFM stelt wel als voorwaarde dat de (potentiële) aandeelhouder het aantal aan te bieden aandelen (bij een openbaar bod) dan wel het aantal aan te kopen aandelen of het inschrijfbedrag (bij een emissie of herplaatsing) dient te specificeren. Worden deze voorwaarden in acht genomen, dan zal de AFM niet overgaan tot het nemen van – op basis van artikel 46 Wte 1995 in beginsel mogelijke – maatregelen.

Het Besluit van 20 mei 2003

De in de literatuur door sommigen uitgesproken wens (zie bijvoorbeeld J. Dinant, *TvE* 2002, p. 217-220) dat de (toen nog concept-)beleidsregel van de AFM zijn weerslag zou dienen te krijgen '(...) in de wet en in het bijzon-

der een algemene maatregel van bestuur ter uitvoering van art. 46 lid 4 Wte 1995', is onlangs door de Minister van Financiën verhoord. Door middel van het Besluit van 20 mei 2003 zijn aan het Besluit van 17 december 1998 twee onderdelen toegevoegd, die zien op het maken van afspraken over (onderdeel g) het aanbieden van effecten door een bestaande aandeelhouder in het kader van een openbaar bod, en het maken van afspraken over (onderdeel h) het afnemen van effecten bij een uitgifte of herplaatsing.

In de nota van toelichting bij het Besluit van 20 mei 2003 worden (ten aanzien van de nieuwe onderdelen g en h) de in Beleidsregel 03-01 door de AFM reeds gedane zettingen voor een groot deel herhaald. In die Beleidsregel stelde de AFM al dat het polsen naar het oordeel van de (potentiële) bieder of vennootschap 'noodzakelijk' zou moeten zijn. De minister stelt dat het polsen beperkt moet blijven '(...) tot de (groot)aandeelhouders waarvan het voor de bieder noodzakelijk is te weten of deze aandeelhouders op het bod in gaan', wil men op artikel 46a Wte 1995 gebaseerde maatregelen vermijden.

In Beleidsregel 03-01 van de AFM was verder al sprake van de eis (bij een openbaar bod) dat de aandeelhouder schriftelijk moet vastleggen, in zijn overeenkomst met de bieder, hoeveel aandelen hij zal aanbieden. In het Besluit van 20 mei 2003 voegt de minister hier (in de toelichting op onderdeel g) aan toe dat met een dergelijke schriftelijke overeenkomst inzichtelijk kan worden gemaakt dat het polsen 'noodzakelijk' was. Ook de in het kader van een emissie of herplaatsing (onderdeel h) gemaakte afspraken moeten volgens de minister schriftelijk worden vastgelegd, en ook voor het polsen bij een emissie of herplaatsing geldt volgens de minister het noodzakelijkheids criterium. Ook hierin verschilt het Besluit van 20 mei 2003 niet van Beleidsregel 03-01.

Een belangrijk verschil tussen de AFM-beleidsregel en het Besluit van de minister is wel dat de AFM in haar beleidsregel aangaf dat polsen toegestaan kan zijn (althans: indien dit polsen 'noodzakelijk' is) in het kader van veel meer soorten 'transacties' dan waar het Besluit van 20 mei 2003 op ziet. Waar laatstgenoemd Besluit, voor wat de toegestane uitzonderingen op het tipverbod betreft, beperkt blijft tot openbare biedingen (onderdeel g), en emissies en herplaatsingen (onderdeel h), noemt Beleidsregel 03-01 van de AFM als toegestane uitzonderingen ook '(...) situaties waarbij de algemene vergadering van aandeelhouders haar goedkeuring dient te geven aan een voorstel van het bestuur in het kader van herstructureringen en fusies' en het sonderen van (potentiële

Vennootschap & Onderneming

le) aandeelhouders ‘(...) over een voorgenomen strategische beslissing zoals bijvoorbeeld een acquisitie of het afstoten van een onderdeel van de onderneming’. Dergelijke situaties worden door het Besluit van 20 mei 2003 niet gedekt.

Bovendien is van belang dat in het Besluit van 20 mei 2003 gesteld wordt dat het tipverbod van artikel 46a Wte 1995 ‘onverkort’ blijft gelden voor het polsen van (groot)aandeelhouders wier medewerking aan het bod ‘niet redelijkerwijs noodzakelijk is’ voor het welslagen daarvan. In haar korte bespreking van het Besluit in *Ondernemingsrecht* (2003, p. 380) signaleert C.M. Grundmann-van de Krol al dat onduidelijk is hoe aan dit ‘niet redelijkerwijs noodzakelijk’-criterium kan worden voldaan. In Beleidsregel 03-01 werd het nog aan het terzake kundige oordeel van de (potentiële) bieder overgelaten (‘naar zijn oordeel noodzakelijk’) wie er al dan niet gepolst diende te worden. Hoewel laatstgenoemd criterium ook al niet geheel eenduidig is, leidt de formulering uit het nieuwe Besluit tot (meer) onduidelijkheid. Het gesignaleerde verschil in formulering lijkt echter wel van belang. Het is voor een bieder die onverhoopt betrokken zou raken in een procedure inzake overtreding van het tipverbod na het ‘polsen’ van een aandeelhouder, nu eenmaal comfortabeler om zijn verdediging te voeren met als uitgangspunt ‘naar zijn oordeel noodzakelijk’ dan dat hij ten strijde moet tegen de ‘redelijkheid’.

Conclusie

Uit het voorgaande blijkt dat het Besluit van 20 mei 2003, voor wat de onderdelen g en h betreft, de overnamepraktijk niet verder helpt. De in die onderdelen geregelde materie werd al door de AFM-Beleidsregel 03-01 bestreken. Bovendien is het Besluit beperkter dan Beleidsregel 03-01, aangezien het Besluit alleen ziet op het polsen bij openbare biedingen, emissies en herplaatsingen, en niet, zoals de Beleidsregel, ook op consultatie van (potentiële) aandeelhouders bij voorgenomen herstructureringen of andersoortige ‘strategische beslissingen’. Hoewel de Beleidsregel in feite niet meer voorstelt dan ‘behoorlijk bekendgemaakt’ gedoogbeleid van de toezichthouder, en in dat opzicht minder status heeft dan het Besluit (een algemene maatregel van bestuur ter uitvoering van art. 46 lid 4 Wte 1995), valt aan te nemen dat de ‘marktpartijen’ toch de voorkeur zouden geven aan een ruim(er) gedoogbeleid dan aan een eng(er)e wet in materiële zin.

Dit laatste roept weer de vraag op wat de verhouding is tussen het Besluit en Beleidsregel 03-01. Gesteld zou kunnen worden, aangezien Beleidsregel 03-01 *ruimer* is dan het Besluit, dat de Beleidsregel van praktische betekenis blijft voor wat betreft het daarin geregelde ‘meerdere’. Zodoende blijft Beleidsregel 03-01 bestaansrecht houden, althans tot het moment dat de op 8 augustus 2003 voorgestelde wijzigingen van de Wte 1995 in werking zullen treden.

*Mr. drs. M.J.N. Vermeij
Stibbe*