

Prof. mr. M. Nelemans*

8.1 Inleiding

Voorwetenschap kan op verschillende manieren ontstaan. Veel voorwetenschap ontstaat binnen uitgevende uitstellingen. Een voorbeeld is een beursvennootschap die een baanbrekende uitvinding doet of een belangrijk octrooi verkrijgt. Dergelijke gebeurtenissen dragen eraan bij dat de beursvennootschap haar omzet in de toekomst kan vergroten. Voorwetenschap kan ook buiten de uitgevende instelling ontstaan. Zo kan een broker van een bank een grote order binnenkrijgen om stukken in een bepaald fonds te kopen waarmee hij of zij mogelijk voorwetenschap over de handel verkrijgt. Een ander voorbeeld waarin voorwetenschap buiten de uitgevende instelling ontstaat, is als een potentiële bidder een openbaar bod op een uitgevende instelling voorbereidt. De potentiële bidder beschikt dan over voorwetenschap ten aanzien van de doelvennootschap of de handel, die de bidder zelf heeft geschapen en waarover de doelvennootschap niet noodzakelijkerwijs hoeft te beschikken.

Er is altijd een ontstaansmoment van voorwetenschap, net zo goed als er altijd een moment is waarop de voorwetenschap ophoudt te bestaan. Tussen het moment dat voorwetenschap ontstaat en ophoudt te bestaan, is er een periode waarin de voorwetenschap zich kan gaan verspreiden. Een deel van deze verspreiding is legitiem. Een persvoorlichter van de uitgevende instelling moet uiteraard zijn werk kunnen doen, en op de hoogte zijn van de baanbrekende uitvinding waarover de pers hem mogelijk vragen kan gaan stellen. De schil van mensen die over de voorwetenschap komen te beschikken, moet echter beperkt blijven om het risico op handel met voorwetenschap in te dammen.¹ Daarvoor dient het mededelingsverbod in de Verordening Marktmissbruik. Dit verbod is opgenomen in artikel 8 lid 2 jo. 10 lid 1 jo. 14 sub b en c Verordening Marktmissbruik.

In de praktijk rijzen regelmatig vragen wie nu precies mag beschikken over voorwetenschap en onder welke voorwaarden. Daarbij draait het dan vaak om de reikwijdte van de uitzondering voor het delen in de normale uitoefening van

* Prof. mr. M. Nelemans is hoogleraar Financieel stafrecht aan Tilburg University.

1 Zie tevens Nelemans (2011), p. 275; M. Nelemans (2013), p. 449.

werk, beroep of functie. Dat was onder de oude Nederlandse regeling zo, en dat geldt ook nu onder de regeling die is opgenomen in de Verordening Marktmissbruik. In dit hoofdstuk wordt ingegaan op het mededelingsverbod en de uitzondering op het delen van informatie in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Er is ook nog een speciale uitzondering voor marktpeilingen (artikel 11 Verordening Marktmissbruik). Indien wordt voldaan aan de daarin gestelde eisen, wordt het delen van informatie in de context van de marktpeiling beschouwd als het delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. In dit hoofdstuk wordt de uitzondering voor marktpeilingen niet integraal behandeld, maar wordt er wegens overlap wel terloops naar verwezen. Zie over de uitzondering voor marktpeilingen hoofdstuk 9 van dit handboek.

8.2 Het mededelingsverbod

Het mededelingsverbod valt uiteen in twee onderdelen. Het eerste onderdeel is het doorgifteverbod (artikel 10 lid 1 Verordening Marktmissbruik):

“Voor de toepassing van de verordening is sprake van wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap als een persoon die over voorwetenschap beschikt deze voorwetenschap bekendmaakt aan enige andere persoon, tenzij de bekendmaking plaatsvindt uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie.”

Het tweede onderdeel is het aanbevelingsverbod (artikel 8 lid 2 Verordening Marktmissbruik):

“Voor de toepassing van deze verordening is sprake van het aanbevelen van een derde om tot handel met voorwetenschap over te gaan, of is sprake van het aanzetten van een derde om tot handel met voorwetenschap over te gaan, indien de persoon over voorwetenschap beschikt en:

- a) op basis van die informatie aanbeveelt dat een derde financiële instrumenten waarop die voorwetenschap betrekking heeft verwerft of vervreemt, of die derde ertoe aanzet die financiële instrumenten te verwerven of te vervreemden, of*
- b) op basis van die informatie aanbeveelt dat een derde een order betreffende een financieel instrument waarop die voorwetenschap betrekking heeft annuleert of wijzigt, of die persoon ertoe aanzet een order te annuleren of te wijzigen.”*

Voor zover iemand bewust een aanbeveling of aansporing krijgt en deze verder doorgeeft, wordt dit gekwalificeerd als een wederrechtelijke mededeling (artikel 10 lid 2 Verordening Marktmissbruik):

“Voor de toepassing van deze verordening vormt de verdere doorgifte van aanbevelingen of aansporingen als bedoeld in artikel 8, lid 2, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap onder dit artikel wanneer de persoon die de aanbeveling of aansporing bekendmaakt, wist of had moeten weten dat deze op voorwetenschap was gebaseerd.”

Al deze gedragingen zijn verboden op grond van artikel 14 sub b en c Verordening Marktmissbruik.

8.3 Normadressaten

Het mededelingsverbod is van toepassing op natuurlijke personen en rechtspersonen die over voorwetenschap beschikken (artikel 8 lid 4 jo. artikel 10 lid 1 Verordening Marktmissbruik). Kort gezegd is het mededelingsverbod van toepassing op primaire ingewijden en secundaire ingewijden. De categorie primaire ingewijden bestaat uit:

- a) leden van de bestuurs-, leidinggevende of toezichthoudende organen van de uitgevende instelling of deelnemer aan de emissierechtenhandel;
- b) personen die deelnemen in het kapitaal van de uitgevende instelling of deelnemers aan de emissierechtenhandel;
- c) personen die toegang hebben tot de informatie uit hoofde van de uitoefening van werk, beroep of functie; en
- d) personen die deelnemen aan criminele activiteiten.

De categorie secundaire ingewijden omvat personen die over voorwetenschap beschikken “*onder andere omstandigheden*”, mits zij wisten of zouden hebben moeten weten dat ze over voorwetenschap beschikten:

“Dit artikel is tevens van toepassing op iedere persoon die in het bezit is van voorwetenschap onder andere omstandigheden dan de in de eerste alinea genoemde omstandigheden en weet of zou moeten weten dat het voorwetenschap betreft.”

Bij primaire ingewijden wordt in feite impliciet aangenomen dat zij wisten of hadden moeten weten dat zij beschikten over voorwetenschap. Anders dan bij secundaire ingewijden hoeft dit dus niet te worden bewezen om een overtreding vast te stellen.

