

TIM STEVENS

Hedge funds en marktmanipulatie

Inleiding

In (dreigende) conflicten tussen management en actieve beleggers zullen beide kampen met argusogen bezien of de ander zich aan de regels houdt. Op het eerste gezicht zijn de beleggers wat betreft de compliance-last sterk in het voordeel. Het management is immers aan veel meer regels onderworpen dan aandeelhouders. Deze asymmetrie is wellicht uiteindelijk een logisch gevolg van het feit dat het management “er in zit” voor de onderneming en alle daarbij betrokkenen, terwijl aandeelhouders in beginsel ongestoord hun eigen belang mogen nastreven.

Maar compleet vrij zijn de beleggers niet. Ook zij hebben zich aan een paar regels te houden. Deze bijdrage focust op het betrekkelijk recente verbod op marktmanipulatie. Sinds 1 oktober 2005 is de Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 onder vigeur van de Europese Richtlijn Marktmissbruik verrijkt met strafbaarstelling van een viertal gedragingen, die alle zien op het waarborgen van een gerechtvaardigde koersvorming. Deze vier gedragingen gaan tezamen door het leven onder de noemer “marktmanipulatie”.

Het verbod op marktmanipulatie is geschreven ter bescherming van de markt, lees de beleggers; indien het bestuur van een onderneming het verwijt van marktmanipulatie jegens een activistische belegger in stelling brengt, werpt het bestuur zich derhalve op als beschermheer van de overige, minder actieve beleggers. Dat is op zich uitstekend: het bestuur dient (ook) de belangen van “de” aandeelhouders te behartigen en wat dat belang vergt hoeft niet samen te vallen met wat één of enkelen van hen claimen. Maar het betekent wel dat het bestuur voorzichtig dient te opereren, omdat lang niet altijd zeker is dat de ove-

rige aandeelhouders van deze goede bedoelingen gediend zijn.

Marktmanipulatie

Artikel 46b lid 1 Wet Toezicht Effectenverkeer 1995 verbiedt (cursiveringen toegevoegd):

- a. een transactie of handelsorder in effecten te verrichten of te bewerkstelligen waarvan een *onjuist of misleidend signaal* uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van die effecten;
- b. een transactie of handelsorder in effecten te verrichten of te bewerkstelligen teneinde de koers van die effecten op een *kunstmatig niveau* te houden;
- c. een transactie of handelsorder in effecten te verrichten of te bewerkstelligen waarbij gebruik wordt gemaakt van *bedrog of misleiding*; of
- d. *informatie te verspreiden* waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van effecten, terwijl de verspreider van die informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is.

De gedraging sub d. verschilt daarin van die in a. t/m c. dat er feitelijk geen transactie verricht hoeft te worden of een order ingelegd; de enkele verspreiding van informatie leidt tot strafbaarheid. Bij de andere gedragingen gaat het wel om orders en transacties.

Het wetsartikel blinkt niet uit in helderheid. Dit komt waarschijnlijk omdat de bepalingen een breed scala aan handelingen proberent te dekken, en bovendien de markt zo creatief is dat nieuwe soorten gedragingen en handelstrategieën continu ontwik-

