

## Aandeelhoudersactivisme: de effectenrechtelijke invalshoek

Mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff N.V. te Amsterdam

### 1. Inleiding

Het thema van uw congres vandaag is ‘Vennootschap of vennootvete?’ Het is met name de laatste, een nogal antagonistische invalshoek die mij geïnspireerd heeft om u iets te vertellen over het fenomeen aandeelhoudersactivisme. Gewoonlijk wordt daaronder verstaan dat actieve beleggers – en dat kunnen pensioenfondsen, vermogensbeheerders of *hedge funds* zijn – hun aandelenbelang in een beursvennootschap inzetten om daarmee invloed uit te oefenen op het bestuur. Aan het gebruik van de term ‘beursvennootschap’ merkt u al dat ik uitsluitend met u zal spreken over naamloze vennootschappen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam. De aandelen van zo een beursvennootschap zijn publiek verhandelbaar en een ieder die daarin interesse heeft en beschikt over een goed gevulde portefeuille kan veelal onbelemmerd een positie in zo een NV opbouwen.

De invloed die aan een majeur aandelenbelang is verbonden, gebruiken actieve beleggers bijvoorbeeld om een beursvennootschap te dwingen bepaalde herstructureringen of beleidsbeslissingen door te voeren, zodat daarmee aandeelhouderswaarde – beter gezegd: koerswinst – kan worden gerealiseerd. Bij die herstructureringen of beleidsbeslissingen – ik zal verder van *events* spreken – moet u bijvoorbeeld denken aan het opsplitsen van een onderneming, verkoop van een bedrijfsonderdeel, uitbetaling van een superdividend, inkoop van eigen aandelen of een wijziging in de samenstelling van het bestuur en/of de raad van commissarissen van een beursvennootschap. U hoort het al: het bedrijfsleven kent een echte transactiecultuur. Alles waar waarde in zit – ook ondernemingen dus – kan opnieuw opgedeeld of samengevoegd worden om daarna te gelde te worden gemaakt.

Voordat ik met u zal spreken over de *modus operandi* van deze actieve beleggers, wil ik nog iets aan u kwijt over een aantal elementaire spelregels die in de effectenhandel voor de marktdeelnemers gelden. Die spelregels moeten onder meer waarborgen dat vertrouwen bestaat in de integriteit van de effectenmarkt. Dit vertrouwen is zowel van belang voor ondernemingen die voor hun activiteiten fondsen nodig hebben en deze aantrekken door een beroep te doen op de effectenmarkt, als voor beleggers die fondsen aan deze ondernemingen ter beschikking stellen. Dit vertrouwen is daarom zo essentieel, omdat niemand aan de effectenhandel zal willen deelnemen als vals spel eerder regel dan uitzondering is.

In de effectenhandel kan vals spel vele vormen aannemen. Zo kunnen *insiders* bij het verrichten van effectentransacties ten eigen voordele gebruik maken van een informatievoorsprong waarover zij uit hoofde van hun beroep of functie beschikking hebben gekregen. We spreken dan van ‘gebruik van voorwetenschap’ (art. 5:56 Wft). Nauw hiermee verbonden is het ‘tippen’ door *insiders*; iemand die beschikt over een informatievoorsprong kan daarover aan een ander een mededeling doen of die ander – zonder dat die informatie met zoveel woorden wordt uitgewisseld – slechts een vette knipoog geven (art. 5:57 Wft). Sommige mensen hebben nu eenmaal aan een half woord genoeg. Verder is het mogelijk dat een belegger de koersvorming van effecten manipuleert of zelfs geheel naar zijn hand weet te zetten waardoor een kunstmatige koers tot stand komt, en andere marktpartijen op het verkeerde been worden gezet. Deze vorm van vals spel staat bekend onder de naam ‘marktmanipulatie’ (art. 5:58 Wft). Daarbij vermeld ik nog dat misleiding van de markt kan

plaats vinden door het op een ingenieuze of zelfs manipulatieve wijze verrichten van allerlei effectentransacties (transactiemaniplatie), maar ook door het simpelweg verspreiden van onjuiste berichten over een beursvennootschap (informatiemaniplatie).

