

Annotatie AFM/Homburg, Rechtbank Rotterdam

23-05-2013, JOR 2013/273

Door: mr. dr. M. Nelemans en mr. T. Bird

1. Op 7 juni 2009 werd de CEO van Homburg in het televisieprogramma RTL Business Class geïnterviewd door presentator Harry Mens. Op de vraag van de presentator wanneer de beurskoers van Homburg “nou weer eens een beetje omhoog gaat”, antwoordde de CEO kort gezegd dat er op 12 juni 2009 een persbericht door Homburg zou worden uitgebracht “waar heel wat aankondigingen instaan die denk ik heel interessant zijn voor de aandeelhouders om te horen”.

2. Na de uitzending van het interview nam het handelsvolume toe en steeg de koers van het aandeel Homburg in de periode 8 juni tot en met 11 juni 2009 van € 5,17 naar € 7,16. Op 12 juni 2009 publiceerde Homburg het in het interview aangekondigde persbericht waarin, onder andere, bekend werd gemaakt dat Homburg over 2009 geen dividend zou uitkeren. Diezelfde dag daalde de koers van het aandeel Homburg van € 7,16 naar € 6,14.

3. Naar aanleiding van het voorgaande heeft de AFM aan de CEO van Homburg een boete opgelegd van € 96.000 voor overtreding van het verbod van marktmanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub d Wft). Volgens de AFM zou de CEO in het interview hebben gesuggereerd dat op 12 juni 2009 positief nieuws over Homburg zou worden gepubliceerd, “terwijl hij redelijkerwijs moest vermoeden dat het persbericht van 12 juni 2009 door beleggers negatief zou worden ontvangen”.

4. De CEO is tevergeefs in bezwaar gegaan bij de AFM en vervolgens, wederom tevergeefs, in beroep bij de Rechtbank Rotterdam. In het navolgende wordt ingegaan op (i) de wijze waarop een onjuist of misleidend signaal dient te worden vastgesteld, (ii) het meewegen van de daadwerkelijke koersinvloed bij de bewijsvoering, en (iii) enkele parallellen met de C1000-zaak (Rb. Rotterdam 24 oktober 2012, «JOR» 2012/293, m.nt. Italianer).

5. Om te bepalen of er sprake is van marktmanipulatie dient te worden gezien of het gecommuniceerde in lijn is met hetgeen op dat moment bekend was.

6. De CEO van Homburg meldde dat er een interessant persbericht zou verschijnen. Het attenderen op de komst van een interessant persbericht heeft niet per definitie een positieve lading (hoewel een van de betekenissen van “interessant” in de Van Dale “aantrekkelijk” is). In dit geval stelde de CEO van Homburg dat er een interessant persbericht aan zou komen als antwoord op de vraag “wanneer die beurskoers nou weer eens een beetje omhoog gaat”. Door deze combinatie werd mogelijk de suggestie gewekt dat het aanstaande persbericht bepaalde positieve informatie zou bevatten.

7. Dat betekent nog niet dat ook daadwerkelijk onjuiste of misleidende informatie is verspreid. Daarvoor is nodig dat de informatie waarover de CEO van Homburg op dat moment beschikte, niet zo positief was als werd gesuggereerd. Bovendien dient het te gaan om een materiële afwijking. Volgens de AFM was dit het geval: “Het signaal was onjuist, omdat het antwoord positief nieuws voor de aandeelhouders suggereerde, waar in werkelijkheid sprake was van een negatief bericht.” Ook de Rechtbank Rotterdam trekt de conclusie dat werd gesuggereerd “dat het persbericht positief voor de beurskoers zou zijn” en dat dit te positief was (r.o. 4.2).

8. De onderbouwing van de conclusie van de AFM is opmerkelijk. In een dergelijke zaak zou je verwachten dat de AFM zou stellen dat een positieve, dan wel te positieve, voorstelling van zaken is gegeven en dat deze voorstelling niet werd gedragen door de informatie op dat moment of, in dit geval, de inhoud van het later gepubliceerde persbericht. Echter, de AFM gaat een stap verder en stelt dat de CEO van Homburg over negatieve informatie beschikte waarvan een direct negatief effect op de koers van Homburg was te verwachten. Daarmee heeft de AFM wellicht een sterkere tegenstelling willen communiceren, of de materialiteit van de afwijking willen aantonen, en het zichzelf ook een stuk lastiger gemaakt.

