

Aandeelhoudersaanbevelingen, marktmisbruik en compliance

Mr. drs. J.T.C. Leliveld en mr. M.J. van Woerden⁷⁵

Inleiding

*'Steeds vaker worden Nederlandse ondernemingen geconfronteerd met hedge funds, private equity-fondsen en andere (groot)aandeelhouders die al dan niet met open brieven eisen stellen aan het bestuur van deze ondernemingen. Niet zelden leidt dit tot onrust onder beleggers. Koersen reageren heftig, ondernemingen voelen de druk om te veranderen en andere aandeelhouders zien zich in de aanloop naar de aandeelhoudersvergadering gedwongen ook positie te kiezen. [...] Echter, niet altijd zijn alle belangen van de opstandige partij even helder en duidelijk. [...] Er is een hoop kritiek op de activistische aandeelhouders, soms terecht, soms onterecht. Een deel van de kritiek wordt gevoed door angst voor het onbekende. Is meer transparantie dan niet de juiste remedie?'*⁷⁶

In deze bijdrage zullen de brieven van de activistische aandeelhouders, die we hierna ook wel als 'aandeelhoudersaanbevelingen' zullen aanduiden, nader worden gezien. Centraal staat de soms gebrekkige transparantie die een voedingsbodem kan bieden voor (in ieder geval gepercipieerde) misstanden. Aan de orde komt hoe de aandeelhoudersaanbevelingen moeten worden beoordeeld in het licht van de marktmisbruik bepalingen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Wij zullen concluderen dat deze beoordeling, ondermeer vanwege de vaak onduidelijke intenties, niet eenvoudig te maken valt. Vervolgens zullen wij aangeven hoe de aandeelhoudersaanbevelingen transparanter kunnen worden. Hiervoor zal een vergelijking worden gemaakt met de regels ten aanzien van het uitbrengen van beleggingsaanbevelingen en vervolgens naar organisatorische aspecten worden gekeken.

⁷⁵ Jan Leliveld is partner bij Wladimiroff & Waling advocaten. Michael van Woerden is werkzaam bij ABN AMRO Bank N.V. in de functie Hoofd Group Compliance NL – Global Markets, Global Clients & Group Functions.

⁷⁶ A. Doctors van Leeuwen, Inzicht nr 14, maart 2007, www.afm.nl.

Marktmanipulatie en het gebruik maken van voorwetenschap

Voor de beoordeling van aandeelhoudersaanbevelingen zijn met name het verbod van marktmanipulatie en het verbod tot gebruik van voorwetenschap van belang.⁷⁷

Marktmanipulatie omvat vele vormen van oneigenlijk handelen die gemeen hebben dat de prijsvorming op de financiële markten niet langer uitsluitend de resultante is van de ongehinderd tot stand gekomen gezamenlijke visie van kopers en verkopers van een effect, maar mede of vooral wordt bepaald door een manipulatieve transactie of manipulatieve informatie. Artikel 5:58, eerste lid Wft verbiedt deze transactie- en informatiemanipulatie. In het eerste geval geschiedt de manipulatie door het verrichten of bewerkstelligen van een transactie of handelsorder, in het tweede geval geschiedt dit door het verspreiden van informatie.⁷⁸

Artikel 5:56, eerste lid Wft verbiedt samengevat een ieder om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in financiële instrumenten.⁷⁹ Voorwetenschap omvat samengevat, bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van het aandeel dat betrekking heeft op deze uitgevende instelling (artikel 5:53, eerste lid Wft). De informatie moet concreet genoeg zijn om als voorwetenschap te kunnen worden aangemerkt. Informatie wordt onder meer concreet geacht te zijn, als zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan en die specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van die situatie of gebeurtenis op de koers. De informatie dient ook een significante invloed te kunnen hebben op de koers. Het moet gaan om informatie waarvan een redelijk handelend belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen (althans ten dele) op te baseren. Van voorwetenschap is alleen sprake als de informatie (nog) niet openbaar is gemaakt. Op basis van openbare gegevens verricht onderzoek en aan de hand van die gegevens opgestelde ramingen kunnen niet als voorwetenschap worden beschouwd. Ook eigen transacties op basis van dergelijk onderzoek of ramingen mogen op zichzelf niet als gebruikmaken van voorwetenschap worden aangemerkt.⁸⁰

77 Zie over Marktmissbruik in algemene zin bijvoorbeeld, C.M. Grundmann-van de Kroll, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Boom Juridische uitgevers, Den Haag, 2007, met name blz. 254-296 en E.C.D.T. van Hek ter Lees, De Wet Marktmissbruik; een inleiding, Jaarboek Compliance 2006, Uitgeverij Kerckebosch bv, blz. 93-105.