Uitgevende instellingen zijn lastig te classificeren als normadressaat. Er lijkt overwegende consensus te zijn dat de omschrijving van de primaire ingewijde het niet toelaat om de uitgevende instelling als primaire ingewijde aan te merken als de voorwetenschap binnen de uitgevende instelling is ontstaan. Er heeft altijd discussie bestaan of de uitgevende instelling als secundaire ingewijde heeft te gelden.² Onder artikel 4 Richtlijn 89/592/EEG moest de voorwetenschap “*afkomstig*” zijn van een primaire ingewijde, en onder artikel 4 Richtlijn 2003/6/EG was niets opgenomen over de herkomst van de voorwetenschap. Dit maakte dat voor beide standpunten iets te zeggen was. De omschrijving van de secundaire ingewijde in de Verordening Marktmissbruik lijkt met de bewoordingen “*die in het bezit is van voorwetenschap onder andere omstandigheden*” ruimer dan de omschrijving in de twee richtlijnen. De Europese wetgever heeft evenwel geen toelichting gegeven waaruit blijkt of dit ook daadwerkelijk de bedoeling is geweest. Niettemin lijkt het mij terecht dat uitgevende instellingen ervan uitgaan dat zij moeten voldoen aan de uitzondering voor het delen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, zeker met de ruimere

² Kristen (2004), p. 719-720; noot van Hoff bij HvJ EU 10 mei 2007, zaak C-391/04, JOR 2007/156 (Georgakis), nr. 10 en 11; Peters (2008), p. 136. Zie ook paragraaf 4.4.1, 7.4.4 en 7.5.2.

omschrijving van ‘secundaire ingewijde’ in de Verordening Marktmissbruik.³ Dit geldt m.i. niet alleen voor uitgevende instellingen maar ook voor andere partijen die zelf de bron van voorwetenschap kunnen zijn, zoals potentiële bidders en activistische aandeelhouders. Ook voor hen geldt dat het erop lijkt dat zij binnen de definitie van ‘secundaire ingewijde’ vallen.

Zie verder voor een uitgebreide behandeling van normadressaten en de indeling in primaire en secundaire ingewijden hoofdstuk 4 van dit handboek.

8.4 Inhoud van het mededelingsverbod

Het verschil tussen het doorgifteverbod en het aanbevelingsverbod is de mate waarin informatie wordt gedeeld met een derde. Het doorgeven van voorwetenschap betekent dat iemand de voorwetenschap zelf bekendmaakt aan een derde die vervolgens al dan niet zelf de afweging kan maken of hij daarvan gebruik zal maken. Bij het aanbevelen van een transactie of order in financiële instrumenten hoeft de voorwetenschap zelf niet bekend gemaakt te worden, maar kan het voldoende zijn dat de aanbeveling is gebaseerd op voorwetenschap. Dit kan in verschillende vormen, zoals bijvoorbeeld een ingewijde met positieve voorwetenschap die tegen een derde zegt: “*Ik zou maar snel aandelen in dit fonds kopen, en vraag me niet waarom.*” Ik ga hieronder nader in op ieder van de twee verbodsbepalingen.

8.4.1 Doorgifteverbod

Het doorgifteverbod is van toepassing op de ‘bekendmaking’ van voorwetenschap aan enige andere persoon. Het begrip ‘bekendmaking’ is niet nader gedefinieerd in de Verordening Marktmissbruik. Derhalve komt het vooral aan op een grammaticale uitleg van het begrip. Het begrip ‘bekendmaking’ in de Nederlandse taalversie sluit goed aan op enkele andere taalversies. In de Engelse taalversie van de Verordening Marktmissbruik wordt gesproken over ‘*disclosure*’, in de Duitse taalversie over ‘*Offenlegung*’, en in de Franse taalversie over ‘*divulgation*’. Deze taalversies wijzen alle in de richting van bekendmaking c.q. openbaarmaking. Op welke wijze dit gebeurt is niet van belang. De bekendmaking c.q. openbaarmaking kan op basis van woord, geschrift of anderszins gebeuren. Het moet wel zo zijn dat de voorwetenschap op een adequate manier wordt overgebracht. In de *CI000*-zaak, ter illustratie, werd door het CBb geoordeeld dat de directievoorzitter van Schuitema B.V. weliswaar mededelingen had gedaan, maar dat die niet voldoende concreet waren om daaruit af te kunnen leiden dat hij informatie over voorgenomen overnameplannen had meegedeeld.⁴

3 In artikel 17 lid 8 Verordening Marktmissbruik wordt een situatie beschreven waarin de uitgevende instelling voorwetenschap mededeelt aan een derde uit hoofde van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie. Hieruit lijkt te volgen dat de Europese wetgever er ook bij uitgevende instellingen vanuit gaat dat zij voorwetenschap alleen kunnen delen indien dit gebeurt uit hoofde van de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Daarbij zij opgemerkt dat dit natuurlijk niet helemaal mooi rond loopt, want taaltechnisch wringt het om bij een uitgevende instelling te spreken over “*werk, beroep of functie*”.

4 CBb 5 februari 2014, *JOR* 2014/71. Zie ook Rb. Rotterdam 12 juli 2012, *JOR* 2012/293, m.nt. Italianer.

Jumbo deed in 2009 een aankondiging dat zij het voornemen had om een openbaar bod op Super de Boer uit te brengen. Niet veel later gaf de CEO van C1000, een van de concurrenten van beide supermarktketens, een presentatie aan C1000 supermarkthouders. Tijdens deze presentatie deed hij een paar uitspraken die de suggestie wekten dat C1000 mogelijk eveneens interesse had in een overname van Super de Boer. Zo werd het volgende gezegd: “*We hebben de boot niet gemist.*” en “*Het is geen gelopen race.*”. Er werd een suggestie gewekt dat C1000 mogelijk ook een openbaar bod op Super de Boer zou gaan uitbrengen. Dit zou een koersopdrijvend effect hebben. Vervolgens opende iemand in de zaal een nieuwe effectenrekening en kocht aandelen Super de Boer. Zowel de CEO van C1000 als de persoon uit de zaal kreeg een boete opgelegd. De eerste boete werd opgelegd voor het mededelen van voorwetenschap, de tweede boete voor het handelen met voorwetenschap. Volgens het CBB waren de uitlatingen van de CEO onvoldoende concreet om te kwalificeren als voorwetenschap, met als gevolg dat de andere persoon geen voorwetenschap had ontvangen en dus ook niet het verbod op handel met voorwetenschap had overtreden.⁵

8.4.2 Aanbevelingsverbod

Het aanbevelingsverbod is van toepassing op het ‘aanbevelen’, ‘aanzetten’ en ‘aansporen’ van een derde om tot handel met voorwetenschap over te gaan.

Deze begrippen zijn niet nader gedefinieerd in de Verordening Marktmissbruik. Derhalve komt het vooral aan op een grammaticale uitleg van de begrippen. Het begrip ‘aanbevelen’ in de Nederlandse taalversie sluit goed aan op enkele andere taalversies. In de Engelse taalversie van de Verordening Marktmissbruik wordt gesproken over ‘*recommending*’, in de Duitse taalversie over ‘*Empfehlung*’, en in de Franse taalversie over ‘*recommender*’. Deze taalversies wijzen alle in de richting van aanbevelen. Bij aanbevelen gaat het erom dat iemand met bepaalde uitspraken of handelingen de aan- of verkoop van een financieel instrument aanprijst zonder daarbij de voorwetenschap te delen. Gelijktijdigheid van de aanbeveling en het ter beschikking hebben van voorwetenschap is voldoende om het aanbevelingsverbod te overtreden.

Ook de begrippen ‘aanzetten’ en ‘aansporen’ in de Nederlandse taalversie sluiten goed aan bij de andere taalversies. Zo staat in de Engelse taalversie ‘*inducing*’, in de Duitse taalversie ‘*Anstiftung*’ en in de Franse taalversie ‘*inciter*’. Het verschil met aanbevelen is m.i. dat de begrippen ‘aanzetten’ en ‘aansporen’ een ruimere betekenis hebben, en bijvoorbeeld ook druk, bedreiging of misleiding kunnen omvatten. De begrippen ‘aanzetten’ of ‘aansporen’ impliceren m.i. niet dat de ontvanger van de aansporing ook daadwerkelijk uitvoering moet hebben gegeven aan de aansporing door financiële instrumenten te hebben gekocht of verkocht. Het aanbevelingsverbod kan m.i. dus ook reeds worden overtreden als de aansporing niet wordt opgevolgd. Gelijktijdigheid van het aanzetten of aansporen en het beschikken over voorwetenschap is voldoende om het aanbevelingsverbod te overtreden.