keld worden. Enige geruststelling kan ontleend worden aan de opsomming van voorbeelden van gedragingen, opgenomen in het CESR-advies van augustus 2004¹ en de brochure van de AFM “Verbod Marktmanipulatie”² en de “signalen” opgenomen in artikel 1(2)(c) van de Richtlijn Marktmissbruik³ en in de artikelen 4 en 5 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking⁴. Bijvoorbeeld het tegelijk inleggen van grote koop- en verkooporders, die vervolgens automatisch gematched worden en een hoog handelsvolume suggereren: men zal het gauw eens zijn dat met dergelijke gedragingen geen redelijk belang wordt gediend. Maar wat als een belegger meent dat een aandeel is ondergewaardeerd, en dus massaal aandelen inslaat teneinde de koers omhoog te krijgen, en daarin succesvol is? Wordt de koers dan op een “kunstmatig” niveau gebracht, als bedoeld in sub b? De AFM meent van wel⁵: “Wanneer hier geen legitieme oorzaak voor aanwezig is, kan worden gezegd dat de koers op een kunstmatig niveau wordt gehouden. Een voorbeeld van een legitieme oorzaak is een (meevallende) winstverwachting. *Het enkele feit dat een grootaandeelhouder meent dat een fonds is ondergewaardeerd en daarom aankopen verricht om de koers omhoog te stuwen, kan niet als legitieme oorzaak worden aangemerkt*” (cursivering toegevoegd). Men krijgt de indruk dat de AFM belang hecht aan de subjectieve drijfveer van de belegger (wil hij de koers opkrikken of vindt hij het aandeel een goede koop). Deze indruk wordt bevestigd in de brochure van de AFM over marktmanipulatie (p. 11), waar het vanwege de woorden “teneinde” betekenis toekent aan de “aard en intentie van de handeling”. Maar dit mag juist niet zo worden gelezen dat het aankomt op de subjectieve bedoeling van degene die handelt: de Memorie van Toelichting (p. 10) stelt dat dit artikellid “geen subjectieve bestanddelen” bevat, in navolging van de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn Marktmissbruik⁶. Dit lijkt logisch omdat, indien het woord “teneinde” wèl de subjectieve bedoeling van de handelaar uitdrukt, deze schuldig kan zijn aan marktmanipulatie ook indien hij faalt, zolang hij alleen maar

de snode intentie had. Het gaat er dus slechts om of de handeling het resultaat bewerkstelligt, en deze handeling ook geschikt was dat resultaat te bewerkstelligen. Waar de AFM verwijst naar de “legitieme oorzaak” kan daarmee niet de subjectieve beweegreden van de belegger bedoeld zijn, maar citeert de AFM de MvT over de woorden “kunstmatig niveau” (dat wordt uitgelegd als een koersniveau dat afwijkt van gebruikelijke waarden, zonder dat er een legitieme oorzaak voor dat niveau kan worden aangewezen⁷).

De Richtlijn Marktmissbruik geeft wel aandacht aan de subjectieve beweegreden, maar dan omgekeerd: hoewel de transactie daartoe geschikt is en er ook toe heeft geleid dat een kunstmatig koersniveau is bereikt, kan de handelaar zich desondanks vrijpleiten door aan te tonen dat zijn beweegreden voor de transactie gerechtvaardigd is, en de transactie bovendien in overeenstemming is met een gebruikelijke marktpraktijk⁸. Een “gebruikelijke marktpraktijk” is gedefinieerd als een praktijk die redelijkerwijs verwacht wordt, en die aanvaard wordt door de bevoegde autoriteit⁹. Dit is zo niet geïmplementeerd in de Nederlandse wet. De enige uitzondering in de Wte is opgenomen in lid 4 van art. 46b Wte: dit lid opent de mogelijkheid om bij AmvB specifieke soorten transacties van het verbod uit te zonderen. Deze AmvB kan op aangeven van de AFM vermelden welke praktijken gebruikelijk zijn. Tot op heden is deze mogelijkheid niet benut. Het andere element, de gerechtvaardigde beweegreden, komt in de wettekst nergens terug. Blijkens de brochure van de AFM volgt dat verweer al uit het algemene strafrecht¹⁰. Welk verweer dat is legt de brochure niet uit. Men kan ook niet snel iets verzinnen, anders dan buitenbeentjes als het ontbreken van de materiële wederrechtelijkheid, of de afwezigheid van alle schuld. Deze verweren zijn pure theorie, maar misschien dat de strafrechter volgens het leerstuk van de richtlijnconforme interpretatie geneigd zal zijn die verweren ruimhartiger toe te passen door, zodra zich een

¹ CESR 04-505b, te vinden op www.cesr-eu.org

² te vinden op www.afm.nl

³ Richtlijn 2003/6/EG van 28 januari 2003, PbEU L96

⁴ Richtlijn 2003/124/EG van 22 december 2003, PbEU L339

⁵ zie de afdeling “Veelgestelde vragen” op haar website www.afm.nl

⁶ zie daarover R.P. Raas, “Marktmanipulatie” in de bundel “Marktmissbruik”, Kluwer 2006 p. 133 en R. Lamp in Ondernemingsrecht 2006/12, p. 423

