

Aandeelhoudersactivisme en marktmisbruik

mr. drs. J.T.C. Leliveld*

Inleiding

Aandeelhoudersactivisme kenmerkt zich door de invloed die (groot)aandeelhouders op de strategie van een onderneming willen uitoefenen. Daarbij vindt beïnvloeding van het beleid en de strategie plaats in direct contact met de betrokken ondernemingsorganen of via de pers of andere openbare uitingen. In het AFM-rapport 'Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik'¹ is een hoofdstuk gewijd aan aandeelhoudersactivisme. De AFM noemt als voorbeelden de ontwikkelingen rondom TNT, ASMI, AHOLD, VNU, CSM, STORK en Euronext². In alle gevallen betreft het volgens de AFM ontwikkelingen die verband houden met significante strategiewijzigingen waarbij het gaat om besluiten dan wel handelingen die mogelijk als koersgevoelig kunnen worden aangemerkt. Aangegeven wordt dat marktpartijen onder meer als onwenselijk aspect zien van aandeelhoudersactivisme het (gepercipieerde) relatieve gebrek aan transparantie bij het optreden van deze aandeelhouders en de daarmee samenhangende mogelijkheid van marktmisbruik. Wat opvalt is dat de AFM niet duidelijk maakt welk marktmisbruik wordt bedoeld: marktmanipulatie of gebruik van voorwetenschap.

In het rapport van de AFM wordt nog niet gesproken over de ontwikkelingen rondom ABN/AMRO. Hierover schreef de Stichting Onderzoek Bedrijfs Informatie (SOBI)³ op 2 maart 2007 onder meer aan de AFM:

'Hierbij vraagt de Stichting Onderzoek Bedrijfs Informatie SOBI u een onderzoek te starten naar gebruik van voorwetenschap door de Amerikaanse beurspeculant The Children's Investment Fund (TCI) inzake ABN AMRO. Ook vraagt SOBI u onderzoek te starten naar mogelijke koersmanipulatie door deze rechtspersoon. TCI heeft in stilte een belang opgebouwd dat volgens mededelingen in de pers "groter dan 1%" is. Vervolgens heeft TCI een voorzienbaar koersoprijvende mededeling naar buiten gebracht, die betrekking had op een kansarme wens, namelijk het in onderdelen verkopen van de ABN AMRO bank.'

Ook SOBI gaat voor twee ankers liggen en vraagt om een onderzoek naar zowel voorwetenschap als marktmanipulatie. Het is in de praktijk kennelijk lastig om te bepalen of activistisch aandeelhoudersoptreden getoetst kan worden aan ofwel de marktmanipulatie verbodsbepaling (artikel 5:58 Wft) dan wel aan de verbodsbepaling met betrekking tot gebruik van voorwetenschap (artikel 5:56 Wft). In deze bijdrage staat de vraag centraal of, en zo ja wanneer het optreden van de activistische aandeelhouders onder (een van) de genoemde verbodsbepalingen valt.

Aandeelhoudersactivisme en marktmanipulatie⁴

Artikel 5:58, eerste lid sub d Wft bevat het verbod om informatie te verspreiden waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is⁵. Er wordt in het artikel onderscheid gemaakt tussen een 'onjuist of misleidend signaal' en 'onjuiste of misleidende informatie'. Uit het eerste deel van het artikel volgt dat niet de informatie zelf centraal staat, maar het signaal dat uitgaat van die informatie.

In artikel 1, tweede lid van de Europese Richtlijn marktmisbruik⁶, welk artikel is verwerkt in artikel 5:58, eerste lid sub d Wft, wordt gesproken over informatie die onjuiste signalen geeft of waarschijnlijk zal geven, 'met inbegrip van de verspreiding van geruchten en valse of misleidende berichten'. Een dergelijke toevoeging is niet in het Nederlandse artikel opgenomen. Wel blijkt uit de parlementaire geschiedenis dat onder informatie mede wordt verstaan informatie die betrekking heeft op de uitgevende instelling zelf dan wel op andere wijze de uitgevende instelling raakt. Hierbij kan gedacht worden aan 'valse berichten' over de uitgevende instelling, omtrent het plotse-linge vertrek van een topman, een 'gesuggereerd overname-

* Jan Leliveld is advocaat te Den Haag.