⁵ Nelemans (2015), p. 31-32.

Dus als een persoon beschikt over voorwetenschap, is het niet toegestaan om “*op basis van die informatie*” een aanbeveling of aansporing te geven. De toevoeging ‘op basis van’ geeft ruimte om bepaalde aanbevelingen buiten het verbod te laten. In het licht van het *Spector*-arrest⁶ kan bijvoorbeeld worden gedacht aan aanbevelingen die tegengesteld zijn aan de voorwetenschap waarover wordt beschikt. Stel dat een persoon voorwetenschap heeft waaruit volgt dat er een openbaar bod zal worden uitgebracht op een uitgevende instelling, en dat deze persoon vervolgens iemand adviseert om zijn aandelen in deze uitgevende instelling per direct te verkopen om een *margin call* te beantwoorden. Dan is bij de aanbeveling geen gebruik gemaakt van voorwetenschap, omdat de aanbeveling is ingegeven door de *margin call* en niet de voorwetenschap. De aanbeveling was bovendien contrair aan de voorwetenschap waardoor er geen voordeel mee kon worden behaald.

8.4.3 Derde

Het doorgifteverbod en het aanbevelingsverbod gebruiken andere begrippen om de ontvanger van de voorwetenschap c.q. van de aanbeveling aan te duiden. Het doorgifteverbod hanteert het begrip ‘enige andere persoon’. In de Engelse taalversies is dat ‘*another person*’, in de Duitse taalversie ‘*einer Anderen Person*’, en in de Franse taalversie ‘*une autre personne*’. Het aanbevelingsverbod hanteert het begrip ‘derde’. In de Engelse taalversie is dat ‘*any other person*’, in de Duitse taalversie ‘*Dritten*’ en in de Franse taalversie ‘*une autre personne*’. In deze opsomming kan geen lijn worden ontdekt waaruit zou volgen dat de Europese wetgever een verschil heeft willen aanbrengen, en kunnen de begrippen ‘andere persoon’ en ‘derde’ m.i. door elkaar heen worden gebruikt.

Aangezien het begrip ‘derde’ niet gedefinieerd is, kan de vraag rijzen wat de reikwijdte ervan is. Meer in het bijzonder zou de vraag kunnen worden opgeworpen of primaire ingewijden, of een deel ervan, wel als derde kunnen worden aangemerkt omdat ze zo direct betrokken zijn bij de uitgevende instelling. Echter, in de praktijk moet ervan uit worden gegaan dat de begrippen ‘iedere andere persoon’ en ‘derde’ ruim moeten worden uitgelegd. Er zijn geen aanwijzingen te vinden in de totstandkomingsgeschiedenis van de Verordening Marktmissbruik dat primaire ingewijden, of andere personen, niet als derde hebben te gelden. Bovendien zou dit ook onwenselijk zijn. Het is namelijk zo dat iedere persoon die deelneemt in het kapitaal van de uitgevende instelling wordt gekwalificeerd als primaire ingewijde (artikel 8 lid 4 sub b Verordening Marktmissbruik) en daarmee zou anders de onwenselijke situatie ontstaan dat voorwetenschap vrij zou kunnen worden gedeeld met iedere aandeelhouder.

8.5 Uitzondering op het mededelingsverbod

In de praktijk speelt de uitzondering op het mededelingsverbod een cruciale rol. De vraag is regelmatig of het delen van de voorwetenschap valt binnen de uitzon-

6 HvJ EU 23 december 2009, zaak C-45/08, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans.

dering in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. In de considerans van de Verordening Marktmissbruik wordt relatief weinig tekst besteed aan deze *generalis* uitzondering. Het merendeel van de uitleg ziet op de *specialis* uitzondering voor marktpelingen. Echter, er zullen in beginsel meer gedragingen vallen binnen de uitzondering voor het delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, dan binnen de speciale uitzondering voor marktpelingen. Denk aan het delen van informatie binnen de uitgevende instelling of een transactieteam, of met een secretaresse, PR firm, advocaat, *investment banker* of accountant.

De speciale uitzondering voor marktpelingen daarentegen is beperkt tot verkopers van financiële instrumenten, weliswaar verkopers in verschillende hoedanigheden. Deze speciale uitzondering zal voor de meeste uitgevende instellingen vooral nuttig zijn bij emissies van nieuwe aandelen of herstructureringen. Handelaren kunnen gebruik maken van de speciale uitzondering bij grote, afwijkende transacties die buiten de normale handel liggen. En ten slotte kunnen bidders, hoewel een bidder optreedt als potentiële koper in plaats van verkoper, ervan gebruik maken bij het polsen van grootaandeelhouders.

8.5.1 *Reikwijdte uitzondering*

Vanwege het belang van de algemene uitzondering voor het delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, is het een gemiste kans dat de Verordening Marktmissbruik spaarzaam is over de reikwijdte.⁷ De Europese wetgever heeft ook boven de markt laten hangen in hoeverre het *RealDanmark*-arrest⁸ van het Hof van Justitie nog relevant wordt geacht.

In de *RealDanmark*-zaak had een lid van de raad van bestuur van RealDanmark aan de voorzitter van de vakbond voor werknemers in de financiële sector informatie meegedeeld over het plan om onderhandelingen te beginnen met het oog op een fusie met de Danske Bank. Het Hof diende zich uit te laten over de reikwijdte van de uitzondering voor het mededelen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Hiervoor geeft het Hof twee criteria: (i) er dient een nauwe band te bestaan tussen de mededeling en de uitoefening van het werk, het beroep of de functie; en (ii) de mededeling dient strikt noodzakelijk te zijn voor de uitoefening van dit werk, dit beroep of deze functie. De nationale rechter zal tegen de achtergrond van de toepasselijke nationale regels met name rekening dienen te houden met: (i) het feit dat deze uitzondering op het verbod om voorwetenschap mee te delen, restrictief moet worden uitgelegd; (ii) de omstandigheid dat elke aanvullende mededeling het risico van handel met voorwetenschap verhoogt; en (iii) met de gevoeligheid van de voorwetenschap. De kern van het *RealDanmark*-arrest is dus toch wel dat het delen van voorwetenschap verband moet houden met de functie en strikt noodzakelijk moet zijn, en dat de uitzondering restrictief moet worden uitgelegd.

⁷ Zie hierover R. de Rijk (2016), p. 30 en 31.

⁸ HvJ EU 22 november 2005, zaak C-384/02, NJ 2006, 336, m.nt. Mok en JOR 2006/49, m.nt. Kristen (*RealDanmark*).

De Europese wetgever heeft andere belangrijke arresten, zoals het *Spector*-arrest⁹ en het *Daimler*-arrest¹⁰, min of meer gecodificeerd door elementen daaruit op te nemen in de Verordening Marktmissbruik (overweging 24 van de considerans en artikel 7 lid 2 Verordening). Over het *RealDanmark*-arrest is niets in de Verordening Marktmissbruik opgenomen. Volgens De Rijk is het aannemelijk dat de Europese wetgever de kern van het *RealDanmark*-arrest om deze reden heeft willen laten varen.¹¹ Het kan ook betekenen dat de Europese wetgever het arrest juist in volle omvang heeft willen behouden. Dit zorgt voor een aanvullende laag van onzekerheid.