Al deze vormen van vals spel zijn zonder twijfel fnuikend voor de adequate werking van de effectenmarkt. Om die reden bevat de Nederlandse effectenwetgeving diverse regels om 'gebruik van voorwetenschap', 'tippen' en 'marktmanipulatie' te voorkomen en – indien dit onverhoopt toch voorkomt – te bestraffen. Die regels ter voorkoming van marktmisbruik zijn opgenomen in de vuistdikke Wet op het financieel toezicht. Opmerking verdient nog dat de Nederlandse wetgever op dit terrein al lang niet meer soeverein is. In toenemende mate worden de fundamentele spelregels die gelden voor de effectenhandel vastgesteld in het verband van de Europese Gemeenschap.

Nu is het niet alleen mogelijk om vertrouwen in de adequate werking van de effectenmarkt te bevorderen door vals spel te bestraffen, maar ook door zo veel als mogelijk transparantie voor te schrijven. Transparantie betekent in dit verband dat iedere belegger op hetzelfde tijdstip over dezelfde relevante informatie moet kunnen beschikken. Op deze wijze wordt bevorderd dat de deelnemers aan de effectenmarkt gelijke kansen hebben op winst en verlies. Simpel gezegd: door transparantie zal vals spel geen kans meer krijgen. Om die reden worden aan de marktdeelnemers – en dan doel ik niet alleen op beursvennootschappen, maar ook op grotere beleggers in deze vennootschappen – diverse informatieverplichtingen opgelegd.

Kortom, het beproefde medicijn om marktmisbruik te bestrijden is een combinatie van verbodsbepalingen op de overtreding waarvan forse sancties staan en het opleggen van transparantieverplichtingen aan de marktdeelnemers. Al deze spelregels zullen uiteraard nog meer reliëf krijgen als we de handel en wandel van een actieve belegger volgen die voornemens is een beursvennootschap te belagen om daar een bepaalde *event* af te dwingen. U moet daarbij nog wel het volgende bedenken. Het is bepaald een misverstand te denken dat actieve beleggers er alleen maar op uit zouden zijn om marktmisbruik te plegen. Actieve beleggers hebben er zelfs een groot belang bij om *compliant* met de vigerende wet- en regelgeving te zijn. Immers, een belaagde beursvennootschap zal op het vinkentouw zitten om een misstap van een actieve belegger meteen af te straffen door bijvoorbeeld aangifte van een strafbaar feit te doen bij het Openbaar Ministerie of door bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) om een onderzoek te vragen naar marktmisbruik. Actieve beleggers zijn zich er dan ook van bewust dat elke stap die zij zetten met argusogen wordt bekeken.

Hoe gaan actieve beleggers in de praktijk te werk? Het meest tot de verbeelding sprekend lijkt mij om een uit het leven gegrepen casus als voorbeeld te nemen. Ik heb gekozen voor de gebeurtenissen die aanleiding zijn geweest voor de opsplitsing van ABN Amro Bank. Zoals u wellicht weet, is ABN Amro – na een verbeterde strijd die op het scherp van de snede werd uitgevochten – uiteindelijk opgedeeld in drie delen. Het vuurtje daarvoor was aangestoken door *The Children's Investment Fund (TCI)*, een *hedge fund* met een nogal robuuste reputatie. Ik heb de eer gehad – sommigen zullen misschien zeggen: de twijfelachtige eer – om samen met mijn kantoorgenoten van Spigthoff voor TCI te mogen optreden. Voor mij was dit optreden als één van de advocaten van TCI nogal beladen. Ik ben mijn carrière namelijk als bedrijfsjurist van ABN Amro begonnen en ik bewaar aan die voormalige werkgever nog steeds goede herinneringen. Als advocaat moet je echter immuun zijn voor dit soort sentimenten.

U weet dat een advocaat een geheimhoudingsplicht heeft. Daarom zeg ik u nog dat de gebeurtenissen waarover ik spreek niet noodzakelijkerwijs allemaal zo hebben plaatsgevonden. Laten we het zo zeggen: het is zeer wel mogelijk dat die gebeurtenissen waarover ik zal vertellen alle zo hebben plaatsgevonden, maar een definitief uitsluitel daarover kan ik u helaas niet geven.