1. *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, Amsterdam: Autoriteit Financiële Markten maart 2007, p. 21/24, <www.afm.nl>.
2. Zie bijvoorbeeld ook het bericht in *het Financieele Dagblad* van 23 april 2007, Bos laat onderzoek doen naar hedge funds, 'Hij wil weten of er meer zaken bekend zijn dan de drie bekende gevallen Stork, PCM en ABN Amro'.
3. Brief SOBI aan AFM, over TCI, 2 maart 2007, <www.sobi.nl>.
4. Zie recent over Marktmanipulatie in algemene zin onder meer, G.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007, met name p. 277-280, R. Lamp, 'Het verbod op marktmanipulatie – een verkenning', *Ondernemingsrecht* 2006, 134 en M. Nelemans, 'Marktmanipulatie versus misbruik van voorwetenschap', *DD* 2006, 34.
5. In deze bijdrage beperk ik mij tot deze informatiemaniplatie en ik zal dus niet ingaan op de transactiemaniplatie zoals vastgelegd in artikel 5:58, eerste lid onderdelen a tot en met c Wft. Zie ook T. Stevens, 'Hedge funds en marktmanipulatie', *Onderneming en Financiering* 2006, p. 20-25, met name het deel over een 'event driven'-tactiek.
6. Richtlijn nr. 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie, 28 januari 2003, betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie, *PbEG* 2003, nr. L 096 van 12 april 2003.

bod' op de uitgevende instelling, of 'geruchten over de markt' waarin de uitgevende instelling werkzaam is⁷. Het is een opmerkelijke constructie. Eerst wordt aangegeven dat onjuiste of misleidende signalen centraal staan, vervolgens wordt met de gegeven voorbeelden ingezoomd op de onjuiste of misleidende informatie zelf.

De voorbeelden vragen, zeker gezien het onderwerp van deze bijdrage, om uitleg.

Wanneer aandeelhoudersactivisme een 'vals bericht' oplevert, zal over het algemeen nog wel duidelijk zijn. Ook hierover kan echter al discussie plaatsvinden. Zo bevestigde de Hoge Raad onlangs in het zogenoemde *Cardio Control*-arrest het oordeel van het Hof Amsterdam, dat het weergeven van feiten die op zichzelf juist zijn, in combinatie met het verzwijgen van andere feiten die voor de interpretatie van de weergegeven feiten essentieel zijn, kan worden aangemerkt als het verspreiden van leugenachtige berichten. In dat geval ging het om iemand die op een op beleggers gerichte chatbox berichten had geplaatst die de indruk konden wekken dat iemand massaal aandelen aan het opkopen was, terwijl dat een misleidende halve waarheid was. De enige koper van grote aantallen aandelen in het fonds, die bewuste dag, was namelijk die persoon zelf. Daarbij verkocht verkoper die aandelen weer, grotendeels dezelfde dag. Dat liet hij in zijn berichten op de website (uiteraard) onvermeld⁸. Het verstrekken van niet alleen juiste, maar ook volledige informatie is ook voor activistische aandeelhouders van belang. Bijvoorbeeld ten aanzien van het belang dat zij vertegenwoordigen in een onderneming en wijzigingen in dit belang. Dit belang kan van belang zijn voor de beoordeling van het activistisch optreden; het signaal dat van dit activistisch optreden uitgaat. Dit geldt uiteraard des te meer in de omgekeerde situatie, als dus doelbewust onduidelijkheid omtrent het belang, of zelfs een verkeerd beeld wordt gecreëerd.⁹

Hoe de voorbeelden 'gesuggereerd overnamebod' of een 'gerucht' moeten worden geduid zal vaak nog lastiger blijken. Wat wordt bedoeld met een gesuggereerd overnamebod? Dit zal ofwel zijn het ingeven dat bijvoorbeeld een ander bedrijf moet worden overgenomen, of dat (onderdelen van) het eigen bedrijf moeten worden verkocht, dan wel het oproepen van het beeld dat er een overname aan zit te komen. De AFM schreef in het eerdergenoemde rapport¹⁰:

'Ondernemingen worden benaderd door aandeelhouders die bijvoorbeeld brieven schrijven, met schematisch vaak 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."