Volgens De Kluiver wordt de uitzondering in de praktijk terecht breed betrekkelijk breed uitgelegd.¹² Hoewel ik het ermee eens ben dat een uitgevende instelling in algemene zin de ruimte krijgt om voorwetenschap te delen met derden om de vennootschap en het bestuur normaal te kunnen laten functioneren, weet ik niet of de uitzondering betrekkelijk breed wordt uitgelegd, ook gezien het *RealDanmark*-arrest. De ruimte die de uitgevende instelling in de praktijk toekomt heeft volgens mij vooral te maken met het gegeven dat de uitgevende instelling zich doorgaans kan beroepen op de noodzakelijkheid van het delen van voorwetenschap, omdat anders bijzondere transacties of reguliere werkzaamheden lastig zijn uit te voeren.

De praktijk levert verschillende situaties op waarbij het soms evident is of het delen van informatie is toegestaan en soms niet. Ik geef een paar voorbeelden, eerst bij voorwetenschap over de uitgevende instelling en dan bij voorwetenschap over de handel. Deze voorbeelden zijn deels gebaseerd op (oude) *guidance* van toezichthouders.

8.5.2 *Reikwijdte uitzondering bij voorwetenschap over de uitgevende instelling*

Voor wat betreft het delen van voorwetenschap *binnen* de uitgevende instelling heeft noch de Europese noch de Nederlandse wetgever in het verleden een lijst met voorbeelden gegeven. Echter, zo lang de voorwetenschap binnen de uitgevende instelling wordt gedeeld en daar een goede reden voor is, omdat iemand de informatie nodig heeft om zijn functie goed uit te kunnen oefenen, dan zal dat m.i. normaal gesproken binnen de uitzondering vallen: de informatie blijft in beginsel binnen de muren van de uitgevende instelling, waardoor de kans op misbruik beperkt is, en de noodzakelijkheid kan worden onderbouwd indien een werknemer de informatie nodig heeft om door te kunnen gaan met zijn werk. Een secretaresse moet bijvoorbeeld de notulen van een RvB-vergadering, waarin mogelijk koersgevoelige informatie staat, aan de RvC-leden kunnen sturen.

Ten aanzien van het delen van voorwetenschap met personen *buiten* de uitgevende instelling heeft de Nederlandse wetgever in het verleden de volgende situaties

9 HvJ EU 23 december 2009, zaak C-45/08, JOR 2010/70, m.nt. Nelemans (*Spector Photo Group*).

10 Hv EU 28 juni 2012, zaak C-19/11, JOR 2012/259, m.nt. Hoff (*Gelt/Daimler*).

11 Zie De Rijk (2016), p. 36.

12 De Kluiver (2017), p. 164.

genoemd: het polsen van een grootaandeelhouder door eenieder in verband met een openbaar bod en het polsen van een grootaandeelhouder door de uitgevende instelling bij een uitgifte van aandelen.¹³ Deze situaties vallen nu onder de uitzondering voor marktpeilingen (artikel 11 Verordening Marktmissbruik).

De Nederlandse wetgever heeft in het verleden ook enkele aanvullende voorbeelden gegeven: (i) een uitgevende instelling die voornemens is een transactie (bijvoorbeeld een bedrijfsfusie of juridische fusie) te verrichten of te bewerkstelligen en die, om het mogelijke succes daarvan te staven, het stemgedrag van bestaande (groot)aandeelhouders polst; en (ii) een uitgevende instelling die voornemens is een ingrijpende strategische beslissing (bijvoorbeeld een acquisitie of het afstoten van een onderdeel van de onderneming) te nemen en die, om het mogelijke succes daarvan te staven, het stemgedrag van bestaande (groot)aandeelhouders polst.¹⁴ Deze situaties vallen niet onder de uitzondering voor marktpeilingen en zullen onder normale omstandigheden onder de uitzondering voor delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie kunnen vallen. In deze categorie valt ook het voorbeeld van het delen van voorwetenschap met de advocaat of de accountant van de uitgevende instelling.

De ruimte die de Nederlandse wetgever (en in het kielzog de AFM) met deze voorbeelden in het verleden aan de uitgevende instelling heeft geboden, lijkt in zekere zin op de ruimte die de Engelse toezichthouder, de FCA, aan de uitgevende instelling geeft. Volgens het *Disclosure Guidance and Transparency Rules sourcebook* (DTR) 2.5.7 kan het onder omstandigheden nodig zijn dat de uitgevende instelling voorwetenschap deelt met adviseurs, onderhandelingspartijen, *underwriters*, werknemersvertegenwoordigers, overheidsfunctionarissen, grootaandeelhouders, banken en *credit-rating agencies*. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn in geval van “*a major transaction which requires shareholder support or which could significantly impact its lending arrangements or credit-rating*”.

Het zijn niet alleen de uitgevende instellingen zelf die voorwetenschap delen met derde partijen. Ook werknemers kunnen voorwetenschap met partijen buiten de uitgevende instelling delen. De Nederlandse wetgever heeft in het verleden als voorbeelden genoemd een situatie waarin een secretaresse of persvoorlichter in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie koersgevoelige informatie aan een derde meedeelt.¹⁵ Dit zijn in beginsel ook normale gedragingen die binnen de uitzondering vallen. De persvoorlichter moet bijvoorbeeld een persbericht met koersgevoelige informatie aan de persdiensten kunnen versturen. De Engelse toezichthouder, de FCA, noemt verder ook nog een werknemer die voorwetenschap deelt met een overheidsinstantie op basis van wet- of regelgeving of anderszins voor het functioneren van de instantie (MAR 1.4.3).¹⁶

13 Artikel 3 Besluit Marktmissbruik Wft.

14 Zie Toelichting bij artikel 3 Besluit Marktmissbruik Wft, *Stb.* 2006/510, p. 32.

15 Toelichting bij artikel 3 Besluit marktmissbruik Wft, *Stb.* 2006/510, p. 32.

16 De Engelse toezichthouder noemt ook voorbeelden van het illegaal delen van voorwetenschap, zoals het delen van voorwetenschap in een sociale context, het selectief delen van voorwetenschap met bepaalde analisten, het delen van informatie over de ontvangst van een *bid letter* met een hoge biedpremie met een vriend (MAR 1.4.2 en 1.4.6).

Hoewel het in veel gevallen duidelijk zal zijn of het delen van de voorwetenschap binnen de uitzondering valt of niet,¹⁷ zullen er ook minder evidente gevallen zijn. Ik geef een voorbeeld. Stel dat een activistische aandeelhouder een duidelijke strategie heeft geformuleerd om een uitgevende instelling onder druk te gaan zetten en op het punt staat om een koersgevoelige ‘Dear Board’-brief aan het bestuur te gaan sturen. In hoeverre kan de activistische aandeelhouder, voor het versturen van de brief, nog andere aandeelhouders benaderen om hun steun voor de actie te verkrijgen? Valt dit binnen de normale uitoefening van werk, beroep of functie? Dat is niet zomaar te zeggen.