78 G.T.J. Hoff, Regels ter voorkoming van marktmissbruik, in Onderneming en Financieel Toezicht, Deventer 2007, blz. 367-402, en R.P.Raas, Marktmanipulatie, in Marktmissbruik, Deventer 2006, m.n. blz. 128.

79 Wij zullen in deze bijdrage niet ingaan op het zogenoemde mededelings- en tipverbod (artikel 5:57 Wft).

80 Overweging 31, Richtlijn Marktmissbruik, HvJ EG, 10 mei 2007, RF 2007, 68, NJ 2007, 418 (nt. Mok),

De verwerving of vervreemding van effecten wordt noodzakelijkerwijs voorafgegaan door een daartoe strekkend besluit van de persoon die zo'n transactie verricht. Het feit dat deze verwerving of vervreemding plaatsvindt betekent op zichzelf niet dat misbruik wordt gemaakt van voorwetenschap. Deze eigen voorwetenschap in zuivere vorm, die dus niets anders behelst dan inzicht in de eigen voorgenomen effectentransactie, blijft buiten de reikwijdte van het verbod op gebruik van voorwetenschap.⁸¹ Het Hof van Justitie overwoog dat de beslissing van leden van een groep om door onderlinge transacties de beurskoers te ondersteunen als voorwetenschap kan worden beoordeeld.⁸² Waar de precieze grens tussen eigen voorwetenschap en voorwetenschap ligt, is echter niet met zekerheid te zeggen. Zo overwoog de Hoge Raad in het Cardio-Control arrest dat de bijzonderheden in die zaak, hierin bestaan dat de verdachte door het verspreiden van zelf gecreëerde leugenachtige berichten en het in verband daarmee verrichten van aan elkaar tegenstrijdige transacties heeft getracht de koers van het aandeel in voor hem gunstige zin te beïnvloeden. De Hoge Raad oordeelde, dat nu deze bijzonderheden door de verdachte zelf zijn geschapen, zijn wetenschap daaromtrent moet worden aangemerkt als wetenschap omtrent zijn eigen voorgenomen effectentransactie. Dergelijke wetenschap is, zo oordeelde de Hoge Raad, geen voorwetenschap.⁸³

Over het onderscheid tussen marktmanipulatie en gebruik maken van voorwetenschap is veel geschreven. Kristen vat het onderscheid tussen beleggen/speculeren, gebruik maken van voorwetenschap en marktmanipulatie mooi samen. Kort gezegd behelst beleggen en speculeren het in meer of mindere mate gokken op een bepaalde koersontwikkeling binnen een zekere tijdspanne, misbruik van voorwetenschap het geïnformeerd anticiperen op koersontwikkelingen binnen een tijdspanne en koersmanipulatie het dirigeren van de koers naar een bepaald punt of het stabiliseren van de koers op een bepaald punt.⁸⁴ AG Wortel concludeert dat een in de context van marktmanipulatie verrichte effectentransactie 'gebruik van voorwetenschap' oplevert indien de transactie, op zichzelf beschouwd, het daaraan verbonden verwijt rechtvaardigt. Dat verwijt is volgens de AG: gebruik maken van een informatievoorsprong die de dader niet had mogen uitbuiten omdat hij behoorde te beseffen dat andere beleggers nog niet op de hoogte konden zijn, ofschoon die gegevens ook voor de beslissingen van andere beleggers van belang zouden zijn. Neleman tenslotte schrijft, dat het bij marktmanipulatie veelal gaat om het verspreiden van onjuiste berichten die in eerste instantie onterecht het predikaat waar krijgen met een koersverande-

F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht*, diss. Nijmegen 2004, blz. 730, ev., D.H. Cross, *Beleggingsaanbevelingen*, in *Marktmisbruik*, a.w., m.n. blz. 309-311.

81 Zie AG Wortel in zijn conclusie bij Cardio Control met verwijzingen naar parlementaire geschiedenis, HR 6 februari 2007, RF 2007, 19, JOR 2007, 73. Vgl. Kristen, a.w. blz. 702-721.