Laten we eens de verschillende fases van een *event*-gedreven strategie van een actieve belegger doorlopen. Ik doe dat tegen de achtergrond van het zojuist met een grove penseel geschetste wettelijk regiem tegen marktmisbruik.

## 2. Opbouwen van een aandelenbelang

Een actieve belegger zal eerst een financiële en juridische analyse maken van de kansen om een bepaalde *event* bij een beursvennootschap af te dwingen. Vragen die dan aan de orde komen zijn: bij welke beursvennootschap blijft de ontwikkeling van de aandeelhouderswaarde achter? Wat zijn de redenen daarvoor en welke stappen zouden gezet kunnen worden om die verborgen aandeelhouderswaarde te ontsluiten? Welke mogelijkheden hebben actieve beleggers volgens wet en statuten van de beursvennootschap om hun invloed te laten gelden? Is de *target* na zo een analyse eenmaal in het vizier gekomen, dan zal de actieve belegger vervolgens een aandelenbelang gaan opbouwen. Dat doet die belegger natuurlijk niet graag *out in the open*, want dat zou de beurskoers alleen maar nodeloos opdrijven en het opbouwen van een springplank voor verdere actie alleen maar duurder maken. Kortom, in alle stilte wordt eerst een zogeheten longpositie in de aandelen van de beursvennootschap ingenomen.

Ook TCI had een aanzienlijk aandelenbelang opgebouwd in ABN Amro. Toen TCI haar plannen met betrekking tot ABN Amro bekend maakte, beschikte zij over een belang van ruim 1% in het aandelenkapitaal. De bijzondere reden voor de omvang van dit belang was dat een aandeelhouder die over ten minste 1% van het aandelenkapitaal beschikte volgens de statuten van ABN Amro onderwerpen op de agenda van de algemene vergadering van aandeelhouders kon zetten. Ik kom zo dadelijk te spreken over dit agenderingsrecht en de wijze waarop daarvan door TCI gebruik is gemaakt.

Ik wijs er nog op dat een te groot belang voor een actieve belegger het nadeel heeft dat een *exit* – het weer verkopen van het aandelenbelang – bemoeilijkt wordt. Een groot aandelenpakket kan minder snel en veelal alleen met koersdruk verkocht worden. Om die reden bestaat een positie van een *hedge fund* in een beursvennootschap vaak uit een combinatie van aandelen, rechten op aandelen en zogeheten *contracts for differences*, contracten waarbij slechts het koersverloop tussen partijen wordt afgerekend maar geen overdracht van het aandeel of daaraan verbonden rechten plaatsvindt.

*Hedge funds* wordt vaak een gebrek aan transparantie verweten als het gaat om de omvang van hun aandelenbelang. Niet te ontkennen valt bijvoorbeeld dat *hedge funds* geneigd zullen zijn om hun belang zo groot mogelijk voor te spiegelen. Enige behoedzaamheid past hier intussen wel. Geeft de actieve belegger een verkeerde voorstelling van zaken en maakt hij – om bijvoorbeeld de beursvennootschap of het belegend publiek te imponeren – publiekelijk melding van een groter belang dan hij in werkelijkheid heeft, dan zal al gauw sprake zijn van marktmanipulatie.

Eerder heb ik gezegd dat een actieve belegger er alle belang bij heeft om zijn aandelenbelang in alle stilte op te kunnen bouwen. In dit verband moet gewezen worden op de meldingsverplichtingen van aandeelhouders en andere stemgerechtigden op grond van de Wet op het financieel toezicht. Zowel op degene die de beschikking verkrijgt of verliest over een kapitaalbelang als op degene die de beschikking verkrijgt of verliest over stemmen kan een meldingsplicht rusten. De drempelwaarden voor de meldingsplicht zijn: 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%. Een actieve belegger die een aandelenbelang in een beursvennootschap opbouwt, zal daarvan dus voor het eerst melding moeten maken zodra hij de drempel van 5% overschrijdt. Al die meldingen worden opgenomen in een openbaar register, dat op de website van de AFM kan worden geraadpleegd.