Het is evident, dat het hier het ingeven, of misschien het opdringen van een gedachte betreft, maar deze suggestie op zichzelf zal toch niet voldoende worden geacht om tot marktmanipulatie te concluderen. Wat is er onjuist, misleidend aan deze informatie en welk onjuist of misleidend signaal gaat van de informatie uit? Stevens schreef hierover

dat zolang 'het plan' van een activistische aandeelhouder in essentie een mening is dit niet snel zal leiden tot overtreding van het verbod van marktmanipulatie. Hij merkt daar nog bij op dat er meer gevaar dreigt als er tegelijkertijd een financiële onderbouwing – voor bijvoorbeeld de verkoopwaarde van een bedrijfsonderdeel – publiekelijk kenbaar wordt gemaakt. In dat geval zal er in het bericht wel sprake moeten zijn van bronvermelding en een onderbouwing. Duidelijk moet in ieder geval zijn, wanneer sprake is van een suggestie, plan of mening en wanneer sprake is van feiten¹¹.

De term 'geruchten' komt rechtstreeks uit de Richtlijn Marktmanipulatie¹². Crum en Kristen merkten hierover op, dat in de richtlijn geen duidelijke relatie wordt gelegd met de valse of misleidende signalen als bedoeld in de verbodsbepaling. Zij merkten vervolgens op, dat daardoor iedere vorm van verspreiding van geruchten verboden is en vragen zich af, of toch niet enkel die geruchten worden bedoeld waarvan een misleidend signaal te duchten is en voegen daaraan toe dat het dan meestal zal gaan om geruchten die bestaan uit onwaarheden¹³. Dit standpunt lijkt mij correct. En een overeenkomstige uitleg lijkt mij voor het Nederlandse verbodsartikel, waar geruchten niet in het artikel zijn opgenomen, de juiste.

Vervolgens is nog een complicerende factor dat niet alle misleidende informatie hoeft te leiden tot een misleidend signaal. Dat blijkt bijvoorbeeld al uit de brief van SOBI zelf. Als het in onderdelen verkopen van ABN AMRO echt zo 'kansarm' zou zijn als gesteld, is het immers maar zeer de vraag of van het in de ogen van SOBI misleidende bericht ook een misleidend signaal te duchten zou zijn. Er moet kortom sprake zijn van een causaal verband tussen de verspreide onjuiste of misleidende informatie en het onjuiste of misleidende signaal, dat hiervan te duchten is.

Met de toevoeging, dat een misleidend of onjuist signaal 'te duchten' moet zijn, beoogt de wetgever aan te sluiten bij het

7. *Kamerstukken II 2005/06*, 29 708, nr. 19, p. 603.

8. HR 6 februari 2007 (*Cardio Control*), *RF* 2007, 19 en *JOR* 2007, 73 (m.nt. Corthals en Italianer). Het betrof hier overigens een feit van voor de invoering van de Wet marktmanipulatie waarbij overtreding van artikel 334 Sr (verspreiden van een leugenachtig bericht) ten laste was gelegd. In het arrest (met name in de conclusie van A-G Wortel) wordt echter vooruitgelopen op de nieuwe marktmanipulatiebepaling. Vergelijk ook R.P. Raas, 'Marktmanipulatie in Marktmanipulatie' (D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme, red.), *Gebruik van voorwetenschap*, Deventer: Kluwer, 2006, met name p. 138-139.

9. T. Stevens, a.w., p. 24 en 25.

10. *Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik*, p. 11.

11. T. Stevens, a.w., p. 20-25.

12. Richtlijn 2003/6 (marktmanipulatie) art. 1, tweede lid, sub c.

13. C.M. Crum en F.G.H. Kristen, 'Bouwen aan de interne markt: de richtlijn inzake handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (market abuse)', *Ondernemingsrecht* 2002, 1, zie ook in een andere context, D.R. Doorenbos, 'Beurshandel, geruchten en voorwetenschap', *DD* 2000, 30.

strafrecht. Dit onderdeel van het artikel is geobjectieerd. Dit betekent, dat voor een bewezenverklaring dit deel moet zijn vervuld, maar dat opzet (of schuld) te dien aanzien niet hoeft te worden vastgesteld¹⁴. Aansluiting wordt gezocht bij gevaarstelling delicten. Met 'te duchten' wordt bedoeld op de graad van waarschijnlijkheid die bestaat 'wanneer naar de gewone loop der dingen zonder buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is. Kortom, er is gevaar te duchten wanneer een sterke mogelijkheid bestaat en ingezien kan worden van de verwezenlijking van datgene waarvoor gevaar ontstaat'¹⁵. De AFM schrijft: 'of een signaal misleidend is wordt niet uitsluitend bepaald door te kijken naar de aard van het signaal of hoe dit mogelijkwijs door de gemiddelde belegger wordt ervaren, maar kan ook volgen uit de aard en de intentie van de "handeling" waardoor het signaal tot stand is gekomen'¹⁶. Het wordt er niet eenvoudiger op als voor de beantwoording van de vraag of er gevaar is voor een misleidend signaal, met betrekking tot dit geobjectieerde deel naar de intentie van de betrokkene(n) wordt gekeken.