82 HvJ EG, 10 mei 2007, RF 2007, 68, NJ 2007, 418, RF 2007, 68.

83 Het arrest is (maar dit zal voor de uitkomst geen rol hebben gespeeld) gewezen op basis van artikel 46 (oud) Wte 1995.

84 Kristen, a.w., blz. 759.

ring als gevolg en (met enige vertraging) het predikaat onwaar met wederom een koersverandering. De marktmanipulators maken gebruik van de periode tussen deze momenten om er hun voordeel mee te doen. Bij voorwetenschap gaat het om informatie met een hoog waarheidsgehalte en een blijvende koersverandering als gevolg.⁸⁵ In de concept Memorie van Toelichting bij de Wet marktmisbruik werd als verschil ondermeer aangegeven, dat bij marktmanipulatie de koers kunstmatig tot stand komt waardoor de belegger op het verkeerde been wordt gezet, terwijl bij gebruikmaking van voorwetenschap de koers nog niet heeft kunnen reageren op bepaalde, op waarheid berustende informatie omdat deze nog niet openbaar is.⁸⁶ De elementen 'vertrouwelijkheid', 'misleiding' en 'gebruik maken van een periode tussen koersveranderingen of van het moment van de koersverandering', bieden, gezien het voorgaande, handvatten voor het maken van een onderscheid tussen marktmanipulatie en gebruik maken van voorwetenschap. Al blijkt eveneens van een nauwe verwevenheid van de begrippen.

Open brieven en marktmanipulatie & gebruik maken van voorwetenschap

Via open brieven zou manipulatieve informatie kunnen worden verspreid met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar, of de koers van, financiële instrumenten. De verspreider van die informatie die weet, of redelijkerwijs moet vermoeden, dat die informatie onjuist of misleidend is handelt strafbaar (artikel 5:58, lid 1 sub d Wft). De AFM schreef dat ondernemingen vaak worden benaderd door aandeelhouders die bijvoorbeeld brieven schrijven, met schematisch de volgende inhoud 'Wij, (samenwerkende) grootaandeelhouders, die (gezamenlijk) x% van het kapitaal vertegenwoordigen zijn van mening dat u deze strategie moet volgen/van de door u uitgezette strategie moet afzien.'⁸⁷

Het is evident, dat het hier het ingeven of misschien het opdringen van een gedachte betreft, maar niet duidelijk is wat er onjuist of misleidend is aan deze informatie en welk onjuist of misleidend signaal van de informatie uitgaat.⁸⁸ Zo lang de aandeelhoudersaanbeveling in essentie een eigen mening is, zal dit niet snel leiden tot overtreding van artikel 5:58, lid 1 onder d Wft.⁸⁹ Corten beoordeelde de brief van TCI aan ABN AMRO in het licht van de marktmanipulatie bepaling. Hij concludeerde dat de brief niet snel als marktmanipulatie zou worden aangemerkt. Met name niet omdat

85 M. Nelemans, Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap, DD 2006/34.

86 Concept Memorie van Toelichting, Wet Marktmisbruik, zoals gebruikt bij consultatie, www.minfin.nl, blz. 9.

87 Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten maart 2007, blz. 11, www.afm.nl.

88 J.T.C. Leliveld, Aandeelhoudersactivisme en marktmisbruik, FR 2007, blz. 104-108.

89 T. Stevens, Hedge funds en marktmanipulatie, Onderneming en Financiering, 2006, blz. 20-15.

het voor iedereen duidelijk zou zijn dat het hier 'slechts' om een private mening zou gaan.⁹⁰

Wel zou volgens Corten tot marktmanipulatie kunnen worden geconcludeerd indien de uitsluitende intentie zou zijn geweest om een koersstijging te bewerkstelligen. Het kan dan bijvoorbeeld gaan om (kortlopende) posities die zijn ingenomen gevolgd door tactieken om de koers in beweging te zetten. Een van die tactieken zou dan kunnen zijn de bedrijfsstrategie of het management van een onderneming (openlijk) fel te bekritisieren. Het op deze wijze handelen wordt ook wel als 'scalping' aange-merkt. Onder scalping wordt verstaan de situatie dat een persoon (meestal: journalist of beleggingsadviseur) vóór diens publicatie van een eigen oordeel over één of meer financiële instrumenten zelf hierin handelt, zonder tegelijkertijd deze belangen-verstrengeling naar behoren en daadwerkelijk openbaar te maken.⁹¹ Het zal echter moeilijk zijn om het gedrag te beoordelen. De intenties van de aandeelhouders zijn hier aan de orde, en hier wreekt zich bij uitstek de soms gebrekkige transparantie.