De voor grotere beleggers geldende meldingsplicht heeft tot doel om beleggers inzicht te bieden in ontwikkelingen in de zeggenschap- en kapitaalverhoudingen in beursvennootschappen, in de mate waarin de aandelen in deze vennootschappen vrij verhandelbaar zijn en in het bestaan van eventuele concentraties van aandelen of stemmen. Door deze informatie zijn beleggers in staat om beter geïnformeerd en onderbouwd een beoordeling te maken van de aandelen waarin zij mogelijk transacties willen verrichten. U en ik kunnen dus ook zien dat een grotere belegger een belang in een beursvennootschap aan het opbouwen is.

Recent is een wetsvoorstel bij de Tweede Kamer ingediend om de eerste drempelwaarde voor een melding van kapitaal en zeggenschap voortaan op 3% te stellen. Als argument vóór invoering daarvan wordt genoemd dat het bestuur van de beursvennootschap dankzij de invoering van deze lagere drempelwaarde in een vroeg stadium zal weten wie haar grotere aandeelhouders zijn, zodat zij bijvoorbeeld gerichter met hen kan communiceren.

In deze eerste fase signaleer ik ten slotte nog een mogelijk probleem op het terrein van gebruik van voorwetenschap. Mag een actieve belegger die weet dat hij een *event* bij een beursvennootschap wil uitlokken van die informatievoorsprong wel gebruik maken. Beschikt zo een actieve belegger dan niet over belemmerende voorwetenschap, omdat hij zelf weet wat hij van plan is? Ongetwijfeld is de informatie waarover hij beschikt koersgevoelig. Immers, als de belegger zijn plannen openbaar zou maken, dan heeft dat ongetwijfeld een aanmerkelijke invloed op de beurskoers van de belaagde beursvennootschap. Die zal gaan stijgen. Algemeen wordt aangenomen dat een belegger die voorkennis heeft van zijn eigen, nog niet openbaar gemaakte plannen en hij vervolgens effectentransacties verricht daarbij geen gebruik maakt van voorwetenschap. Het is daarom in dit geval wellicht zelfs beter om niet te spreken van voorwetenschap maar van voorwillenschap.

### **3. Sturen van een *Dear Board*-brief naar de uitgevende instelling**

Wanneer een actieve belegger zijn springplank voor verder te ondernemen acties eenmaal heeft opgebouwd, dan zal op enig moment de tijd rijp zijn om de bom tot ontsteking te brengen. Dat gebeurt gewoonlijk doordat een actieve belegger een brief stuurt naar het bestuur en de raad van commissarissen van de belaagde beursvennootschap. In zo een brief worden de plannen ontvouwd die de actieve belegger met de beursvennootschap heeft. Aan het bestuur wordt dan gevraagd – of zelfs opgedragen – om aan die plannen zijn loyale medewerking te verlenen. Ook wordt het bestuur gevraagd om de brief openbaar te maken, zodat het belegend publiek weet dat de aanval is ingezet. Daarmee wordt uiteraard ook de druk op het bestuur opgevoerd. Enig lef kun je actieve beleggers zeker niet ontzeggen.

Ook TCI heeft zo een *Dear Board*-brief op 20 februari 2007 aan ABN Amro gestuurd. Die brief lag overigens al eerder bij de *real time*-nieuwsmedia – Reuters en Bloomberg – dan bij ABN Amro. In die open brief verzocht TCI aan ABN Amro om een aantal moties op de agenda van de aankomende algemene vergadering van aandeelhouders te plaatsen en die in stemming te brengen. Die moties hadden bijvoorbeeld betrekking op: (i) het verkopen van belangrijke bedrijfsonderdelen door ABN Amro en het uitkeren van de opbrengst daarvan aan de aandeelhouders of zelfs (ii) het onderzoeken van de mogelijkheden om te fuseren met een andere financiële instelling.