⁷ zie Kamerstukken II 29 827, nr 3, p. 32

⁸ art. 1 lid 2 Richtlijn Marktmissbruik

⁹ art. 1 lid 5 Richtlijn Marktmissbruik

¹⁰ zie p. 8 van de AFM brochure

“gerechtvaardigde beweegreden” voordoet, een dergelijk verweer te honoreren (maar wellicht dat een rechter daartoe niet geneigd is omdat het EG-verdrag nu eenmaal beperkte werking heeft op het gebied van het strafrecht). Voorts moet worden bedacht dat als dat algemene strafrechtelijke verweer slaagt, de kous direct af is en men dus niet meer toekomt aan de vraag of de transactie wel in overeenstemming was met de gebruikelijke marktpraktijk. Op het gevaar af dat het kaartenhuis dan wel erg gaat wankelen kan men die eis in het kader van de richtlijnconforme interpretatie in het “algemene strafrechtelijke verweer” inlezen. De verdachte moet dan niet alleen aantonen dat hij een gerechtvaardigde beweegreden had, maar ook dat de transactie in overeenstemming was met een gebruikelijke marktpraktijk. Maar het blijft wankel: de Nederlandse wetgever heeft het element van de “gebruikelijke marktpraktijk” willen implementeren via de AmvB-vrijstellingsmogelijkheid, en niet via algemene strafrechtelijke verweren. Het resultaat spoort dus niet meer met de de wetsgeschiedenis noch met de AFM-brochure, maar is wel conform de Richtlijn Marktmissbruik. In deze benadering lijkt het verweer dan wel weer teruggebracht tot de pure theorie, want een “gebruikelijke marktpraktijk” is er één die als zodanig door de AFM wordt geaccepteerd en tot dusver is dat niet gebeurd. De Uitvoeringsrichtlijn zegt weliswaar dat een marktpraktijk niet mag afvallen als “gebruikelijke marktpraktijk” om de enkele reden dat deze nog niet is geaccepteerd¹¹, waaruit volgt dat de AmvB niet limitatief kan zijn (en dat dus de keuze van de wetgever voor een strafbepaling met een uitzondering via AmvB geen gelukkige is geweest). Maar gelet op de terughoudendheid tot dusver in de acceptatie van marktpraktijken (namelijk: geen) lijken de kansen voor een verdachte om in zijn geval zijn handelwijze geaccepteerd te krijgen niet erg groot.

Het geheel overziend is het resultaat met onzekerheden omgeven. De enige conclusie die men met zekerheid kan trekken dat de Richtlijn op dit punt redelijk nonchalant is geïmplementeerd: enerzijds lijkt de “gerechtvaardigde beweegreden” uit de Richtlijn een lichtere toets dan de algemene verweren van het Nederlandse strafrecht, en anderzijds stelt Nederland niet de dubbele eis van de gerechtvaardigde beweegreden en de gebruikelijke marktpraktijk waar de Richtlijn dat duidelijk wel doet.

Hedge fund tactieken

Hedge funds bestaan er in vele verschijningsvormen. Zij beogen (koers)winst te realiseren via verschillende methodes. Hierna worden er drie veel voorkomende hedge fund strategieën besproken, t.w. de short sales waarbij geleende aandelen worden verkocht teneinde deze later tegen een lagere koers te kunnen terugkopen, arbitrage waarbij gebruik gemaakt wordt van koersverschillen tussen gerelateerde effecten en “event driven” tactieken waarbij een strategiewijziging of andere (bestuurs)handeling wordt geforceerd.

Short sale

In een short sale verkoopt een hedge fund geleende aandelen. De strategie berust op de verwachting dat zich in de toekomst een koersdaling voordoet (al dan niet veroorzaakt of verergerd door de short sale zelf) waarna de aandelen goedkoper ingekocht kunnen worden en teruggegeven aan de uitlener. Short sales deden zich vooral voor bij aankondigingen van het management (over winstverwachtingen, of over aanstaande emissies of overnames), maar ook gedurende periodes dat er niet veel speelt.