Als de aandeelhouderaanbevelingen aan de hand van de hiervoor beschreven onderscheidende kenmerken (misleiding, gebruikmaken van een periode tussen koersveranderingen of van het moment van een koersverandering) worden beschouwd, dan lijken deze systematisch gezien eerder onder te brengen onder 'gebruik van voorwetenschap' dan dat sprake zou zijn van 'koersmanipulatie'. De aanbevelingen zullen veelal oprecht zijn. Misleiding (de intentie) zal in ieder geval moeilijk aan te tonen zijn. Bovendien zal het waarschijnlijk vaak gaan om één moment (of korte periode naar de nieuwe koers toe) en niet om een koers op basis van misleidende informatie die daarna vanwege het ontkrachten van die informatie weer wordt aangepast.⁹²

Ten aanzien van de vraag of de aandeelhoudersaanbevelingen voorwetenschap bevatten, gaf de toenmalig Minister Zalm vorig jaar aan, dat het niet altijd duidelijk is wanneer er 'concreet' sprake is van koersgevoelige informatie bij een dialoog tussen bestuur en aandeelhouders en hoe daarmee moet worden omgegaan.⁹³ De AFM is van mening dat er geen wettelijke beletsel bestaat voor contact tussen ondernemingsbesturen en aandeelhouders buiten de algemene vergadering van aandeelhouders om.⁹⁴ De informatie die met een brief aan de raad van bestuur van een onderneming wordt gecommuniceerd zal wellicht op zichzelf beschouwd nog niet concreet genoeg zijn om te kwalificeren als voorwetenschap. Het betreffen immers veelal wensen en ver-

90 P. Corten, Actie TCI tegen ABN AMRO is geen koersmanipulatie FD 24 mei 2007, zie ook Stevens, Hedge Funds en Marktmanipulatie, Onderneming en Financiering 2006, blz. 20-25, m.n. blz. 25.

91 Zie F.G.H. Kristen, Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht, Nijmegen 2004, p. 736.

92 J.Leliveld, a.w., blz. 107.

93 Minister G. Zalm, speech ter gelegenheid van het Eumedioncongres, 18 oktober 2006 www.minfin.nl, al is het niet helemaal duidelijk wat hier bedoeld wordt met 'concreet'. Het lijkt erop, dat de Minister hiermee bedoelde 'in welke gevallen'.

94 AFM, Aandeelhoudersactivisme en one on ones, 20 oktober 2006, www.afm.nl.

langens die betrekking hebben op een toekomstige situatie, waarvan redelijkerwijs (nog) niet mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan.⁹⁵ Soms geven aandeelhouders in hun brief al aan dat volgens hen sprake is van koersgevoelige informatie die voorwetenschap oplevert en derhalve onverwijld moet worden gepubliceerd.⁹⁶

Echter niet alleen de inhoud van de aandeelhoudersaanbeveling, maar ook het feit dat er een aandeelhoudersaanbeveling aankomt, zou misschien als voorwetenschap kunnen worden gekwalificeerd. De vraag of het doen van de aandeelhoudersaanbeveling concreet genoeg is, kan al snel bevestigend beantwoord worden. Vervolgens komt dan de vraag aan de orde of die informatie (het enkele feit dat er een aandeelhoudersaanbeveling komt) significante invloed kan hebben op de koers. Is het feit dat een bepaalde (groep) aandeelhouder(s) een aandeelhoudersaanbeveling doet informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissing (althans ten dele) op te baseren? Beantwoording van deze vraag is ondermeer afhankelijk van de specifieke (groep) aandeelhouder(s). Hierbij wordt opgemerkt dat recente ontwikkelingen er toe zullen leiden, dat deze vraag sneller dan voorheen met 'ja' zal worden beantwoord.

Lastig blijft het echter om de aandeelhoudersaanbevelingen te plaatsen in enerzijds het licht van het gebruik maken van eigen voorwetenschap en de mogelijkheid om te mogen handelen op basis van eigen onderzoek dat verricht is met gebruikmaking van openbare bronnen. Anderzijds zijn er aankopingspunten om het optreden onder omstandigheden onder het scalpingverbod te brengen. In alle gevallen geldt evenwel, dat gebrekkige transparantie een juiste beoordeling bemoeilijkt.