Laat duidelijk zijn dat die moties geen echte besluiten van de beursvennootschap zijn, zoals bijvoorbeeld een besluit tot uitgifte van aandelen of benoeming van een bestuurder. Mijns inziens zijn moties – indien deze althans voldoende worden ondersteund door de vergadering – gearticuleerd weergegeven opvattingen van de algemene vergadering. Zijn die moties daardoor zonder enig belang? Neen, rechtspraak van de Hoge Raad leert dat het bestuur aan breed gedragen opvattingen van aandeelhouders niet zo maar voorbij mag gaan. TCI vond dat deze moties nog aan kracht zouden kunnen winnen als zij vooraf werden gegaan door een considerans met een aantal *sweeping statements* waaruit het bestuurlijk onvermogen van de leidinggevendenden blijkt. De volgende zweepslagen kwamen op de rug van de geplaagde bestuurders van ABN Amro terecht:

Since the current chairman of the Managing Board was appointed in May 2000, the Company has given shareholders a very disappointing cumulative share price return as a result of poor underlying earnings per share growth. Moreover, this was at a time when nearly all banks globally enjoyed strong growth in their earnings per share and share prices;

Over the past 6 years the current management has implemented several restructuring strategies that were supposed to accelerate earnings growth and which to date have failed to deliver such growth. In 2006 by management's own admission the Company failed to improve its operating efficiency as initially planned;

The recent acquisition of Banca Antonveneta at a very high price has also failed to deliver the promised shareholder value and has caused the market to discount ABN Amro's share price to reflect its concern over the Managing Board's acquisition strategy;

Today the underlying fair value of ABN Amro's assets significantly exceeds the Company's current market capitalization. In order to realize the Company's true value for its shareholders, management should explore the potential break-up, spin-off and sale or merger of its major businesses and/of the whole Company.

Waar een actieve belegger intussen wel voor moet oppassen, is dat in de *Dear Board*-brief geen onjuiste informatie wordt opgenomen. Is dat het geval, dan zou de actieve belegger zich namelijk weer schuldig kunnen maken aan marktmanipulatie. Naar mijn oordeel mogen de meningen of inschattingen van een actieve belegger niet te gauw als marktmanipulatie worden aangemerkt. Om aan de *safe side* te blijven, zullen deze meningen of inschattingen door de actieve belegger in elk geval niet als vaststaande feiten of de ultieme waarheid gepresenteerd mogen worden. Uit de context zal voor buitenstaanders overigens meestal wel duidelijk zijn dat slechts meningen worden uitgewisseld. Ik vind dan ook dat het debat over de strategie van een beursvennootschap, en wat daarbij het meest winstgevende beleid is, vrij en onbelemmerd gevoerd moet kunnen worden en niet mag worden doodgeknuppeld met onterechte verwijten van marktmanipulatie.

Actieve beleggers zullen zich mogelijk wel op glad ijs begeven als zij hun meer uitgewerkte plannen – en de financiële onderbouwing daarvan – openbaar maken. Zo zal bijvoorbeeld de

verkoopwaarde van een af te stoten bedrijfsonderdeel moeilijk zijn in te schatten als niet eerst een *due diligence*-onderzoek daarnaar is uitgevoerd. Daarom zal in de presentatie van de plannen een bronvermelding moeten worden opgenomen en een precieze onderbouwing hoe tot bepaalde cijfers is gekomen, met uiteraard zo nodig een slag om de arm. Dezelfde opmerkingen kunnen worden gemaakt voor het weerwoord van het bestuur van de belaagde beursvennootschap. Ook het bestuur zal hierbij de nodige diligentie hebben te betrachten.

Een aardige vraag is nog of het een actieve belegger zou vrijstaan om meteen na publicatie van de *Dear Board*-brief én de vertaling daarvan in een hogere beurskoers van de aandelen van de beursvennootschap zijn aandelenbelang van de hand te doen. Immers, de koerswinst van de in gang gezette operatie ligt meteen na het verzenden en openbaar maken van de *Dear Board*-brief voor het oprapen. Mijns inziens staat het een actieve belegger niet vrij om in dat geval meteen uit te stappen. Met de publicatie van de *Dear Board*-brief heeft deze belegger publiekelijk aangegeven wat zijn intenties met de beursvennootschap zijn. Zonder transparantie te betrachten over zijn gewijzigde inzichten mag hij niet een *volte face* maken en zijn aandelenbelang verkopen. Ik denk dat deze belegger zich in dat geval dan ook schuldig zou maken aan marktmanipulatie. Het gedrag van deze belegger vertoont namelijk een treffende gelijkenis met wat wij ook wel *scalping* noemen: het eerst kopen van een grote hoeveelheid van een bepaald effect en dit effect daarna – bijvoorbeeld in een column van een beleggersmagazine – aan anderen enthousiast aanbevelen, om vervolgens het effect met winst te verkopen wanneer de koers door de aanbeveling is gestegen.