Bedrijven, adviseurs en toezichhouders zullen er niet aan ontkomen om soms ook in grijze gebieden te manouvreren. Als het onzeker is, heeft een partij die voorwetenschap wenst te delen drie opties: (i) besluiten om de informatie niet te delen; (ii) voor zover mogelijk, in overleg treden met de toezichthouder over het voorgenomen delen; of (iii) het delen met waarborgen omkleden. In de laatste twee gevallen zou de partij in ieder geval moeten kunnen betogen dat het delen van de voorwetenschap legitiem is, althans geen afbreuk doet aan de doelstellingen van de Verordening Marktmissbruik. Een toezichthouder zou in alle redelijkheid naar de argumenten moeten kijken, waarbij uiteraard wat van de deler van de informatie mag worden verwacht. In mijn optiek zou de deler in ieder geval rekening moeten houden met drie uitgangspunten:

- (i) Het eerste punt is subsidiariteit. Voorwetenschap mag alleen worden gedeeld indien:
 - a) het redelijkerwijs vereist is voor de uitvoering van werk, beroep of functie (zoals bijvoorbeeld een secretaresse, persvoorlichter, advocaat of accountant die voorwetenschap ontvangt of doorgeeft);
 - b) het redelijkerwijs vereist is dat er wordt gepolst, dat wil zeggen dat het nodig is om een inhoudelijke reactie te hebben van de beoogde ontvanger van de voorwetenschap om een besluit te kunnen nemen over een belangrijke aangelegenheid ten aanzien van de uitgevende instelling;¹⁸ of
 - c) het redelijkerwijs vereist is om te voldoen aan wet- en regelgeving.
- (ii) Het tweede punt is proportionaliteit.¹⁹ De beoogde ontvanger van de voorwetenschap dient niet meer informatie te ontvangen dan nodig is.
- (iii) Het derde punt is vertrouwelijkheid die wordt opgelegd aan de ontvanger van de voorwetenschap, voor zover de ontvanger van de informatie nog geen contractuele of wettelijke verplichting heeft om de te ontvangen informatie vertrouwelijk te houden.²⁰

Deze uitgangspunten wijken niet veel af van de guidance van de FCA in MAR 1.4.5:

18 De eis van subsidiariteit in verband met activiteiten die lijken op polsen, is geïnspireerd op artikel 11 lid 2 sub b Verordening Marktmissbruik over marktpeilingen en het *RealDanmark*-arrest. Onder het oude Nederlandse recht werd er ook vanuit gegaan dat het polsen “redelijkerwijs noodzakelijk” moest zijn.

19 De eis van proportionaliteit is afgeleid van artikel 11 lid 2 sub a Verordening Marktmissbruik.

20 De Rijk wijst in deze context op het belang of voldoende *awareness* is gecreëerd bij de ontvanger van de voorwetenschap en de (wettelijke) verantwoordelijkheden die dat met zich brengt en of de ontvanger is onderworpen aan een geheimhoudingsplicht. Zie De Rijk (2016), p. 36-39.

“The following factors are to be taken into account in determining whether or not the disclosure was made by a person in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties, and are indications that it was:

- (i) *whether the disclosure is permitted by the rules of a trading venue a prescribed auction platform of the FCA or the Takeover Code; or*
- (ii) *whether the disclosure is accompanied by the imposition of confidentiality requirements upon the person to whom the disclosure is made and is:*
 - a) *reasonable and is to enable a person to perform the proper functions of his employment, profession or duties; or*
 - b) *reasonable and is (for example, to a professional adviser) for the purposes of facilitating or seeking or giving advice about a transaction or takeover bid; or*
 - c) *reasonable and is for the purpose of facilitating any commercial, financial or investment transaction (including prospective underwriters or placees of securities); or*
 - d) *reasonable and is for the purpose of obtaining a commitment or expression of support in relation to an offer which is subject to the Takeover Code; or*
 - e) *in fulfilment of a legal obligation, including to employee representatives or trade unions acting on their behalf.”*

Hoewel er geregeld voorwetenschap wordt gedeeld voor bedrijfsmatige doeleinden, zijn er weinig zaken waarin de toezichthouder heeft geoordeeld dat het delen buiten de uitzondering viel. Een Nederlandse zaak waarin een beroep op de uitzondering niet werd ingewilligd was de *Spyker*-zaak. Een van de bestuurders van Spyker Cars N.V., die via een BV middellijk aandeelhouder was van Spyker Cars N.V., overtrad het doorgifteverbod door in een e-mailbericht aan een bank door te geven dat de volgende dag een positief persbericht zou worden uitgebracht ten aanzien van Spyker Cars N.V. Omdat de bestuurder deze informatie niet aan zijn bank doorgaf als bestuurder van Spyker Cars N.V. maar als bestuurder van zijn BV, althans als (middellijk) aandeelhouder in Spyker Cars N.V., kon hij zich niet beroepen op de uitzondering. Dit vanwege het feit dat de uitzondering alleen zou gelden voor het geval de betrokkene als bestuurder van Spyker Cars N.V. zou hebben gehandeld, hetgeen niet het geval was.²¹

8.5.3 *Reikwijdte uitzondering bij voorwetenschap over de handel*

In de literatuur en in de praktijk wordt weinig aandacht besteed aan het delen van voorwetenschap over de handel en de reikwijdte van de uitzondering daarbij. Er zijn verschillende situaties waarin vragen rijzen over de legaliteit van het delen van voorwetenschap met derden. Ik geef een paar voorbeelden.

Een deel van het werk van brokers is het uitvoeren van orders van klanten en het vinden van liquiditeit voor die klanten. Normaal gesproken hebben brokers geen voorwetenschap over de uitgevende instelling. Wel kunnen zij voorwetenschap over de handel hebben door hun contacten met kopende en verkopende partijen. Zo kan een broker eerder op de hoogte zijn van een grote order, waarvan mogelijk koersinvloed uitgaat, dan andere partijen in de markt. Brokers mogen deze informatie niet zonder meer delen met derden, maar alleen als dit gebeurt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Er zijn uiteraard situaties waar-

²¹ Vznr. Rb. Rotterdam 21 juli 2008, *JOR* 2008/273, m.nt. Hoff (*Spyker*). Zie verder HR 6 oktober 2009, *RF* 2012/12 (*HIM Furness*).

in een broker met een collega de order wil bespreken, bijvoorbeeld hoe deze order het beste kan worden uitgevoerd. De collega, ook al zit deze naast de broker met de voorwetenschap, is een derde. Het delen van deze informatie met een collega om professionele redenen valt m.i. binnen de uitzondering: de informatie blijft in beginsel binnen de muren van het bedrijf, waardoor de kans op misbruik beperkt is en de noodzakelijkheid kan worden onderbouwd indien een werknemer de informatie deelt met als doel zijn functie op een normale manier uit te oefenen.

Er zijn ook situaties waarin een grote kooporder moet worden uitgevoerd en de broker met partijen belt om te onderzoeken of zij stukken kunnen leveren om de order te vullen. De broker zal dan wel kenbaar maken dat hij op zoek is naar stukken, maar wellicht niet alle informatie over de order kenbaar maken zoals de grootte en de periode waarin de stukken moeten worden geleverd. Zodra de broker op zoek gaat naar één of meerdere tegenpartijen kan het wel zo zijn dat in de markt gaat circuleren dat er een grote koper actief is in de markt en het kan zelfs zo zijn dat een partij die gebeld is stukken in de markt gaat kopen om uiteindelijk te kunnen leveren. In veel gevallen zal dit niet hebben te gelden als het delen van voorwetenschap, omdat doorgaans geen concrete informatie over de order wordt doorgegeven. En voor zover al concrete informatie over de order zou worden gedeeld, is het aannemelijk dat dit delen binnen de uitzondering valt zo lang het delen van de informatie redelijkerwijs vereist is om een transactie tot stand te kunnen brengen.²² Het zoeken van liquiditeit in de markt is een normaal onderdeel van het werk van een broker. De broker zal er wel verstandig aan doen te letten op de uitgangspunten genoemd in paragraaf 8.5.2.

