

# Het polsen van grootaandeelhouders

## Inleiding

In het kader van het voorbereiden van een openbaar bod op effecten is het sinds jaar en dag gebruikelijk om bij grote aandeelhouders van de doelvennootschap na te gaan of zij, mocht het inderdaad tot een dergelijk openbaar bod komen, bereid zouden zijn hun aandelen aan te bieden. Met de inwerkingtreding per 1 januari 1999 van een verscherpt verbod op handel met of meedelen van voorwetenschap (art. 46 resp. 46a Wet toezicht effectenverkeer 1995; Wte 1995) was onduidelijkheid ontstaan of deze praktijk van het polsen nog wel was toegestaan. De Autoriteit Financiële Markten (AFM), toezichthouder voor openbare biedingen, heeft door het publiceren van een Beleidsregel Polsen Grootaandeelhouders geprobeerd om aan de behoefte van marktpartijen aan licht in de duisternis tegemoet te komen. De Minister van Financiën heeft zich, via een besluit ex artikel 46 lid 4 Wte 1995, eveneens in de discussie gemengd. Na enige tijd heeft de AFM de Beleidsregel weer ingetrokken en vervangen door een interpretatie.

Het hiernavolgende geeft, na een korte schets van het wettelijk kader, aan de hand van die activiteiten een historisch overzicht van de gebeurtenissen op dit vlak en beschrijft daarmee de opkomst en ondergang van de Beleidsregel Polsen Grootaandeelhouders van de AFM.

## De verboden van artikel 46 en 46a Wte 1995

Artikel 46 Wte 1995 verbiedt, kort gezegd, het handelen in effecten met voorwetenschap. Onder voorwetenschap moet worden verstaan, aldus het tweede lid, bekendheid met een bijzonderheid omtrent de uitgevende instelling die niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten. Het vierde lid van het artikel biedt de mogelijkheid om bij algemene maatregel van bestuur categorieën van transacties aan te wijzen waarop het verbod van dit artikel niet van toepassing is.

Artikel 46a Wte 1995, ook wel bekend als het tipverbod, voegt daar in lid 1 onder a aan toe dat het eveneens verboden is om voorwetenschap aan anderen bekend te maken, anders dan in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Volgens de memorie van toelichting moet bij dat laatste worden gedacht aan de directiesecretaresse die in een bepaalde kring notulen moet verspreiden waarin voorwetenschap is verwerkt, of de persvoorlichter wiens taak het is informatie openbaar te maken.<sup>1</sup> Artikel 46a Wte 1995 biedt geen mogelijkheden om bepaalde categorieën van informatieverstrekking bij algemene maatregel van bestuur uit te sluiten van toepasselijkheid van het tipverbod.

1. Kamerstukken II 1996/97, 25 095, nr. 3.

Overtredingen van het verbod op handel met voorwetenschap en van het tipverbod zijn economische delicten; het eerste delict is een misdrijf, het tweede een misdrijf voorzover opzettelijk begaan, en anders een overtreding (art. 1 sub 3, resp. art. 1 sub 2 jo. art. 2 Wet op de economische delicten en art. 48 Wte 1995). Daarnaast kan, ex artikel 48c Wte 1995, bij overtreding een bestuurlijke boete worden opgelegd. De bevoegdheid tot het opleggen van een bestuurlijke boete is door de minister gedelegeerd aan de AFM in het Overdrachtsbesluit Wte 1995. Artikel 48j Wte 1995 verbiedt, in het kader van het *ne bis in idem*-beginsel, het opleggen van zowel een administratieve boete als een strafsanctie.

Een partij die overweegt om een openbaar bod uit te brengen op een vennootschap, zal, in het kader van de voorbereidingen van zo'n bod, veelal in een vroeg stadium contact willen opnemen met grootaandeelhouders van de doelvennootschap teneinde te onderzoeken of haar bod enige kans van slagen heeft. Het gegeven dat zij voornemens is een openbaar bod uit te brengen, is een bijzonderheid als bedoeld in de definitie van voorwetenschap en de mededeling daarvan aan de grootaandeelhouder valt in beginsel dan ook onder het tipverbod van artikel 46a Wte 1995.