9. Het persbericht van Homburg bevatte meerdere elementen. Eén van de aankondigingen was dat er geen dividend zou worden uitgekeerd over 2009. Deze mededeling kwalificeert de AFM als negatief. Van de andere aankondigingen in het persbericht stelt de AFM dat van deze geen “koersopdrijvend effect” zou kunnen worden verwacht. De AFM concludeert derhalve dat het persbericht netto een negatieve lading had. Het opsplitsen van de verschillende elementen in het persbericht en het toepassen van droge calculus lijkt ons een goede benadering.

10. Verder komt de AFM tot de conclusie dat van het persbericht een direct negatief effect op de koers van het aandeel Homburg mocht worden verwacht. Hoe kan de AFM inschatten of een dergelijk persbericht een direct negatief effect op de koers zal hebben? De markt kan al hebben geanticipeerd op negatief nieuws waardoor een koersdaling uitblijft. En waarom stelt de AFM dit überhaupt? Een koersverandering, in dit geval een daling, is geen vereiste voor een overtreding van het verbod van marktmanipulatie, laat staan dat een causaal verband vereist zou zijn.

11. Het is interessant om te bekijken of de conclusie van de AFM, dat het ging om een negatief bericht met een verwachte koersdaling, wordt gedragen door het daadwerkelijke koersverloop. De koers stijgt in de dagen na de uitzending van het interview van € 5,17 naar € 7,16 en daalt, na de publicatie van het persbericht van Homburg, naar € 6,14. Dat is ten opzichte van de koers van vlak vóór het interview netto een koersstijging van € 1, en dus geen koersdaling. Derhalve valt niet meteen in te zien dat het persbericht negatief was en dat van het persbericht een direct negatief effect op de koers mocht worden verwacht.

12. Pas vijf dagen na de publicatie van het persbericht van Homburg daalt de koers naar € 5,07 en komt daarmee net onder de koers van vlak vóór het interview, namelijk € 5,17, te liggen. De koers is in de eerste dagen gestegen en in de volgende dagen gedaald. Het persbericht heeft derhalve netto nagenoeg geen negatieve invloed op de koers gehad. Ook bij een horizon van vijf dagen na het persbericht valt niet meteen in te zien dat het persbericht negatief was met een (te verwachten) koersdaling tot gevolg.

13. Ook na verloop van deze vijf dagen is de koers van het aandeel Homburg verder blijven dalen. De vraag is evenwel in welke mate de koersdaling na een persbericht nog mag worden toegerekend aan het persbericht. Volgens de efficiënte markt hypothese zou informatie snel en correct in de koers worden verwerkt. In de praktijk gebeurt dit niet altijd. In dit geval zijn er ook verschillende media gebruikt (Business Class en een persbericht) met mogelijk verschillende verwerkingstermijnen. Niettemin dient het uitgangspunt wel te blijven dat conservatief dient te worden omgegaan met het toerekenen van een koersverandering aan een persbericht.

14. Ook als het persbericht van Homburg niet als negatief kon worden gekwalificeerd (maar als te positief) en geen negatief effect op de koers heeft gehad, dan nog kan er sprake zijn geweest van marktmanipulatie. Voor een overtreding van het verbod van marktmanipulatie is geen koersimpact vereist, en er hoeft dus ook geen causaal verband te worden aangetoond. Desondanks dient de AFM, als zij stelt dat het om een negatief bericht gaat met een verwachte koersdaling tot gevolg, ook in te gaan op feiten (zoals het daadwerkelijke koersverloop) die een dergelijke conclusie ontkrachten. Dat heeft zij niet gedaan.