#### **4. Samenwerking zoeken met andere aandeelhouders**

Soms treedt een actieve belegger bij de uitvoering van zijn plannen niet alleen op, maar in groepsverband. De actieve belegger heeft dan één of meer medestanders gevonden waarmee hij samen optrekt. Het is heel goed mogelijk dat TCI dat in het geval van ABN Amro ook heeft gedaan, maar het staat mij niet vrij u daarover nadere mededelingen te doen. Het optreden in groepsverband schept namelijk zekere risico's.

Zo zijn er bij het optreden in groepsverband – in het jargon spreken wij dan van *acting in concert* – enkele effectenrechtelijke valkuilen waarmee rekening moet worden gehouden. Ten eerste: het is mogelijk dat tussen actieve beleggers afspraken worden gemaakt die neerkomen op een stemovereenkomst, d.w.z. een afspraak om een duurzaam gemeenschappelijk beleid te voeren inzake de uitoefening van het stemrecht. In dat geval moeten de partijen bij zo een stemovereenkomst het aandelen- en zeggenschapsbelang van de andere partijen bij hun eigen belang optellen en melden. Als zo een stemovereenkomst is gesloten, kunnen actieve beleggers dus niet meer volstaan met het uitsluitend melden van hun eigen belang. Een tweede valkuil is dat als partijen alleen of te samen met anderen waarmee in onderling overleg wordt gehandeld de overwegende zeggenschap in een beursvennootschap verkrijgen een openbaar bod op alle aandelen van de beursvennootschap uitgebracht moet worden. Die 'overwegende zeggenschap' is gesteld op het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders. Op dat verplichte openbare bod zit geen actieve belegger te wachten en daarom is het zaak weg te blijven van die kritische grens van 30%.

Een laatste valkuil is nog gelegen in het mogelijk tippen van voorwetenschap. Wij hebben zojuist gezien dat een actieve belegger – hoewel hij weet van zijn eigen koersgevoelige plannen – vrij en onbelemmerd effectentransacties mag verrichten. Kennis van de eigen

plannen en het met die kennis verrichten van effectentransacties is namelijk nog geen gebruik van voorwetenschap. Een moeilijker te beantwoorden vraag is of het een actieve belegger zou vrijstaan om zijn plannen aan mogelijke medestanders mede te delen. In dat kader zal informatie tussen actieve beleggers worden uitgewisseld of zullen zelfs afspraken worden gemaakt over de aanvalsstrategie, zoals ten aanzien van de opbouw van de belangen, het aanzwengelen van een dialoog met de beursvennootschap en het verkrijgen van publieke steun voor de plannen. Overtreedt een actieve belegger die potentiële medestanders probeert te interesseren voor zijn plannen daarmee dan het tipverbod?

Over deze rechtsvraag bestaat geen eenstemmigheid in de doctrine. Sommige auteurs – zeg maar: de preciezen – oordelen dat inderdaad sprake is van overtreding van het tipverbod. Zij zijn van mening dat kennis van de voornemens van een ander wezenlijk anders is dan uitsluitend de kennis van de eigen voornemens. Anderen stellen daartegenover – en ik behoor tot die groep van rekkelijken – dat zolang slechts sprake is van eigen plannen, deze plannen medegedeeld moeten kunnen worden aan andere actieve beleggers om aldus medestanders te werven. Met het doen van deze mededelingen wordt m.i. het tipverbod nog niet overtreden. De praktijk heeft op deze verdeeldheid intussen haar eigen oplossing gevonden. De actieve belegger maakt veelal zijn plannen in een vroeg stadium openbaar en werft daarna pas medestanders. Met de openbaarmaking ontlast de actieve belegger zich van eventueel aanwezige belemmerde voorwetenschap. Dat de actieve belegger vervolgens het onterechte verwijt krijgt bezig te zijn met marktmanipulatie moet hij dan maar voor lief nemen.