De potentiële bieder zal bovendien van de grootaandeelhouder de toezegging willen verkrijgen dat deze, in het geval het tot een openbaar bod komt, zijn stukken zal aanbieden. Een dergelijke toezegging, in feite een verkoopovereenkomst, is een transactie met voorwetenschap en derhalve verboden onder artikel 46 Wte 1995, nu de grootaandeelhouder bekend is met het dan nog niet publiek bekend zijnde voorgenomen openbaar bod.

De potentiële bieder beschikt overigens zelf niet over voorwetenschap: het voornemen om een openbaar bod te doen levert voor degene die het voornemen heeft, geen voorkennis op.<sup>2</sup>

## De concept-beleidsregel

In maart 2002 publiceerde de AFM een concept voor een Beleidsregel Polsen Grootaandeelhouders. Marktpartijen werden uitgenodigd hun input te geven op het concept. Diverse partijen, waaronder uitgevende instellingen, beleggersorganisaties en adviseurs, maakten gebruik van die uitnodiging.

De bevoegdheid tot het vaststellen van een beleidsregel ontleent de AFM aan artikel 4:81 Algemene wet bestuursrecht (Awb). Artikel 1:3 lid 4 Awb definieert een beleidsregel als 'een bij besluit vastgestelde algemene regel (...) omtrent de afweging van belangen, de vaststelling van feiten of de uitleg van wettelijke voorschriften bij het gebruik van een

2. Kamerstukken II 1997/98, 25 095, nr. 8, p. 4.

bevoegdheid van een bestuursorgaan'. De concept-beleidsregel (en later de beleidsregel) was er één van het laatstgenoemde type: een wetsinterpreterende beleidsregel. Zie overigens hierna over de juridische status van een dergelijke beleidsregel.

Het concept van de beleidsregel zag uitsluitend op de situatie rond een openbaar bod. De AFM onderscheidde twee verschillende situaties. Allereerst stelde de AFM in het concept dat een potentiële bidder bij het polsen van grootaandeelhouders in het kader van de voorbereiding van een openbaar bod handelde in de uitoefening van werk, beroep of functie, en derhalve buiten het toepassingsgebied van het tipverbod van artikel 46a Wte 1995 viel. De AFM meende dat deze praktijk zinvol was in het kader van het efficiënt functioneren van de effectenmarkten en daarmee paste binnen de doelstelling van de toepasselijke regelgeving. De AFM wees er ook op dat de regels die gelden voor het verplicht te publiceren biedingsbericht onder meer inhouden dat wordt aangegeven welke aandeelhouders reeds te kennen hebben gegeven op het bod te zullen ingaan. Het concept merkte voorts op dat de gepolste aandeelhouder als gevolg van het polsen over voorwetenschap was komen te beschikken en dat het deze vervolgens niet was toegestaan te handelen in de effecten van de doelvennootschap of de verkregen informatie aan derden door te geven: het verbod op handel met voorwetenschap ex artikel 46 Wte 1995 en het tipverbod ex artikel 46a Wte 1995 bleven op de gepolste aandeelhouder onverkort van kracht.

De tweede situatie die de AFM noemde, was die waarbij een grootaandeelhouder zich onherroepelijk – al dan niet onder bepaalde voorwaarden – verbindt tot het aanbieden van zijn stukken in het geval een openbaar bod zal worden uitgebracht. De AFM stelde in de concept-beleidsregel dat deze praktijk het adequate functioneren van de effectenmarkt en de positie van beleggers op die markt ten goede komt en daarmee in lijn is met de doelstelling van de Wte 1995. Voorwaarde is wel dat het aantal effecten dan wel het percentage van het totaal aantal uitstaande effecten wordt gespecificeerd. Zolang aan deze voorwaarde wordt voldaan, zal – aldus de concept-beleidsregel – de AFM geen maatregelen nemen tegen de hier beschreven praktijk. De verboden ex artikel 46 en 46a Wte 1995 blijven wel onverkort van kracht met betrekking tot andere transacties in de effecten van de doelvennootschap.