De vraag is of een short sale op zich koersmanipulatie kan vormen. De AFM heeft in haar rapport “Hedge Funds: An exploratory study of conduct-related issues” van augustus 2005, te vinden op haar website, gesteld dat short sales op zich koersmanipulatie kunnen vormen¹². Het rapport bespreekt niet wanneer dat het geval zal zijn. Daarvoor is op zijn minst vereist (1) dat de verkopen de koers in beweging hebben gezet, en (2) dat de resulterende koers “kunstmatig” is. Maar de oorzaak van koersbewegingen is eigenlijk alleen in sprekende gevallen met enige mate van zekerheid te bepalen. En of de koers “kunstmatig” is of niet, is met nog meer vraagtekens omgeven. Als boven aangegeven zegt de MvT: “een koersniveau dat (teveel) afwijkt van de gebruikelijke waarden. Hiervoor kan echter een legitieme oorzaak bestaan. Op het moment dat geen legitieme oorzaak aanwezig is en dus sprake is van een abnormale koers, kan worden gezegd dat de koers in dit geval op een kunstmatig niveau wordt gehouden.”¹³. Aangenomen dat de koersbeweging veroorzaakt is door de short sale, is dus kennelijk de vraag of deze short sale een *legitieme* oorzaak is van de koersbeweging. Grammaticaal geïnterpreteerd lijkt de eis van legitimiteit te

¹¹ art. 2 lid 2 Richtlijn 2004/72/EC van 29 april 2004, PbEG L162/70

¹² zie p. 34 van dat rapport

¹³ Kamerstukken II, 29 827 nr. 3, p. 32

slaan op het oorzakelijk verband: mocht de short sale de koersbeweging veroorzaken? Toch lijkt dat niet de meest aannemelijke interpretatie. Van een oorzakelijk verband kan men alleen de vraag stellen of die bestaat of niet, maar een rechtmatigheidstoets kan men er eigenlijk niet op toepassen. Men kan alleen vragen of de short sale de koers in beweging zette, maar voor het antwoord op de vraag of de short sale date dat effect “mocht” hebben ontbreken toetsingscriteria. Het feit dat aandelen werden verkocht die men niet had maakt de transactie misschien speculatiever, maar indien men zich beperkt tot dat wat het koerseffect sorteert dan is het alleen de “sale”, en is het feit dat deze “short” was irrelevant. Dus wellicht is bedoeld de eis van legitimiteit uit te breiden naar de short sale zelf, en wordt de vraag of de short sale op zich gerechtvaardigd was.

Als gezegd ligt aan een short sale de verwachting van een koersdaling ten grondslag. In essentie is het een transactie waarin gespeculeerd wordt op de toekomstige, onzekere gebeurtenis van een koersdaling. Een dergelijke transactie zou zijn speculatieve karakter verliezen als de koersdaling niet onzeker is, nu deze is veroorzaakt door de transactie zelf. Men kan betogen dat de transactie legitiem is zolang er andere factoren zijn aan te wijzen waarop de verwachting is gebaseerd, en dus meer dan de short sale zelf. Met andere woorden, als de strategie van de short sale louter is ingegeven door het drukken van de koers dan kan men wellicht spreken van marktmanipulatie, maar als deze is ingegeven door een verwachting van een koersdaling, bijvoorbeeld omdat de onderneming is overgewaardeerd nu de koers onvoldoende rekening houdt met de recente opkomst van een nieuwe concurrent, dan is met de short sale niets mis. Onzeker is of de AFM eenzelfde standpunt inneemt: haar antwoord op de “veelgestelde vragen” (zie hierboven) ligt een nuance anders.

Het kan zijn dat de short sale gepaard gaat met agressievere tactieken om de koers in beweging te zetten: bijvoorbeeld de bedrijfsstrategie of het management (openlijk) fel te bekritisieren of een publiek betoog dat de onderneming in het licht van bepaalde nieuwe gegevens is overgewaardeerd. Dergelijk gedrag kan een overtreding zijn van andere wetsbepalingen (art. 46b lid 2 sub d Wte, het verspreiden van misleidende informatie, of art. 46 Wte, gebruik van voorwetenschap), maar maakt de short sale zelf niet

manipulatief. Weliswaar is die short sale niet langer speculatief omdat de koersdaling niet onzeker is nu hij door de verkoper zelf tot stand wordt gebracht. Maar in dit geval wordt de koersdaling veroorzaakt door de negatieve publiciteit en niet door de short sale op zich. Het is dus niet de transactie die de koers op een kunstmatig niveau houdt en daarom is artikel 46b lid 1 niet aan de orde.