## **5. Onderhouden van *one-on-ones* met de beursvennootschap**

Niet alle beursvennootschappen zullen de acties van actieve beleggers lijdzaam ondergaan. Beursvennootschappen zullen zich tegen de acties van actieve beleggers proberen te wapenen. Dat kunnen zij bijvoorbeeld doen door op geregelde basis contacten te onderhouden met institutionele beleggers. Zij gaan dan met die beleggers een dialoog aan. Op deze wijze houdt de beursvennootschap voeling met hetgeen onder haar aandeelhoudersbestand leeft aan opvattingen over de strategie die moet worden gevolgd. Uiteraard zal ook een actieve belegger uit zijn op dit soort contacten om daarin het bestuur van zijn plannen te overtuigen. Van de topman van TCI – Chris Hohn – wordt wel gezegd dat hij tijdens dit soort contacten zijn standpunt net zo lang herhaalt totdat zijn tegenstanders murw zijn geslagen.

Tegen het onderhouden van deze contacten – die ook wel *one-on-ones* of selectieve contacten worden genoemd – kunnen diverse bezwaren worden ingebracht.

Het eerste bezwaar is dat selectieve contacten tussen beursvennootschappen en actieve beleggers gepaard gaan met het risico dat een individuele belegger een relevante informatievoorsprong krijgt die als voorwetenschap kan worden aangemerkt. Verstrekt het bestuur informatie aan de actieve belegger – bijvoorbeeld dat het bestuur bereid is het plan van een actieve belegger uit te voeren om op grote schaal eigen aandelen in te kopen – dan zou de belegger ten eigen bate die informatievoorsprong kunnen aanwenden bij het verrichten van effectentransacties. Het devies hoort hier dus te zijn dat het bestuur van beursvennootschappen de demarcatielijn die wordt gevormd door het begrip ‘voorwetenschap’ goed in de gaten moet houden. Het bestuur mag zich niet schuldig maken aan het tippen van actieve beleggers.

Het tweede bezwaar luidt dat individuele beleggers die niet mogen deelnemen aan deze selectieve contacten met het bestuur zich al gauw achtergesteld voelen. De vraag dringt zich dan ook op of het onderhouden van selectieve contacten waarbij relevante bedrijfsinformatie wordt verstrekt niet in strijd is met het gelijkheidsbeginsel? Een andere vraag die in dit verband gesteld kan worden is of de beleggers die worden uitgesloten van deze selectieve contacten op grond van de werking van het gelijkheidsbeginsel niet ook aanspraak zouden mogen maken op de informatie die tijdens deze selectieve contacten wordt verschaft? Op al deze interessante vragen geef ik nu geen antwoord. Ik meld u wel dat m.i. zwaar getild moet worden aan het fundament waarop onze effectenmarkt is gebouwd en dat fundament is het gelijkheidsbeginsel.

Ook op dit terrein geldt dat wet- en regelgeving door het voorschrijven van meer en meer transparantie tracht te bevorderen dat een *level playing field* voor de marktdeelnemers ontstaat. Zo zijn beursvennootschappen bijvoorbeeld wettelijk verplicht om voorwetenschap onverwijld openbaar te maken door het uitbrengen van een persbericht (art. 5:25i Wft). Met deze openbaarmakingsplicht wordt voorkomen dat *insiders* hun informatievoorsprong te gelde kunnen maken door het verrichten van effectentransacties. Een ander voorschrift in dit verband is dat beursvennootschappen op grond van de Corporate Governance Code verplicht zijn de hoofdlijnen van hun strategie in het jaarverslag te vermelden. Op grond van een onlangs ingediend wetsvoorstel zal deze strategie voortaan ook op de website van de beursvennootschap geplaatst moeten worden. Het doel hiervan is dat alle beleggers eenvoudig en op een centrale plaats op de website van de beursvennootschap kennis kunnen nemen van de strategie. Hierdoor wordt tevens voorkomen dat een discussie plaatsvindt over de vraag wat de strategie van de uitgevende instelling feitelijk inhoudt.