Tot slot stelde de AFM dat de potentiële bidder gehouden is de kring van personen aan wie de informatie met betrekking tot een voorgenomen bod bekend wordt, zo klein mogelijk te houden. De AFM wees op de gebruikelijke praktijk om in deze situaties geheimhoudings- en *standstill*-overeenkomsten te sluiten. De potentiële bidder was voorts verplicht om bij bekendmaking van het openbaar bod alle informatie openbaar te maken die eerder in het kader van het polsen aan grootaandeelhouders werd verstrekt.

Zoals gezegd maakten verschillende marktpartijen gebruik van de geboden mogelijkheid om te reageren op het concept van de AFM. De Vereniging voor Effectenbezitters (VEB) meende dat het concept veel te ver ging en een onwenselijke praktijk legitimeerde. Volgens de VEB dienden alle beleggers gelijkkelijk te worden geïnformeerd en was het in strijd met het beginsel van gelijkheid van informatie om grote aandeelhouders een voorsprong te geven. Impliciet werd natuurlijk aangegeven dat het voor een bidder helemaal niet nodig is om op deze wijze de kans van slagen van een bod te onderzoeken: als het bod maar hoog genoeg is, slaagt het heus wel.

Anderen, waaronder vertegenwoordigers en adviseurs van uitgevende instellingen, meenden dat het concept juist niet ver genoeg ging. In hun visie zou de uitzonderingsregeling niet alleen van toepassing moeten zijn op situaties waarbij een openbaar bod werd voorbereid, maar ook op andere situaties waarin grootaandeelhouders benaderd worden om te polsen in hoeverre zij bereid zijn met een voorgenomen transactie mee te doen. Met name werd de emissiepraktijk genoemd: bij het voorbereiden van een (vervolg)uitgifte van aandelen is het immers ook gewoonte om grootaandeelhouders tevoren te polsen of, en zo ja, tot welk bedrag zij bereid zijn op de emissie in te tekenen. Het argument dat aldus een informatievoorsprong werd bewerkstelligd voor de grootaandeelhouder, werd door hen van de hand gewezen als zijnde onrealistisch: in hun visie heeft de grootaandeelhouder, veelal een institutionele belegger, uit hoofde van zijn bedrijf of beroep uit de aard der zaak nu eenmaal een informatievoorsprong ten opzichte van de kleine, normaliter ondeskundige, particuliere belegger.

Weer anderen grepen de gelegenheid aan om kritiek te leveren op de in hun ogen slechte wetgeving op het gebied van voorwetenschap. Zij meenden dat een beleidsregel niet het juiste instrument was om bepaalde praktijksituaties uit te sluiten van het verbod op handel met voorwetenschap en het tipverbod. Volgens hen diende de wetgever in te grijpen en de onduidelijkheid op dit gebied weg te nemen.

Ondertussen liet het Openbaar Ministerie (OM), bevoegd tot het instellen van strafrechtelijke vervolging op grond van het verbod op handel met voorwetenschap en het tipverbod, informeel alvast duidelijk weten dat de AFM wel allerlei beleidsregels kon opstellen, maar dat het OM zich daar niet aan gehouden achtte en vervolging zou gaan instellen waar men dit opportuun achtte.

### De beleidsregel

Op 22 maart 2003 stelde de AFM de Beleidsregel Polsen Grootaandeelhouders (hierna: de Beleidsregel) vast bij besluit.<sup>3</sup> Aangestoken door de tijdens de consultatie inge-

---

3. Beleidsregel 03-01 van de AFM inzake de toepassing van de artikelen 46 en 46a Wte bij het polsen van (potentiële) aandeelhouders in het kader van het verrichten van transacties, Stcrt. 2003, 71, p. 17.