In de bovenstaande twee voorbeelden wordt geleund op de uitzondering voor het delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Nu is het zo dat de Europese wetgever een speciale uitzondering heeft opgenomen voor secundaire aanbieders van financiële instrumenten, waaronder ook brokers vallen, die bij tegenpartijen de belangstelling voor een aankoop van stukken willen peilen (artikel 11 lid 1 sub b Verordening Marktmisbruik). Deze uitzondering lijkt beperkt te zijn tot verkooptransacties. Zo wordt in het artikel verwezen naar het peilen van “*potentiële beleggers*” door een “*aanbieder van een financieel instrument*” en het gaat om een bepaalde “*verkoopmethode*”. Dat betekent dat brokers niet meteen kunnen vertrouwen op de uitzondering voor marktpeilingen wanneer zij optreden voor een aankopende partij. Bovendien moet het gaan om marktpeilingen bij een transactie die in hoeveelheid en waarde afwijkt van “*normale handel*” en waarbij de verkoop geschiedt op basis van een voorafgaande analyse van de potentiële belangstelling. Het punt hierbij is dat het begrip ‘normale handel’ niet is gedefinieerd. Het is ook niet duidelijk of het referentiepunt voor het bepalen van een eventuele afwijking van het normale niveau de handel van de broker in

22 De Engelse toezichthouder, de FCA, heeft een voorbeeld genoemd in haar richtlijnen van een situatie waarin een broker een potentiële koper voorwetenschap verstrekt over de identiteit van de ingewijde of het doel van de transactie. Dit is volgens de FCA niet meteen te kwalificeren als het illegaal delen van voorwetenschap als (i) het delen noodzakelijk is en alleen dient voor het tot stand brengen van de verkoop, (ii) de liquiditeit van het aandeel zodanig is dat de transactie niet op een andere manier tot stand kan komen, en (iii) de transactie niet op een andere wijze tot stand kan komen zonder de markt te verstoren (MAR 1.4.4A en MAR 1.4.6).

kwestie is of van de markt als geheel. Moeten de hoeveelheid en waarde groter zijn dan wat de broker normaal verhandelt of groter dan wat er in de markt wordt verhandeld? Dat betekent dat onzeker is wanneer een broker gebruik kan maken van de uitzondering voor marktpeilingen en het verstandig lijkt om in ieder geval te voldoen aan de uitgangspunten genoemd in paragraaf 8.5.2.

8.6 Enkele toepassingsvragen

Hiervoor zijn het mededelingsverbod en de uitzonderingen behandeld. Ik wil nu ingaan op een aantal bijzondere situaties waarmee een uitgevende instelling te maken kan krijgen, om te zien hoe het verbod en de uitzondering consequent toegepast kunnen worden. Hieronder volgen enkele situaties in de context van activistische aandeelhouders en openbare bedingen waarbij wordt bekeken hoe met het mededelingsverbod en de uitzondering daarop dient te worden omgegaan. Uiteraard is de werkelijkheid vaak complexer dan de hieronder beschreven situaties en hangen de mogelijkheden van het delen van informatie af van de specifieke omstandigheden en feiten.

8.6.1 *Druk van een activistische aandeelhouder*

In de afgelopen jaren hebben Nederlandse uitgevende instellingen regelmatig de druk van activistische aandeelhouders ervaren. Een activistische aandeelhouder probeert doorgaans in samenwerking met enkele ontevreden aandeelhouders en financieel krachtige partijen aan te sturen op een strategiewijziging, splitsing, verkoop of fusie van de onderneming. Zo heeft iedereen kunnen lezen over de druk die Elliott Advisors op AkzoNobel heeft gevestigd.²³ Verder kon worden gelezen dat Third Point de focus op Philips leek te hebben gericht.²⁴ Informatie over dergelijke interesse van een activistische aandeelhouder kan waardevol zijn en zelfs kwalificeren als voorwetenschap. Zo berichtte het *FD* dat het nieuws over Third Point resulteerde in een koerswinst van 6,4%: “*Beleggers reageren enthousiast op het bericht dat een activistische aandeelhouder zijn pijlen op Philips heeft gericht. Het aandeel van het Eindhovense technologiebedrijf was maandag met een koerswinst van 6,4% het best presterende AEX-aandeel.*”²⁵

De vraag is dan ook hoe moet worden omgegaan met dergelijke informatie in het licht van het mededelingsverbod en in hoeverre de uitzondering ruimte biedt om voorwetenschap te delen. Ik bespreek eerst de aanloop naar een ‘*Dear Board*’-brief en daarna de mogelijkheid van de uitgevende instelling om informatie met een activistische aandeelhouder te delen.

De aanloop naar een ‘Dear Board’-brief

Een activistische aandeelhouder zal doorgaans met (potentiële) aandeelhouders van de uitgevende instelling spreken in hoeverre er draagvlak is voor het opvoe-

23 Zie o.m. ‘Activistische belegger eist dat Akzo in gesprek gaat met PPG’, *NRC*, 22 maart 2017.

24 Zie ‘Activistische aandeelhouder bouwt belang op in Philips’, *Financieel Dagblad*, 19 juni 2017.

25 Ibidem.

ren van de druk op het bestuur van de uitgevende instelling. Daarbij kan ook worden gesproken met banken, financiers en mogelijke bidders die nodig zijn om gewicht achter het activisme te zetten. Dergelijke gesprekken worden niet belemmerd door het mededelingsverbod zolang daarbij geen voorwetenschap wordt gedeeld. Niet iedere actie van een activistische aandeelhouder heeft meteen een mogelijke invloed op de koers van de uitgevende instelling. Het moet wel gaan om een actie die een wezenlijke invloed kan hebben op bijvoorbeeld de strategie of de zeggenschap in de uitgevende instelling. En als dat zo is, dan betekent dat niet meteen dat informatie over de voorbereidingen van zo'n actie als voorwetenschap kwalificeert. Zeker in de voorbereidende fase zal er vaak nog geen sprake zijn van voorwetenschap, omdat de situatie nog onzeker is en daarmee de informatie onvoldoende concreet om te kwalificeren als voorwetenschap. Naarmate de contouren van de strategie van de activistische aandeelhouder duidelijker worden, en de informatie concreter, kan op een gegeven moment voorwetenschap ontstaan. Dan is de vraag in hoeverre het mededelingsverbod belemmerend werkt. Kan de activistische aandeelhouder zijn plan delen met een andere aandeelhouder of een andere partij? De uitzondering voor marktpeilingen biedt hiervoor geen directe waarborg omdat het bij activisme in beginsel niet gaat om een voorgenomen verkoop van aandelen (artikel 11 lid 1 Verordening Marktmissbruik) of een openbaar bod (artikel 11 lid 2 Verordening Marktmissbruik) maar om een koerswijziging. Er zal dus moeten worden teruggevallen op de uitzondering voor het delen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Aangezien het regelmatig om grijze gebieden gaat, is het goed om in ieder geval rekening te houden met de uitgangspunten beschreven in paragraaf 8.5.2. Een activistische aandeelhouder zal voorwetenschap alleen kunnen delen als het in ieder geval redelijkerwijs vereist is dat er wordt gepolst, dat wil zeggen dat het nodig is om een inhoudelijke reactie te hebben van de beoogde ontvanger van de voorwetenschap, bijvoorbeeld andere aandeelhouders, om een besluit te kunnen nemen over een belangrijke aangelegenheid ten aanzien van de uitgevende instelling. Daarnaast gelden nog de uitgangspunten van proportionaliteit en vertrouwelijkheid.