Het tweede deel, ofwel het subjectieve deel van de marktmanipulatieverbodsbepaling, geeft aan dat de verspreider van de informatie moet weten of redelijkerwijs vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. Onder 'weten' wordt hier verstaan voorwaardelijk opzet¹⁷. Willens en wetens zou dan de aanmerkelijke kans aanvaard moeten worden, dat de informatie onjuist is. In dit geval is echter niet zeker of deze uitleg ook zo door de rechter zal worden overgenomen. Onder meer omdat in het geobjectieerde deel nu juist een grotere kans op de misleiding of de onjuistheid is vereist, door de toevoeging van 'te duchten'. Het lijkt mij in ieder geval een zeer lastige constructie om in het geval van activistisch aandeelhoudersoptreden te komen tot een bewezenverklaring waarbij de verspreider van informatie de aanmerkelijke kans heeft aanvaard, dat hij onjuiste of misleidende informatie heeft verspreid waarvan er een sterke mogelijkheid is dat er een onjuist of misleidend signaal van uitgaat. Hier wrekt zich de gekozen constructie met 'onjuiste en misleidende informatie' enerzijds en een 'onjuist of misleidend signaal' anderzijds. Met redelijkerwijs vermoeden wordt verwezen naar schuld, meer in het bijzonder naar een verwijtbaar falend bewustzijn.

Aandeelhoudersactivisme en kenmerkende verschillen tussen marktmanipulatie en gebruik van voorwetenschap

Het onderscheid tussen voorwetenschap en marktmanipulatie komt aan de orde in de conclusie van A-G Wortel bij het arrest *Cardio Control*. Wortel concludeerde dat de verbodsnorm ter zake gebruik van voorwetenschap zich beperkt tot de gevallen waarbij sprake is van uitbuiting van informatie die in een transparante markt ter beschikking van alle partijen behoort te bestaan doch op dat moment nog vertrouwelijk van aard is. Het presenteren van misleidende feiten zonder dat een aan die feiten klevende vertrouwelijkheid wordt beschaamd, wordt dan alleen bestreken door het daarop toegesneden verbod van marktmanipulatie¹⁸. Cort-hals en Italianer vragen zich in hun noot af of de letterlijke tekst van de artikelen 5:56 Wft en 5:58 Wft de nadruk op

de 'vertrouwelijkheid' wel rechtvaardigt. Zij komen tot de conclusie van niet en menen dat voor voor-wetenschap, zoals gedefinieerd in artikel 5:53, eerste lid Wft, 'vertrouwelijkheid' geen vereiste is.

Nelemans schreef eerder naar aanleiding van het arrest van het hof, maar vooruitlopend op het arrest van de Hoge Raad, zeer kort samengevat, dat het kenmerkende van marktmanipulatie is dat onjuiste berichten worden verspreid die in veel gevallen in eerste instantie onterecht het predikaat waar krijgen met een koersverandering 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 gevolg¹⁹. In de concept-memorie van toelichting bij de Wet Marktmisbruik werd als verschil onder meer aangegeven, dat bij marktmanipulatie de markt kunstmatig tot stand komt waardoor de belegger op het verkeerde been wordt gezet, terwijl bij gebruikmaking van voorwetenschap de koers (markt; jl) nog niet heeft kunnen reageren op bepaalde, op waarheid berustende informatie omdat deze nog niet openbaar is²⁰. De elementen 'misleiding' en 'gebruikmaken van een periode tussen koersveranderingen of van het moment van de koersverandering', zijn – meer dan de vertrouwelijkheid – kenmerken op basis waarvan het onderscheid tussen marktmanipulatie en gebruikmaken van voorwetenschap valt te maken.