Open brieven & beleggingsaanbevelingen

Nu het in de praktijk lastig blijkt om de aandeelhoudersaanbevelingen en de daadwerkelijke intenties van de aandeelhouders die deze aanbevelingen in brieven doen te doorgronden, is het van belang dat er duidelijke spelregels komen ten aanzien van de praktijk van de aandeelhoudersaanbevelingen. Op die manier kan onvolkomen transparantie worden gecorrigeerd, wordt het handelen van de aandeelhouders inzichtelijk en kan onder de 'activistische aanbevelingen' het kaf van het koren worden gescheiden. Immers, sommige activistische beleggers zullen voor wat betreft handel met voorwetenschap en marktmanipulatie de grenzen van het toelaatbare willen uittesten.⁹⁷

95 Vergelijk de brief van SOBI aan de AFM over TCI, 2 maart 2007, www.sobi.nl, waar SOBI verzoekt om een onderzoek naar voorwetenschap en marktmanipulatie. SOBI schrijft ondermeer: 'Vervolgens heeft TCI een voorzienbare koersopdrijvende mededeling naar buiten gebracht, die betrekking had op een kansarme wens, namelijk het in onderdelen verkopen van ABN AMRO bank' (!).

96 AFM rapport, blz. 21.

97 Zie: Rebecca Jones, Financial Services Authority, 'Hedge funds: A discussion of risk and regulatory enga-

Om deze verduidelijking te krijgen, kunnen de regels terzake beleggingsaanbevelingen als vergelijkingsmateriaal dienen. Daarbij dient dan wel te worden bedacht dat de verschillen tussen beleggingsaanbevelingen en aandeelhoudersaanbevelingen evident zijn. Zo richten beleggingsaanbevelingen zich rechtstreeks tot de belegger en zullen aandeelhoudersaanbevelingen zich veelal richten tot het bestuur van de uitgevende instelling en wordt het publiek indirect, als gevolg van openbaarmaking en de hierdoor gegenereerde publiciteit, bereikt. Aandeelhoudersaanbevelingen zijn per definitie partijdig, terwijl het onpartijdig ('impartial') karakter van beleggingsresearch door tal van maatregelen juist zoveel mogelijk wordt gewaarborgd.

Bij de beoordeling van aandeelhoudersaanbevelingen in het licht van bestaande marktmisbruikregelgeving en de in dat verband te treffen preventieve maatregelen is het goed te realiseren hoe door extra regelgeving en praktijkmaatregelen door de branche werd gereageerd op reputatieschade, nadat diverse misstanden (met name in de Verenigde Staten) aan het licht kwamen van misleidende beleggingsaanbevelingen, ernstige belangenverstremming en slecht functionerende interne beheersing daarvan. Door meer transparantie en versterking van het toezicht werd gepoogd om het vertrouwen van beleggers terug te winnen.⁹⁸ Onder druk van wetgevers en toezichthouders werden research producerende investment banken genoodzaakt om bij publicatie van beleggingsaanbevelingen:

- bekend te maken of de eigen instelling ook andere belangen heeft bij de onderneming waarover research wordt uitgebracht, bijvoorbeeld vanwege andersoortige dienstverlening aan deze onderneming;
- bekend te maken welke eigen effectenposities de bank respectievelijk de publicerende analist aanhoudt in de betreffende onderneming;
- de 'black-out' periodes met betrekking tot publicatie van research rond het moment van door de bank begeleide effectenemissies van die onderneming in acht te nemen;
- het beleid van de eigen instelling inzake de interne beheersing van belangenconflicten bekend te maken.⁹⁹

Kortom, het uitbrengen van research werd aan tal van formele eisen tot openbaarmaking onderworpen. Ook werd aan de instelling nadere wettelijke beperkingen gesteld aan de mogelijkheid om kort voorafgaande aan het uitbrengen van research eigen posities in te nemen in de effecten waarop de research betrekking heeft (sinds de invoering van de Europese richtlijn marktmisbruik nog slechts toegestaan in de gevallen

gement', Speech 6 September 2006, www.fsa.org.uk.

98 Vgl. G.T.J. Hoff, Regels ter voorkoming van marktmisbruik, in *Onderneming en Financieel Toezicht*, Deventer 2007, m.n. blz. 402.