bracht suggestie om de beleidsregel niet te beperken tot een openbaar-bod-situatie, bracht de AFM direct een scala van mogelijke transacties onder het bereik van de regel. Naast het openbaar bod werden genoemd de emissiepraktijk, maar ook alle mogelijke transacties of voorgenomen besluiten waarbij het zinvol was om tevoren te polsen of grootaandeelhouders zich in het betreffende voornemen konden vinden. De categorie mogelijke besluiten werd daarmee niet aan enige limiet gebonden. De Beleidsregel noemde enkele voorbeelden, zoals het aangaan van een belangrijke joint venture of een grote (onderhandse) overname, maar stelde uitdrukkelijk dat gedacht kon worden aan alle besluiten waarvoor de aandeelhoudersvergadering op grond van de wet of de statuten van de vennootschap toestemming zou moeten verlenen – en daarnaast ook nog die besluiten waarvoor formeel weliswaar geen toestemming vereist was, maar niettemin draagkracht onder de aandeelhouders zinvol zou zijn. De duidelijkheid die leek te zijn geschapen voor de praktijk van het openbaar bod en de emissie, maakte plaats voor een onmiskenbare vaagheid ten aanzien van andere transacties. Bovendien bleef onduidelijkheid bestaan over de positie van het OM. Handel met voorwetenschap en het meedelen van voorwetenschap zijn zowel administratiefrechtelijke als strafrechtelijke vergrijpen en hoewel het OM normaliter slechts tot vervolging overgaat op aangifte van de AFM, heeft het wel degelijk de bevoegdheid vervolging in te stellen zonder dat de AFM aangifte heeft gedaan.

Zoals aangegeven snijdt het opleggen van een administratieve boete wel de weg af voor strafrechtelijke vervolging (en vice versa).

Behalve met betrekking tot het toepassingsgebied week de Beleidsregel overigens inhoudelijk weinig af van het eerder gepubliceerde concept. Het polsen van een grootaandeelhouder werd geacht binnen werk, beroep of functie van de polsende partij te vallen voorzover de laatste dit noodzakelijk achtte voor het welslagen van de transactie. Het vereiste tot het specificeren van de hoeveelheid aan te bieden effecten (of, in het geval van een voorgenomen emissie, de hoeveelheid effecten waarop zal worden ingetekend) werd voorts geconcretiseerd in de voorwaarde een en ander bij overeenkomst schriftelijk vast te leggen.

#### Aanpassing van het Besluit ex artikel 46 Wte 1995

Het lijkt of het ministerie van Financiën de hiervoor geschetste ontwikkelingen met lede ogen heeft aangezien. Enkele maanden na publicatie van de Beleidsregel werd het Besluit ex artikel 46 lid 4 Wte 1995 (hierna: het Besluit) aangepast en werden transacties in het kader van een voorgenomen openbaar bod of emissie uitgesloten van het verbod op handel met voorwetenschap.<sup>4</sup>

4. Besluit ex artikel 46, vierde lid, Wet toezicht effectenverkeer 1995. Het Besluit werd laatstelijk gewijzigd op 20 mei 2003, welke wijziging in werking trad op 6 juni 2003 (Stb. 2003, 224).

Het tipverbod ex artikel 46a Wte 1995 biedt, in tegenstelling tot het verbod op handel met voorwetenschap ex artikel 46 Wte 1995, niet de mogelijkheid om bepaalde situaties uit te sluiten. In de nota van toelichting bij het Besluit merkt de minister echter op dat het polsen van grootaandeelhouders in het kader van het voorbereiden van een openbaar bod of een emissie van effecten valt binnen het kader van het werk, beroep of functie van de polser en als zodanig niet wordt bestreken door het tipverbod van artikel 46a Wte 1995. De praktijk werd derhalve niet uitgesloten van het verbod, maar aangemerkt als niet vallende binnen de definitie van het verbod.

Daarentegen valt, binnen de logica van het Besluit, de toezegging van de grootaandeelhouder om zijn effecten aan te bieden in het kader van een voorgenomen openbaar bod, op zichzelf wel degelijk onder het verbod op handel met voorwetenschap. Hetzelfde geldt voor de toezegging voor een bepaalde hoeveelheid aandelen of een bepaald bedrag in te tekenen in het kader van een voorgenomen emissie. Door gebruikmaking van de mogelijkheid ex artikel 46 lid 4 Wte 1995 worden deze binnen de definitie van het verbod vallende transacties echter uitgesloten van het verbod.

Net als de AFM eerder in de Beleidsregel stelt ook het Besluit als voorwaarde voor het uitgesloten zijn van het verbod dat de overeenkomst tussen polser en grootaandeelhouder specifiek en schriftelijk moet zijn.