De 'Dear Board'-brief en informatieverstrekking

Op een gegeven moment zal een activistische aandeelhouder mogelijk in contact willen treden met het bestuur van de uitgevende instelling of een 'Dear Board'-brief willen sturen. Laten we ervan uitgaan dat de strategie van de activistische aandeelhouder en/of de inhoud van de brief kwalificeert als voorwetenschap, aangezien het hier om een beruchte activistische aandeelhouder gaat die een stevig pakket eisen bij de uitgevende instelling wil gaan neerleggen. Er is geen speciale uitzondering voor het delen van voorwetenschap geschapen door een derde, in dit geval voorwetenschap ontstaan bij een activistische aandeelhouder, met het bestuur van de uitgevende instelling.²⁶ Dergelijke communicatie kan dus

26 Vaak wordt dit gemakshalve mogelijk geacht, omdat de informatie nog niet concreet zou zijn en dus nog geen voorwetenschap is, of omdat men ervan uitgaat dat de activistische aandeelhouder niet kwalificeert als primaire of secundaire ingewijde. Echter, het kan zo zijn dat een activistische aandeelhouder, voordat een brief wordt verstuurd aan het bestuur van de uitgevende instelling, reeds over voorwetenschap beschikt (zie bijvoorbeeld de koersuitslag bij Philips; 'Activistische aandeelhouder bouwt belang op in Philips', *Financieel Dagblad*, 19 juni 2017). Bovendien lijkt het erop dat activistische aandeelhouders onder de Verordening Marktmissbruik binnen de definitie van secundaire ingewijde vallen (zie paragraaf 8.3).

alleen plaatsvinden als dit gebeurt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Met een beetje inlevingsvermogen kan dit worden geconstrueerd. Een belangrijk onderdeel van het werk van een activistische aandeelhouder is namelijk het in gesprek treden met het bestuur van de uitgevende instelling. Daarnaast bestaan er in deze situatie geen echte spanningen met beginselen van subsidiariteit, proportionaliteit en vertrouwelijkheid, zoals omschreven in paragraaf 8.5.2.

Na ontvangst van de brief zal het bestuur zich gaan beraden op een gepast antwoord. Dit is een complexe afweging, en van vele omstandigheden afhankelijk. Ik richt me nu even op een klein onderdeel van een mogelijk antwoord, en dat is het verstrekken van informatie door het bestuur van de uitgevende instelling aan de activistische aandeelhouder. In sommige gevallen zal het bestuur van de uitgevende instelling de activistische aandeelhouder mogelijk bepaalde informatie willen verstrekken om zijn zorgen deels weg te nemen. Dit kan bijvoorbeeld gaan om voorlopige resultaten, vroegtijdige plannen voor een gewijzigde strategie of premature voorbereidingen voor de verkoop van bedrijfsonderdelen. Als de informatie nog weinig concreet is, dan kwalificeert deze mogelijk nog niet als voorwetenschap. Echter, als deze informatie wel kwalificeert als voorwetenschap en nog niet is gepubliceerd, dan mag het bestuur deze informatie niet delen met de activistische aandeelhouder tenzij dit in de normale uitoefening van werk, beroep of functie zou zijn. De vraag is dan of het redelijkerwijs vereist is dat de activistische aandeelhouder de voorwetenschap ontvangt, en tevens dat er niet mee kan worden gewacht totdat de voorwetenschap op grond van de openbaarmakingsplicht aan de gehele markt kenbaar wordt gemaakt. Deze vraag zal m.i. op basis van het subsidiariteitsbeginsel doorgaans ontkennend moeten worden beantwoord.

8.6.2 *De voorbereiding van een openbaar bod*

Hieronder bespreek ik de situatie waarin een potentiële bidder voorbereidingen treft voor een openbaar bod, al dan niet naar aanleiding van het optreden van een activistische aandeelhouder. Bij de voorbereiding van een openbaar bod zijn verschillende partijen betrokken en wordt er ook geregeld informatie uitgewisseld. De vraag is regelmatig of bepaalde voorwetenschap kan worden gedeeld en onder welke voorwaarden.

De voorbereidende en polsende bidder

Het start allemaal met de wens van een partij om een openbaar bod op een uitgevende instelling te overwegen. Deze partij wil doorgaans polsen of een aantal grootaandeelhouders bij een eventueel openbaar bod hun stukken willen aanbieden om zodoende een voldoende belang te kunnen verwerven. Een bidder zal dan mogelijk zijn intentie, plannen en/of een *bid range* met de grootaandeelhouders willen delen. Afhankelijk van hoe concreet de plannen en informatie zijn, kan de informatie voorwetenschap bevatten. De potentiële bidder kan deze voorwetenschap delen met de grootaandeelhouders aangezien er een speciale uitzondering is voor het polsen in de context van openbare biedingen en fusies (artikel 11 lid 2 Verordening Marktmissbruik), mits aan de daarin gestelde vereisten wordt voldaan. Een van de eisen is dat alleen voorwetenschap wordt verstrekt die “nodig”

is om hen in staat te stellen om deelname aan het openbaar bod te overwegen. In de praktijk lijkt deze beperking weinig toe te voegen, omdat een aandeelhouder die het aanbieden van een belang overweegt al snel zal kunnen zeggen dat alle voorwetenschap t.a.v. de uitgevende instelling voor hem 'nodig' is om tot een goede afweging te komen.

Contact met de doelvennootschap

Op een gegeven moment kan de potentiële bieder contact willen opnemen met het bestuur van de uitgevende instelling, om af te tasten of het bestuur een vriendelijk bod eventueel wenst te steunen. Afhankelijk van hoe concreet het plan en de informatie zijn, kan de informatie voorwetenschap bevatten.²⁷ Net als hiervoor is opgemerkt, is er geen speciale uitzondering voor het delen van voorwetenschap geschapen door een derde, in dit geval voorwetenschap ontstaan bij een potentiële bieder, met het bestuur van de uitgevende instelling. Niettemin kan de potentiële bieder de voorwetenschap ten aanzien van zijn voornemens met de doelvennootschap delen, aangezien het voor het slagen van het bod redelijkerwijs vereist is om te weten wat het standpunt van het bestuur van de uitgevende instelling zal zijn. Daarnaast bestaan er in deze situatie geen echte spanningen met beginselen van subsidiariteit, proportionaliteit en vertrouwelijkheid zoals omschreven in paragraaf 8.5.2. Vanaf het moment dat de doelvennootschap op de hoogte is gesteld van de intenties van de potentiële bieder, beschikt ook de doelvennootschap over voorwetenschap, namelijk over de mogelijkheid dat er een openbaar bod wordt uitgebracht op de uitgevende instelling. Deze informatie hoeft zij niet direct te publiceren als wordt voldaan aan de uitstelregeling. De doelvennootschap kan de informatie over het eventuele bod alleen met derden delen als dit gebeurt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie (zie voor de uitgangspunten paragraaf 8.5.2).

Het kan zo zijn dat de potentiële bieder meer informatie wil delen met de doelvennootschap dan enkel de eigen intenties om een openbaar bod uit te brengen. Zo is het niet ongebruikelijk dat de potentiële bieder reeds weet heeft of een eventueel openbaar bod zal worden gesteund door een aantal grootaandeelhouders. Mag de potentiële bieder informatie over zijn gesprekken met grootaandeelhouders delen met het bestuur van de doelvennootschap of andere grootaandeelhouders? Het enkele feit dat een aandeelhouder een openbaar bod steunt is niet meteen voorwetenschap ten aanzien van de doelvennootschap. Echter, in een situatie waarin de grootaandeelhouder een doorslaggevend aantal aandelen heeft, kan dit wel voorwetenschap zijn, omdat het wat zegt over de kans dat een openbaar bod bij het uitbrengen ervan zal slagen. In het geval dat de steun van een grootaandeelhouder als voorwetenschap is te kwalificeren, kan de potentiële bieder de informatie delen met het bestuur als dit gebeurt in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn als het standpunt van het bestuur, of het een bod zal steunen of niet, mede afhangt van de steun van bepaalde aandeelhouders en dat het daarom redelijkerwijs vereist is dat het bestuur op de hoogte is van het standpunt van een belangrijke aandeelhouder. Er

²⁷ Zie bijvoorbeeld de feiten in de *Corporate Express*-zaak: CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/166, m.nt. Van Veersen.

zijn in deze situatie ook geen echte spanningen met beginselen van subsidiariteit, proportionaliteit en vertrouwelijkheid (paragraaf 8.5.2).