99 Zie www.abnamroreserch.com voor een uitleg van de door ABN AMRO Bank N.V. gevolgde methodiek van investment banking research en de gerelateerde diverse disclosures.

dat sprake is van de vervulling van de rol van 'market making' of wanneer sprake is van de uitvoering van door cliënten ongevraagd opgegeven effectenorders).

De interne compliance functie van de betrokken instelling kreeg daarbij in toenemende mate ook een toezichthoudende rol toebedeeld. In de Verenigde Staten werd de toezichthoudende rol door compliance geformaliseerd, terwijl in Nederland, en in de meeste andere Europese landen, de instelling meer ruimte kreeg om een passende toedeling en invulling van de verantwoordelijkheden voor het interne toezicht te kiezen. Dat deze Europese benadering over het algemeen bevredigend heeft gewerkt, blijkt uit door FSA verricht onderzoek¹⁰⁰: *'In summary, many firms, in particular firms subject to the global settlement, are managing conflicts of interest in investment research to acceptable standards. The results also show that investment research is seen as more impartial, that dealing ahead is not commonplace and that our rules have not caused detriment to the market or investment research industry or had any other unintended consequences.'*

De AFM nam ten aanzien van de beleggingsaanbevelingen als uitgangspunt: publiceer wat u wilt maar stel de ontvanger in staat te bepalen wat de aanbeveling hem waard is. Om de ontvanger daartoe in staat te stellen bepaalt artikel 5:64 Wft onder meer dat een beleggingsaanbeveling aan drie regels moet voldoen¹⁰¹:

1. de identiteit van degene die de informatie naar buiten brengt, moet bekend zijn;
2. gewaarborgd moet zijn, dat de beleggingsaanbeveling een juiste voorstelling van zaken biedt, en
3. verzekerd moet zijn dat informatie waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze informatie afbreuk kan doen aan de objectiviteit openbaar wordt gemaakt.

Doel van deze regels is het voorkomen van publieksmisleiding. In het Besluit Markt-misbruik zijn de regels in de artikelen 15 tot en met 19 uitgewerkt. Artikel 15 bepaalt dat in de beleggingsaanbeveling duidelijk en opvallend de identiteit vermeld moet worden. In artikel 16 eerste lid is aangegeven dat een uitbrenger van een beleggingsaanbeveling redelijke maatregelen treft om te waarborgen dat in de aanbeveling een juiste voorstelling van zaken wordt gegeven. Zo moet bijvoorbeeld melding worden gemaakt van het feit dat de beleggingsaanbeveling gebaseerd is op betrouwbare bronnen (of, indien van toepassing, dat wordt betwijfeld of een bron betrouwbaar is).¹⁰² Ook moeten feiten duidelijk kunnen worden onderscheiden van informatie die niet

¹⁰⁰ Zie: FSA, Ex-post analysis of FSA's Conduct of Business Rules on conflicts of interest in investment research, Report on findings, September 2005, www.fsa.org.uk.

¹⁰¹ In artikel 5:64 Wft en in het Besluit Markt-misbruik Wft wordt onderscheid gemaakt tussen verschillende categorieën personen die beleggingsaanbevelingen uitbrengen. Met dit onderscheid dient in de praktijk rekening te worden gehouden. In deze bijdrage komt dit onderscheid verder niet aan de orde.

¹⁰² Vergelijk ook Stevens, a.w., blz. 25.

op feiten is gebaseerd. In het tweede lid van artikel 16 is bijvoorbeeld aangegeven dat in de beleggingsaanbeveling alle wezenlijke inhoudelijke bronnen worden vermeld, met inbegrip van de betrokken uitgevende instelling, alsmede het feit of de beleggingsaanbeveling aan de uitgevende instelling bekend is gemaakt en naar aanleiding daarvan is gewijzigd voordat deze is verspreid. Voorts dient vermeld te worden op welke wijze de beleggingsaanbeveling is gebaseerd op belangrijke aannames.

In artikel 17 is ondermeer aangegeven, dat de uitbrenger van de aanbeveling duidelijk en opvallend de belangen of belangenconflicten vermeldt waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat deze afbreuk kunnen doen aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling. Afbreuk kan in elk geval worden gedaan aan de objectiviteit van de beleggingsaanbeveling indien sprake is van een aanzienlijke deelname in de uitgevende instelling, danwel een ander wezenlijk belang in de uitgevende instelling.