Er is een aantal opvallende verschillen tussen de Beleidsregel enerzijds en het Besluit anderzijds. In de eerste plaats vallen, zoals gezegd, uitsluitend transacties in het kader van het voorbereiden van een openbaar bod of een emissie onder het Besluit. Datzelfde geldt, via de nota van toelichting, voor het polsen van grootaandeelhouders. De niet-limitatieve opsomming van overige transacties die de Beleidsregel kent, is in het Besluit niet terug te vinden. Mijns inziens is dat maar goed ook, want ik vraag me af of de praktijk gediend zou zijn geweest met de open-einde-benadering zoals door de AFM gehanteerd in de Beleidsregel.

In de tweede plaats wordt de noodzaak van het polsen in de nota van toelichting bij het Besluit geobjectiveerd. Waar de Beleidsregel het oordeel van de noodzakelijkheid van het polsen expliciet overlaat aan de polser, eist de nota van toelichting dat het polsen 'redelijkerwijs noodzakelijk' is. Dat dit het geval was, zal – aldus de nota van toelichting – in elk geval kunnen worden aangetoond aan de hand van de resulterende overeenkomsten. Nochtans zal de beoordeling van de noodzakelijkheid uiteindelijk, op basis van de feiten van het individuele geval, aan de rechter zijn en rust de bewijslast op de polser.

Naast de hiervoor geschetste uitsluitingen worden in het Besluit ook transacties uit hoofde van het toekennen van effecten of rechten daarop in het kader van personeelsoptie- of aandelenplannen uitgezonderd van het verbod van artikel 46 Wte 1995. Deze uitzondering was ook in de eerdere ver-

sie van het Besluit al opgenomen en is nu uitgebreid naar alle soorten van effecten (en niet slechts rechten daarop). Op deze uitzondering, die voornamelijk een correctie van een bestaande omissie lijkt te behelzen, ga ik hier verder niet in.

### **Intrekking van de Beleidsregel door de AFM en publicatie van een Interpretatie**

Na afkondiging van het Besluit was de Beleidsregel van de AFM, in elk geval voor het gedeelte dat door het Besluit werd gedekt, overbodig geworden. Het gedeelte dat niet door het Besluit werd gedekt, te weten alle overige transacties die door de AFM in de Beleidsregel werden genoemd als in haar optiek vallende buiten de verboden van de artikelen 46 en 46a Wte 1995, bleef in beginsel wel in stand. Zoals aangegeven ging het hier om een enigszins omstreden opvatting en bleef in de praktijk onduidelijkheid bestaan omtrent de geoorlooftheid van bepaalde transacties.

Een spoedig intrekken van de Beleidsregel door de AFM werd dan ook door velen verwacht.<sup>5</sup> Het heeft echter een jaar geduurd voordat de AFM daadwerkelijk tot intrekking overging.

Het is interessant om kort stil te staan bij de status van een beleidsregel in het bestuursrecht. Zoals hiervoor is gememoreerd, kan een bestuursorgaan met een beleidsregel aangeven hoe een bepaalde wettelijke bepaling zijns inziens dient te worden geïnterpreteerd. Anders dan beleidsregels die inzicht geven in de afweging van belangen of de vaststelling van feiten, is het nut van wetsinterpreterende beleidsregels bestuursrechtelijk omstreden. In het Nederlandse systeem is het immers de rechter die het laatste woord heeft over de uitleg van de wet. Slechts het bestuursorgaan dat de beleidsregel heeft vastgesteld, is gebonden aan de inhoud daarvan; de rechter hoeft zich er echter niet aan te houden. Een wetsinterpreterende beleidsregel is daarmee niet geheel juridisch irrelevant in die zin dat de burger voor de rechter zal kunnen stellen dat hij in het gegeven geval meende op goede gronden te kunnen aannemen dat de door hem gehanteerde interpretatie ook de juiste was.