Verder wordt in dit wetsvoorstel een meldingsplicht van aandeelhouders voorgesteld. Die meldingsplicht houdt in dat iedere persoon die – kort gezegd – de beschikking verkrijgt over ten minste 3% van het kapitaal of de stemmen in een beursvennootschap aan de Autoriteit Financiële Markten dient te melden of hij bezwaar heeft tegen de op de website van de uitgevende instelling vermelde strategie. Een wijziging van dit standpunt dient eveneens onverwijld aan de AFM gemeld te worden. Al deze meldingen moeten openbaar gemaakt worden door de AFM in een door haar bij te houden openbaar register, zodat ook de andere aandeelhouders daarvan kennis kunnen nemen. Indien een belangrijk deel van de aandeelhouders bezwaar heeft tegen de strategie kan de uitgevende instelling zo nodig met de desbetreffende aandeelhouders in contact treden en een dialoog aangaan.

## 6. Uitleiding

Hopelijk heeft mijn verhaal u duidelijk gemaakt dat de weg die een actieve belegger afloopt om een *event* bij een beursvennootschap uit te lokken, bezaaid is met effectenrechtelijke voetangels en klemmen. Voor een advocaat is het elke keer weer een uitdaging om cliënten de weg te wijzen die hen ongeschonden brengt aan het eindpunt van dit traject: het kunnen incasseren van een fraaie transactiewinst. Over TCI gaan de verhalen dat een bedrag van een paar honderd miljoen euro bijgeschreven kon worden op de bankrekening. TCI besteedt een deel van de winst aan projecten voor kinderen in ontwikkelingslanden. Deze kennis heeft in elk geval mijn gewetenswroeging in toom kunnen houden. Vrij naar Gordon Gekko uit de film *Wall Street* zou ik mijn verhaal dan ook willen beëindigen: *sometimes, greed can be indeed good*. Ik dank u voor uw aandacht.



## Sheets

Aandeelhoudersactivisme: de effectenrechtelijke invalshoek  
Mr. G.T.J. Hoff

### Aandeelhoudersactivisme

- Uitlokken van een *event* bij een beursvennootschap met het oog op koerswinst
- Respecteren van elementaire spelregels die integriteit van effectenmarkt waarborgen
- *Enerzijds* diverse verbodsbepalingen:
  - Gebruik van voorwetenschap
  - Tippen
  - Marktmanipulatie (transactie- en informatiemanipulatie)
- *Anderzijds* naleving van diverse informatieverplichtingen door marktdeelnemers

### Fase: opbouwen van een aandelenbelang

- Begrijpelijk verlangen om in stilte een aandelenbelang op te bouwen
- Melding indien bepaalde drempelwaarden worden overschreden dan wel onderschreden (5, 10, 15, 20, 25, 30, 40, 50, 60, 75 en 95%)
- Aanhangig wetsvoorstel introduceert een extra drempelwaarde van 3%
- Pakketmeldingen zijn openbaar ([www.afm.nl](http://www.afm.nl))
- Geen gebruik van voorwetenschap indien actieve belegger slechts beschikt over kennis van eigen voornemens (*voorwillenschap*)

### Fase: sturen van een *Dear Board*-brief

- Gevaar van marktmanipulatie indien de brief onjuiste informatie bevat
- Ook gevaar van marktmanipulatie als actieve belegger aandelenbelang meteen verkoopt na openbaar maken van de brief

### Fase: samenwerking zoeken met andere actieve aandeelhouders

- Optreden in groepsverband – *acting in concert* – scheidt risico's
- Sluiten van een stemovereenkomst betekent pakketmelding van alle bij de overeenkomst betrokken partijen

- Verplicht openbaar bod in geval van ‘overwegende zeggenschap’
- Overtreding van tipverbod bij het werven van medestanders?

**Fase: onderhouden van *one-on-ones* met de beursvennootschap**

- Onderhouden van selectieve contacten op initiatief van de beursvennootschap dan wel een actieve belegger
- Bezwaren hiertegen zijn: (i) risico van uitwisseling van voorwetenschap en (ii) strijd met gelijkheidsbeginsel
- Meer en meer transparantie over strategie van de beursvennootschap en eventuele bezwaren daartegen van grotere beleggers