Dat het toepassen van de juiste verbodsbepaling toch niet eenvoudig is, wordt duidelijk uit een voorbeeld dat de Minister van Financiën in de Tweede Kamer gebruikte. Hij gaf aan dat indien een 'goeroe' een pakket aandelen koopt voordat hij zijn aanbevelingen doet en hij vervolgens dat pakket weer van de hand doet nadat de koers is gestegen, er naar zijn mening sprake is van een 'goed vermoeden van marktmanipulatie'²¹. Ik zou toch menen, dat in dit geval sprake is van gebruik van voorwetenschap, tenzij deze goeroe een charlatan is die gebruikmaakt van de periode tussen zijn dan kennelijk misleidende aanbeveling en het moment dat de markt beseft dat zijn aanbeveling onjuist was.

14. J. de Hullu, *Materieel Strafrecht, Over algemene leerstukken van strafrechtelijke aansprakelijkheid naar Nederlands recht*, Deventer 2006, derde druk, met name p. 209-212.
15. *Kamerstukken II* 2006/07, 29 708, nr. 19, met daarin de verwijzing naar NLR, *Het Wetboek van Strafrecht*, art. 157, aant. 2 (suppl. 1997; juni 1998), p. 329.
16. Brochure verbod marktmanipulatie, AFM, <www.AFM.nl>, p. 14.
17. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 872, nr. 3, p. 11.
18. Zie met name nr. 23 van de conclusie van A-G Wortel bij het arrest *Cardio Control*.
19. M. Nelemans, a.w., 34.
20. Concept memorie van toelichting, Wet Marktmisbruik, zoals gebruikt bij consultatie, <www.minfin.nl>, p. 9.
21. *Handelingen II* 2004/05, p. 83-4984.

Als aandeelhoudersactivisme aan de hand van de kenmerken, misleiding en gebruikmaken van een periode tussen koersveranderingen of van het moment van een koersverandering wordt beoordeeld, dan lijkt vaak eerder sprake te zijn van gebruik van voorwetenschap, dan van koersmanipulatie. Het activisme zal waarschijnlijk veelal oprecht zijn, misleiding zal in ieder geval moeilijk zijn aan te tonen. Bovendien zal het waarschijnlijk vaak gaan om één moment (of korte periode naar een nieuwe koers toe) en niet om een koers op basis van de misleidende informatie die daarna vanwege het ontkrachten van deze informatie weer wordt aangepast.

In het AFM-rapport stond ook, achter de hiervoor aangehaalde passage:

‘Soms staat ook dit erbij
“Naar onze mening is deze brief koersgevoelige informatie die u onverwijld moet publiceren.” Of “Uw medewerking kan in potentie leiden tot grote beloningen²².”

Kennelijk beoordelen ook activistische aandeelhouders hun activiteiten soms als koersgevoelig.

Aandeelhoudersactivisme en gebruik van voorwetenschap

Artikel 5:56 Wft verbiedt – samengevat – gebruikmaking van voorwetenschap bij het verrichten of bewerkstelligen van een transactie²³. Niet alle gebruikmaking van voorwetenschap is strafbaar. Voor de beoordeling van activistisch optreden is het onderscheid dat wordt gemaakt tussen eigen voorwetenschap en voorwetenschap over zichzelf van belang²⁴. Eigen voorwetenschap bestaat uit de kennis omtrent de eigen voorgenomen transactie(s). Voorwetenschap over zichzelf ziet op die situaties waarin de betrokkene over niet openbaar gemaakte koersgevoelige informatie omtrent de eigen kansen en mogelijkheden beschikt. Gebruikmaken van eigen voorwetenschap is niet strafbaar. Corthals en Italianer concluderen in hun noot, dat eigen wetenschap moet worden gelezen als ‘slechts kennis dragen van eigen voornemens ten aanzien van het aankopen van aandelen en niet als slechts kennis dragen van welk eigen voornemen dan ook²⁵. Deze conclusie onderschrijvend, meen ik dat zodra iemand over meer informatie beschikt dan de enkele informatie omtrent de transactie geen sprake meer is van eigen voorwetenschap. Getoetst moet dan worden of de extra informatie voorwetenschap oplevert. Indien blijkt dat een activistische aandeelhouder aandelen heeft gekocht voorafgaand aan zijn activistische optreden – het aandelenbelang is bijvoorbeeld uitgebreid van één naar twee procent voorafgaand aan het verzenden van een brief aan het bestuur van een onderneming met de suggestie de Amerikaanse dochter af te stoten – dient getoetst te worden of de inhoud van dit activistische optreden als voorwetenschap moet worden aangemerkt.