Arbitrage

Sommige hedge funds verdienen hun geld met het gebruik maken van verschillen tussen gerelateerde effecten. Een aandeel dat op meerdere beurzen wordt verhandeld, een optie, warrant of claim of een converteerbare obligatie kunnen alle door inefficiënties op de markt een afwijkende waardering hebben. Het gebruik maken van deze koersverschillen is een vorm van arbitrage. Arbitrage vervult een nuttige functie op de kapitaalmarkt, omdat daarmee een betere verhouding wordt bereikt tussen de koersen van verschillende instrumenten.

Arbitrage kan leiden tot grote koersfluctuaties bij een korte (resterende) looptijd, zoals bijvoorbeeld bij expiratie van opties of bij claimemissies. Een kleine koerswijziging in het onderliggende aandeel leidt dan tot relatief grote schommelingen van de optie of claim. In navolging van CESR heeft de AFM als één van de voorbeelden van marktmanipulatie als bedoeld in art. 46b lid 1 onder (b) genoemd: “het grootschalig kopen of verkopen van een effect op het expiratietijdstip van een gelieerd derivaat of een gelieerd indexderivaat of vice versa”¹⁴. Verboden is derhalve de handelwijze waarbij een hedge fund eerst een pakket claims koopt, en vervolgens gedurende de inschrijffperiode het onderliggende aandeel grootschalig verkoopt teneinde vervolgens koerswinst te behalen op de claims. Hier is ook niet langer sprake van arbitrage, t.w. het gebruik maken van bestaande koersverschillen, maar van het zelf creëren van koersverschillen om daar winst uit te halen.

Event driven

Een event driven hedge fund investeert in een onderneming teneinde vervolgens het management te bewegen een bepaalde (strategie)wijziging door te voeren, zoals een opsplitsing of de verkoop van een dochter, of een grootschalige inkoop van aandelen, al dan niet voorafgegaan door een openbaar bod. Zodra de strategiewijziging zich vertaalt in een koerssprong

¹⁴ zie de AFM-brochure, p. 7

kan het hedge fund verkopen omdat dan de doelstelling is bereikt. De benadering is dus korte termijn, waarmee overigens niet gezegd is dat de voorgestane strategiewijziging niet (ook) het lange termijn belang van de onderneming kan dienen.

Het is juist de event driven tactiek die het hedge fund zijn huidige reputatie in de markt heeft gegeven. Krantenberichten over hedge funds bedoelen veelal de hedge funds die event driven investeren. Overigens zijn het niet alleen hedge funds die een dergelijke strategie volgen; er zijn ook andere, “gewone” beleggers die juist ondernemingen uitzoeken waar een strategiewijziging een (korte termijn)voordeel moet opleveren en daar op aan sturen.

Event driven tactieken zijn interessant vanuit het oogpunt van marktmanipulatie vanwege artikel 46b lid 1 onder d Wte, de verspreiding van misleidende informatie. Kern van een even driven benadering is de mogelijkheid het bestuur onder druk te zetten. Dit gebeurt via de algemene vergadering van aandeelhouders, de media, open brieven of overleg met mede-aandeelhouders. Hoewel enerzijds het debat tussen de ondernemingsleiding en de aandeelhouders over de juiste strategische koers zijn loop moet hebben, zal anderzijds toegezien moeten worden op de juistheid van de informatieverstrekking om te voorkomen dat de koers zich richt naar misleidende informatie.

De informatieverstrekking door het hedge fund is initieel de omvang van het belang. Hoe groter het pakket is dat het hedge fund bezit, hoe relevanter zijn mening. Als een (groep van) hedge funds een meerderheid bezit kan het rechtstreeks ingrijpen in het bestuur of de raad van commissarissen. Vaak is men daar overigens niet op uit, omdat een geforceerde bestuurswissel niet (altijd) het beoogde effect van de koerssprong sorteert. De voorkeur gaat daarom vaker uit naar het overtuigen van het zittende bestuur. Maar ook minderheidsbelangen zijn relevant, niet alleen omdat die ter vergadering een groot percentage van het aanwezige kapitaal kunnen vertegenwoordigen, maar ook vanwege de corporate governance-opvatting dat het bestuur een algemeen onder aandeelhouders levende overtuiging over een zaak die hen aangaat niet langdurig mag negeren¹⁵. Indien een hedge fund wil schermen met een verwijt van wanbeleid zal het daarom een significant aandelenpakket moeten

opbouwen of veel medestanders moeten vinden.