De criteria uit artikel 5:64 Wft, zoals uitgewerkt in de artikelen 15 tot en met 19 van het Besluit Marktmisbruik Wft, kunnen een aanzet vormen tot het opstellen en beoordelen van de aandeelhoudersaanbevelingen. Duidelijkheid over identiteit, juistheid/betrouwbaarheid van de informatie en mogelijke belangenconflicten zal de transparantie vergroten. Zeker de combinatie van het aangeven van de bronnen die de aanbevelingen zouden moeten schragen en de mogelijke belangenconflicten (bijvoorbeeld net ingenomen posities) kan van belang zijn. Hiermee zouden de aandeelhouders meer inzicht moeten geven in hun eigen beleggingsdoelstellingen en ingenomen posities. Interessant is de vraag in hoeverre de kaarten volledig op tafel moeten komen te liggen.

In de context van, en ter aanvulling op, de hiervoor geschetste ontwikkelingen van regelgeving en toezicht op het investment banking research, kan daarom ook van activistische aandeelhouders die zich van open brieven bedienen worden gevergd dat men maatregelen treft ter bescherming van de reputatie van de eigen instelling, de reputatie en goede werking van de effectenmarkt waarin men opereert, en de bescherming van de belangen van betrokken beleggers. Die beleggers zijn dan nog onder te verdelen in degenen die door participatie (mede) aandeelhouder zijn van deze instelling of beleggers die op de aanbevelingen reageren door effectentransacties te verrichten in de onderneming waar de aanbeveling betrekking op heeft.

Daarbij is het belang dat door deze aandeelhouders voldoende aandacht wordt besteed aan de volgende aspecten:

- behoud van een gezonde bedrijfscultuur (kenmerkend voor veel activistische aandeelhouders is een sterke, op de korte termijn gerichte, tradingcultuur. Naleving van het 'vier ogen principe' op sleutelposities en een onafhankelijk risicomanagement draagt bij aan een betere beheersing van de risico's;
- een intern compliance programma, waarin onder meer aandacht wordt gegeven

aan voorkoming van marktmisbruik en de toetsing van privé-effectenstransacties;

- eerbiediging van zogeheten 'fiduciary duties' van bestuurders en beheerders van beleggingsfondsen ten opzichte van betrokken beleggers;
- openbaarmaking van het interne beleid inzake de beheersing van belangenconflicten;
- transparantie over het innemen van eigen effectenposities in de onderneming waarover aandeelhoudersaanbevelingen openbaar worden gemaakt.
- wanneer de activistische aandeelhouder beleggingen van derden onder beheer heeft dan zal het interne beleid ter beheersing van belangenconflicten zich ook moeten uitstrekken tot bescherming van de belangen van deze derden. Deelnemende beleggers zullen gelijk behandeld en geïnformeerd moeten worden (voorkoming van 'cherry picking');
- ten aanzien van de in acht te nemen transparantie over eigen effectenposities verdient het de voorkeur dat dit zich ook uitstrekt tot alle effectenposities, derhalve inclusief handelsposities, eventuele shortposities, gerelateerde derivatenposities, aangegeven wordt per wanneer deze posities zijn aangehouden en tevens wordt vermeld of deze posities door derden zijn gefinancierd;
- het is evident dat de inhoud van de aanbeveling bovendien zorgvuldig moet zijn samengesteld, voorzien van een juiste feitelijke grondslag.

Conclusie

Wij hebben in deze bijdrage aan willen geven, dat een gebrekkige transparantie bij aandeelhoudersaanbevelingen tegen de achtergrond van de eveneens niet erg duidelijke marktmisbruikbepalingen beoordeling van deze aandeelhoudersaanbevelingen lastig maakt. Vervolgens hebben wij aangegeven, dat vanuit de geschiedenis en de regelgeving omtrent beleggingsaanbevelingen lessen getrokken kunnen worden. Zo zal regelgeving ten aanzien van inhoud van de aanbevelingen bij kunnen dragen aan het vergroten van de transparantie. De regels kunnen, evenals bij de beleggingsaanbevelingen, zien op: de identiteit van de (groep van) aandeelhouder(s) die de aanbeveling doet; de bronnen die ten grondslag liggen aan de aanbeveling en eventuele belangenconflicten. Daarnaast kan de wijze waarop in de praktijk, bij de invulling van de compliance functie, met beleggingsaanbevelingen wordt omgegaan, mogelijk als blauwdruk fungeren voor de invulling van de compliance functie in relatie tot aandeelhoudersaanbevelingen.