Voorwetenschap betreft niet-openbare informatie waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten. Om als voorwetenschap te kunnen worden aangemerkt dient informatie concreet genoeg te zijn. 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 koers²⁶. 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 zal zijn. Het betreffen wellicht wensen en verlangens die betrekking hebben op een toekomstige situatie waarvan redelijkerwijs (nog) niet mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan.

Minister Zalm erkende vorig jaar dat het niet altijd duidelijk is wanneer er ‘concreet’ sprake is van koersgevoelige informatie bij een dialoog tussen bestuur en aandeelhouders en hoe daarmee om moet worden gegaan²⁷. De AFM is van mening dat er geen wettelijk beletsel bestaat voor contact tussen ondernemingsbesturen en aandeelhouders. Wel is het onverminderd wenselijk dat er door alle partijen zorgvuldig wordt omgegaan met de berichtgeving naar buiten, het verspreiden van koersgevoelige informatie en eventuele beurstransacties daaromheen. Deze zorgvuldigheid draagt in belangrijke mate bij aan de goede werking en toegankelijkheid van de kapitaalmarkten, alsook aan het vertrouwen daarin. De AFM stelt zich op het standpunt dat de beslissing voor het aangaan van een dialoog, alsook de inhoud hiervan, een eigen verantwoordelijkheid is van zowel een onderneming als de betrokken aandeelhouder(s)²⁸. Deze uitspraken

22. AFM-rapport, p. 21.

23. Ook andere verbodsbepalingen kunnen relevant zijn, zoals artikel 5:57, eerste lid sub a Wft. Dat artikel verbiedt bijvoorbeeld, samengevat, informatie waarop de voorwetenschap betrekking heeft aan een derde mee te delen of artikel 5:59, eerste lid Wft dat betrekking heeft op de openbaarmakingsverplichting van uitgevende instellingen in het geval deze bekend wordt met voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft (bijvoorbeeld als ontvanger van een brief van de activistische aandeelhouders). Deze bijdrage beperkt zich verder tot de positie van de activistische aandeelhouder en tot die gevallen waarin daadwerkelijk gebruik is gemaakt van de voorwetenschap; een transactie heeft plaatsgevonden.

24. Zie ook J. Italianer, ‘Marktmisbruik’ (D.R. Doorenbos, S.C.J.J. Kortmann en M.P. Nieuwe Weme red.), *Gebruik van voorwetenschap*, Deventer: Kluwer, 2006, p. 72.

25. Zie *Cardio Control*, met name conclusie A-G Wortel. In hun noot laten Corthals en Italianer zich onder meer kritisch uit over de wijze waarop ‘eigen wetenschap’ door de Hoge Raad wordt uitgelegd. Zij oordelen, samengevat, dat de uitleg te ruim is en geen steun vindt in de richtlijn noch in de parlementaire geschiedenis.

26. Richtlijn 2003/124 EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap betreft, *PbEU* 2003, L 229/70.

27. Minister G. Zalm, Speech ter gelegenheid van het Eumedioncongres, 18 oktober 2006, <www.minfin.nl>, al is niet helemaal duidelijk wat hier bedoeld wordt met ‘concreet’. Het lijkt erop, dat de minister hiermee bedoelde ‘in welke gevallen’.

28. AFM, *Aandeelhoudersactivisme en one on ones*, 20 oktober 2006, <www.afm.nl>.

bieden weinig handvatten. Van de minister en de AFM moeten activistische aandeelhouders op zoek naar zekerheid het kennelijk niet hebben.

De vraag of de informatie concreet genoeg is, zal steeds vaker betrekking hebben op het activistisch optreden zelf en minder op de via het optreden verkondigde boodschap²⁹. De vraag of het voorgenomen activistisch optreden concreet genoeg is, zal vervolgens snel bevestigend worden beantwoord. In dat geval komt de vraag aan de orde of die informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers. Is het enkele feit dat (meer nog dan wat) de activistische aandeelhouder communiceert voldoende om conclusies te trekken omtrent de mogelijke invloed van het optreden op de koers³⁰?