Op 10 mei 2004 trok de AFM de Beleidsregel Polsen Grootaandeelhouders in.<sup>6</sup> De Beleidsregel werd echter direct vervangen door een 'Interpretatie', waarin de strekking van de Beleidsregel, voorzover niet gedekt door het Besluit, werd overgenomen.<sup>7</sup> Wat de bestuursrechtelijke status is van een interpretatie, is niet geheel duidelijk; de Awb definieert deze term niet. Een interpretatie, die kennelijk eveneens bij besluit door het bestuursorgaan wordt vastgesteld, lijkt op

het eerste gezicht een andere verschijningsvorm te zijn van een wetsinterpreterende beleidsregel. Op de website van de AFM is echter te lezen: 'Aan de onderhavige oordelen kunnen geen rechten worden ontleend en deze zijn niet bindend.'<sup>8</sup> Zo bezien lijkt dan ook niet sprake te zijn van meer dan een toelichting met betrekking tot het standpunt dat de AFM ter zake van de uitleg van de betreffende wettelijke bepaling inneemt.

De Interpretatie legt nog eens uit bij welke transacties het polsen van grootaandeelhouders naar de mening van de AFM niet valt onder het verbod van artikel 46a Wte 1995. Gedacht dient te worden aan alle transacties waarbij het voor de polser van belang is om te weten wat de mening van de grootaandeelhouder zal zijn. Het moet gaan om een transactie die ofwel onderworpen is aan goedkeuring van de aandeelhoudersvergadering, ofwel waarop de grootaandeelhouder(s) direct of indirect invloed kan (kunnen) uitoefenen. Naar de mening van de AFM draagt het polsen van grootaandeelhouders in deze situaties bij aan een goed functioneren van de effectenmarkten en de positie van beleggers op die markten en is derhalve in overeenstemming met het doel van de Wte 1995. Onder die omstandigheden meent de AFM dan ook dat een dergelijk polsen beschouwd kan worden als handelen uit hoofde van werk, beroep of functie en dus niet valt onder het tipverbod van artikel 46a Wte 1995.

Opvallend is dat in de Interpretatie van de AFM de beoordeling of het polsen noodzakelijk is, opnieuw subjectief is, oftewel aan het oordeel van de polser overgelaten.

### **Conclusie**

Wie kijkt naar de hiervoor geschetste geschiedenis van de ontwikkelingen op het gebied van de (on)geoorlooftheid van het polsen van grootaandeelhouders, zou wellicht – gezien de veelheid aan gebeurtenissen in een betrekkelijk korte periode – gemakkelijk tot de conclusie kunnen komen dat het rommelt in grootaandeelhoudersland. Wie echter tezelfdertijd naar de markt kijkt, moet constateren dat in de periode dat zich dit allemaal afspeelde, in Nederland nauwelijks openbare biedingen of grote (vervolg)emissies plaatsvonden. Het lijkt dus allemaal voor de praktijk nogal mee te vallen.

Dat neemt niet weg dat de AFM er slechts gedeeltelijk in geslaagd is duidelijkheid te scheppen, eerst met de Beleidsregel en later met de Interpretatie. De minister heeft in elk geval met het Besluit de onduidelijkheid die bestond ten aanzien van het polsen in het kader van voorgenomen openbare biedingen of emissies, grotendeels weggenomen. Voor overige situaties waarin het bestuur van een uitgevende instelling meent dat het noodzakelijk is om zijn grootaandeelhouders te polsen, zal de op handen zijnde implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik hopelijk meer duidelijk-

---

5. Zo bijv. C.M. Grundmann-van de Krol in *Ondernemingsrecht* 2004, p. 43.

6. Zie [www.afm.nl/default.aspx?DocumentId=3384](http://www.afm.nl/default.aspx?DocumentId=3384).

7. Voluit: Interpretatie van de AFM inzake de toepassing van artikelen 46a Wet toezicht effectenverkeer 1995 bij het polsen van (potentiële) aandeelhouders in het kader van het verrichten van transactie; zie [www.autoriteit-fm.nl/default.aspx?DocumentId=3383](http://www.autoriteit-fm.nl/default.aspx?DocumentId=3383).

---

8. Zie [www.autoriteit-fm.nl/default.aspx?FolderId=947](http://www.autoriteit-fm.nl/default.aspx?FolderId=947).