Informatie van de doelvennootschap

In een dergelijke conversatie is het niet altijd alleen de doelvennootschap die informatie verkrijgt. Ook de potentiële bidder kan mogelijk voorwetenschap van de doelvennootschap ontvangen, als de doelvennootschap bijvoorbeeld een reactie geeft op de prijs die de potentiële bidder in gedachten heeft. Er dient m.i. wel een onderscheid te worden gemaakt tussen de voorwetenschap die de potentiële bidder zelf heeft geschapen, en eventuele aanvullende voorwetenschap die de potentiële bidder van de doelvennootschap verkrijgt in de vorm van een reactie. Niet iedere reactie van de doelvennootschap kwalificeert als aanvullende voorwetenschap.²⁸ Dat hoeft zelfs niet zo te zijn als er een reactie op de “*bid range*” komt. Als de doelvennootschap zegt dat de “*bid range*” veel te laag is, dan kan het zo zijn dat hiermee aanvullende voorwetenschap wordt gedeeld, met name wanneer die conclusie over de prijs wordt gedragen of is onderbouwd met nog niet door de doelvennootschap gepubliceerde (financiële) informatie. Het kan ook zijn dat het gewoon een onderhandelingsstactiek is van de doelvennootschap om de boot af te houden of op een hogere prijs aan te sturen, in welk geval er niet meteen sprake is van aanvullende voorwetenschap. Er zal moeten worden beoordeeld of de reactie op zichzelf als aanvullende voorwetenschap kwalificeert. Als dat zo is,²⁹ dan kan de potentiële bidder deze voorwetenschap niet zomaar delen met bijvoorbeeld grootaandeelhouders met wie de bidder reeds contact had of nog contact wilde leggen. Dat zou uitsluitend kunnen als er geen vertrouwelijkheid is afgesproken met de uitgevende instelling en de aanvullende voorwetenschap nodig is om de grootaandeelhouders in staat te stellen voor zichzelf uit te maken of zij (nog steeds) bereid zijn op het bod in te gaan (artikel 11 lid 2 Verordening Marktmissbruik).

Het is ook mogelijk dat de potentiële bidder en de doelvennootschap overeenkomen dat de bidder *due diligence*-onderzoek mag uitvoeren. De informatie die de doelvennootschap aan de potentiële bidder verstrekt, behoort in beginsel geen voorwetenschap te bevatten. Als er wel voorwetenschap bij zit, dan is de vraag of de doelvennootschap deze niet reeds openbaar had moeten maken. Maar het kan zo zijn dat de uitgevende instelling sommige informatie nog niet heeft gepubliceerd en zich voor deze informatie op de uitstelregeling beroept. Zo kan het zijn dat enige tijd voor de publicatie van de halfjaarcijfers reeds blijkt dat de geprognosticeerde winst hoger zal uitvallen. De vraag kan zich dan voordoen of het is toegestaan om deze informatie, aannemende dat het voorwetenschap betreft,³⁰ reeds te delen met de potentiële bidder op basis van de uitzondering voor het delen in de normale uitoefening van werk beroep of functie. Dit hangt m.i. ervan af of het redelijkerwijs vereist is om de informatie over de halfjaarcijfers op dat moment reeds te delen met de potentiële bidder of dat kan worden gewacht totdat de half-

28 Zie hierover Perrick/Chang (2008), p. 120; Doorenbos (2008), p. 883.

29 Wanneer de potentiële bidder aanvullende voorwetenschap ontvangt, is ook *stakebuilding* niet langer toegestaan. Hij zal dit dan per direct moeten staken.

30 Ook hier geldt dat, als de bidder tijdens het *due diligence*-onderzoek de beschikking krijgt over aanvullende voorwetenschap, *stakebuilding* niet langer is toegestaan.

jaarcijfers aan de gehele markt kenbaar worden gemaakt. Indien er geen bijzondere urgentie is, zal het m.i. lastig zijn om de uitzondering in te roepen. Anders ontstaat er spanning met het uitgangspunt van subsidiariteit (paragraaf 8.5.2).

8.7 Vertrouwelijkheid

Op grond van artikel 17 lid 8 Verordening Marktmissbruik dient een uitgevende instelling ervoor te zorgen dat, als voorwetenschap wordt gedeeld met een derde, op die derde een geheimhoudingsplicht rust:

“Indien een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt, of een persoon die namens of voor rekening van die instelling of deelnemer handelt, voorwetenschap mededeelt aan een derde uit hoofde van de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie, zoals bedoeld in artikel 10, lid 1, moet hij de betreffende informatie volledig en doeltreffend openbaar maken, gelijktijdig als het een opzettelijke openbaarmaking betreft en onverwijld als het een onopzettelijke openbaarmaking betreft. Dit lid is niet van toepassing indien de persoon die de informatie ontvangt een geheimhoudingsplicht heeft, ongeacht of die gebaseerd is op wet- of regelgeving, statutaire bepalingen of een overeenkomst.”

Mocht er geen wettelijke of contractuele geheimhoudingsplicht zijn, dan ligt het voor de hand dat de uitgevende instelling een *confidentiality & standstill agreement* met de derde sluit alvorens de voorwetenschap wordt gedeeld. Het kan nuttig zijn om bij een dergelijke overeenkomst aan te sluiten bij de inhoudelijke eisen opgenomen in artikel 11 lid 5 sub b t/m d Verordening Marktmissbruik die gelden voor marktpeilingen.

Zoals uiteengezet in paragraaf 8.5.2 is het goed om ook bij het delen van voorwetenschap in de normale uitoefening van werk, beroep of functie, vertrouwelijkheid op te leggen als er niet reeds een overeenkomst van vertrouwelijkheid is. Dit is geen expliciete eis, maar bij een beoordeling of het delen legitiem was, is dit een factor die door de toezichthouder kan worden meegewogen en het is ook in het belang van de deler dat de informatie zich niet verder zal verspreiden.

8.8 Slot

In dit hoofdstuk is het mededelingsverbod behandeld. Naast een bespreking van de specifieke verbodsbepalingen en de uitzonderingen, ben ik ingegaan op een aantal bijzondere contexten zoals het delen van voorwetenschap over de handel en het delen van voorwetenschap in de context van activistische aandeelhouders en openbare biedingen. Hieruit volgt dat het in sommige situaties niet zo eenduidig is of het delen van voorwetenschap is toegestaan. Ik heb aangegeven dat in mijn optiek een deler in dergelijke situaties in ieder geval rekening zou moeten houden met drie uitgangspunten bij het delen van de voorwetenschap: (i) subsidiariteit, (ii) proportionaliteit en (iii) vertrouwelijkheid. Een toezichthouder zou m.i. deze punten in alle redelijkheid moeten meewegen bij de beoordeling van de legitimiteit van het delen van de voorwetenschap.