15. De Homburg-zaak vertoont een aantal parallellen met de C1000-zaak (Rb. Rotterdam 24 oktober 2012, «JOR» 2012/293, m.nt. Italianer). In hoeverre zijn deze zaken met elkaar te vergelijken en welke lessen kunnen eruit worden getrokken? In beide zaken werden belangrijke uitspraken gedaan die betrekking hadden op een uitgevende instelling. In de Homburg-zaak werd dit gedaan door de eigen CEO. In de C1000-zaak ging het om de CEO van een geïnteresseerde partij. De AFM heeft bij de handhaving verschillende paden bewandeld. In de Homburg-zaak is een boete opgelegd voor marktmanipulatie en in de C1000-zaak voor overtreding van het doorgifteverbod.

16. In de C1000-zaak werd op een ondernemersdag door de CEO van C1000 een presentatie gegeven waarin hij meerdere uitspraken deed die refereerden aan het bod van Jumbo op Super de Boer. Zo zei hij onder meer: “we hebben de boot niet gemist” en “het is geen gelopen race”. Volgens de AFM en de Rechtbank Rotterdam beschikte de CEO van C1000 op dat moment over voorwetenschap: interesse in een overname van Super de Boer door C1000 en Sperwer, welke interesse tevens in een brief aan Super de Boer was bevestigd. Volgens de AFM kwalificeerden de uitspraken van de CEO van C1000 derhalve als een overtreding van het doorgifteverbod.

17. De Rechtbank Rotterdam besliste anders. Volgens de Rechtbank Rotterdam heeft de CEO van C1000 door zijn uitlatingen langs de randen van het doorgifteverbod gelaveerd “maar zijn die uitlatingen niettemin onvoldoende concreet om die als informatie waarop zijn voorwetenschap betrekking heeft te kunnen bestempelen”. Zo had de CEO van C1000 volgens de Rechtbank Rotterdam geen concrete toespeling gedaan op een uit te brengen bod op Super de Boer. Verder zouden de uitspraken volgens de Rechtbank Rotterdam evengoed kunnen worden uitgelegd als een toespeling op de mogelijkheid dat C1000 een aantal winkels van Jumbo zou overnemen, hetgeen uiteindelijk ook is gebeurd.

18. De Rechtbank Rotterdam is ook kort ingegaan op de vraag of mogelijk de suggestie is gewekt van een verhoogd bod op Super de Boer. Volgens de Rechtbank Rotterdam lijkt dit niet het geval te zijn geweest: een redelijk handelende belegger zal slechts de conclusie hebben kunnen trekken dat C1000 druk bezig was om te kijken hoe zij het aantal winkels kon uitbreiden (r.o. 17.2). Niettemin waren de uitspraken van de CEO van C1000 in ieder geval voor één toehoorder op de ondernemersdag voldoende om een effectenrekening te openen en aandelen in Super de Boer aan te schaffen (Rb. Rotterdam 24 oktober 2012, «JOR» 2012/294, m.nt. Italianer).

19. Anders dan in de Homburg-zaak, hoefde de Rechtbank Rotterdam in de C1000-zaak niet te beoordelen of het gecommuniceerde in lijn was met hetgeen op dat moment bekend was, namelijk dat een bod niet geheel zeker was (r.o. 16). Ten eerste had de AFM geen boete opgelegd voor marktmanipulatie. Ten tweede oordeelde de Rechtbank Rotterdam dat er geen suggestie is gewekt van een verhoogd bod op Super de Boer. Het zal niet verbazen als de AFM in de toekomst het zekere voor het onzekere neemt, en in vergelijkbare zaken mogelijk voor twee ankers gaat liggen: primair overtreding van het doorgifteverbod en subsidiair marktmanipulatie.

20. Uit beide zaken kan nog een andere les worden getrokken. Beide zaken bevestigen nogmaals het belang dat CEO's of eventuele bidders vragen van derden die betrekking hebben op de eventuele voorwetenschap omzeilen of beantwoorden met “geen commentaar”. Voor het geval er toch een slip of the tongue is, dienen zij zich te beseffen dat er onder omstandigheden een plicht kan bestaan om onverwijld een persbericht uit te brengen (art. 5:25i lid 5 Wft). Mocht met de beantwoording per ongeluk een onjuist of misleidend beeld worden geschapen, dan kan het tevens gepast en mogelijk vereist zijn om corrigerende of aanvullende informatie te verstrekken.