De beantwoording van de vraag of sprake kan zijn van invloed op de koers, dient objectief te worden uitgelegd. Met name is relevant of het feit dat informatie openbaar gemaakt wordt door een specifieke activistische aandeelhouder, informatie betreft waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren³¹. Hierbij valt het verschil op met de marktmanipulatiebepaling. Daar moet een onjuist of misleidend signaal te duchten zijn en bij voorwetenschap moet sprake zijn van informatie waarvan een redelijk handelend belegger 'waarschijnlijk' gebruik zal maken. De kans zal voor een bewezenverklaring van gebruik van voorwetenschap dus minder groot hoeven zijn. Daar komt nog bij dat de term 'redelijk handelend belegger' een contradictio in terminis is en dat activistisch optreden steeds vaker als vliegwielen fungeert. Het heeft er de schijn van dat ook opmerkingen van aandeelhouders met een beperkte omvang inmiddels tot grote gevolgen kunnen leiden. De gevolgen van het min of meer succesvol opereren van bepaalde activistische aandeelhouders brengt zo mee, dat hun optreden waarschijnlijk steeds sneller als koersgevoelig zal kunnen worden aangemerkt. Het door deze aandeelhouders verrichten van transacties voorafgaand aan het optreden kan dan worden aangemerkt als gebruikmaking van voorwetenschap, in dit geval over zichzelf. Hier zal zich bij de bewijsvraag dan wel weer het gebrek aan transparantie kunnen wreken, waarover de AFM in zijn rapport veront-rusting uitsprak³².

Ook ten aanzien van voorwetenschap is bepaald dat voor zover het secundaire insiders betreft³³, en daar zal het bij activistische aandeelhouders veelal om gaan, sprake moet zijn van 'weten of redelijkerwijs moeten vermoeden' dat men beschikt over voorwetenschap. In zoverre is er sprake van een subjectief element. Dit subjectieve element ziet niet op de transactie zelf, maar op het beschikken over voorwetenschap. Dat is voor gebruikmaking van deze voorwetenschap niet problematisch. De causale relatie die moet bestaan tussen voorwetenschap en de transactie, veronderstelt reeds dat de betrokkene beseft wat de aard, de inhoud en de kwaliteit van zijn informatie is³⁴.

Conclusie

De minister, de AFM en marktpartijen worstelen met de kwalificatie van aandeelhoudersactivisme in het licht van de artikelen 5:56 Wft en 5:58 Wft. De formulering van artikel 5:58 Wft laat veel ruimte open voor vragen. Het zal niet eenvoudig blijken om aandeelhoudersactivisme, bijvoorbeeld de suggestie om een onderneming in delen te verkopen, onder deze verbodsbepaling te brengen. Zo is er discussie mogelijk over de vraag of sprake is van onjuiste of misleidende informatie, of tot welk onjuist of misleidend signaal die informatie aanleiding zou kunnen geven. Voorts is het moeilijk te bewijzen, dat de verspreiding van informatie de sterke mogelijkheid van een onjuist of misleidend signaal met zich brengt. Discussies over activistisch optreden en marktmanipulatie zullen zich waarschijnlijk veelal toespitsen op het al dan niet verstrekken van voldoende, volledige informatie. Ik schat de kans dat aandeelhoudersactivisme onder het verbod van artikel 5:56 Wft valt groter in. Het gaat dan met name om aandelentransacties voorafgaand aan het activistische optreden. Wel zullen ook hier nog de nodige bewijsproblemen zijn, met name vanwege het gebrek aan transparantie. In de praktijk zal moeten blijken of mijn inschatting een juiste is. Daarbij merk ik in ieder geval nog op, dat de beide artikelen niet toegesneden lijken op dit betrekkelijk nieuwe fenomeen van aandeelhoudersactivisme en ook het onderbrengen onder artikel 5:56 Wft iets gekunstelds heeft.

29. Hier komt ook artikel 5:57 Wft in beeld, dit artikel laat ik verder buiten beschouwing.
30. Zie ter illustratie J. van Mierlo en B. Zevenbergen, 'Het breekijzer van de kleine activist', *FD* 24 februari 2007.
31. *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3. p. 8.
32. Het is onder meer ter verhoging van de transparantie, dat wel gepleit wordt voor een verscherping van de meldingsplicht van zeggenschaps- en kapitaalbelangen in beursgenoteerde ondernemingen van 5% naar bijvoorbeeld 1%, zie bijvoorbeeld de antwoorden van de Minister van Financiën op kamervragen over 'empty voting' d.d. 20 maart 2007, zie <www.minfin.nl>.
33. Zie voor het onderscheid primaire en secundaire insiders art. 5:56, tweede en derde lid Wft.
34. Vgl. F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. Tilburg), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004, p. 627.