Er wordt hedge funds vaak een gebrek aan transparantie verweten als het gaat om de omvang van hun belang. De hedge funds zullen zelf om de hiervoor genoemde redenen geneigd zijn hun belang zo groot mogelijk voor te spiegelen. Een groter belang heeft echter voor het fonds het nadeel dat de exit wordt bemoeilijkt: een groot aandelenpakket kan minder snel en alleen met meer koersdruk worden verkocht. Om die reden bestaat een pakket van een hedge fund vaak uit een combinatie van aandelen, rechten op aandelen, derivaten en zgn. “contracts for differences”, een contract waarbij het koersverloop tussen partijen wordt afgerekend maar geen directe of indirecte overdracht van het aandeel of daaraan verbonden rechten plaatsvindt.

De wet die volledige transparantie beoogt over aandelenbelangen is de Wet Melding Zeggenschap 1996. Evenwel is de kwalificatie van de verschillende elementen van een belang onder die wet niet altijd eenvoudig, zeker bij derivate constructies die niet voorzien in een recht op levering of een overgang van stemrecht. Wellicht dat een contract for differences meldingsplichtig is omdat het aandeel “voor rekening van” het hedge fund wordt gehouden, maar zeker is dat niet. Die onzekerheid rijdt het hedge fund in de wielen, niet alleen omdat hij een overtreding van de WMZ riskeert maar ook omdat zijn verdere berichtgeving over de omvang van zijn pakket kritischer wordt onder art. 46b lid 1 onder (d) Wte. Hij doet er daarom verstandig aan in de berichtgeving volledige openheid te geven over de samenstelling van zijn pakket, en ook die elementen te noemen die (naar zijn inschatting) niet meldingsplichtig zijn onder de WMZ. Het risico is immers levensgroot dat zonder openbaarmaking van zijn exacte belang de markt een andere (verkeerde) conclusie kan trekken uit zijn bericht, ook al gaat het bericht over iets heel anders en wordt er in het geheel niets gezegd over het pakket.

Verdere fluctuaties in het pakket zijn meldingsplichtig onder de WMZ indien de drempelwaardes (5%, 10% etc.) over- of onderschreden worden. Los daarvan is de vraag of (niet-WMZ-meldingsplichtige) fluctuaties gepubliceerd moeten worden onder art. 46b lid 1 onder (d) Wte. Maar dat artikel kent geen actieve publicatieplicht: het is slechts een verbod

¹⁵ zie bijv. de conclusie van de AG onder HR 18 april 2003, JOR 2003/110 RNA/Westfield, nr. 1.1.9

op verspreiding van misleidende informatie. Het wetsartikel kan dus hoogstens meebrengen dat een andere publicatie zal moeten vermelden dat het aandelenpakket is veranderd, nl. als die publicatie zonder vermelding van de verandering misleidend wordt. In het artikel is bovendien geen update-plicht te lezen, t.w. dat de verspreider van de informatie alsnog zou moeten publiceren indien zich een latere wijziging voordoet. Zelfs een correctie-plicht is niet in de tekst van de wet te lezen: ook indien men achteraf constateert dat verspreide informatie onjuist is, zal van een overtreding alleen sprake zijn als men op het moment van verspreiding wist of redelijkerwijs had moeten vermoeden dat de informatie onjuist of misleidend was. In dat laatste geval is de overtreding al begaan en wordt dit niet weggenomen door een nieuwe publicatie. Een hedge fund zal dus alleen verplicht zijn een latere fluctuatie te melden indien (1) dat meldingsplichtig is onder de WMZ of (2) een andere publicatie zonder vermelding van de fluctuatie misleidend is. Dat laatste is niet ondenkbaar: het ligt in de rede te veronderstellen dat de markt en de koers zich minder zal aantrekken van de berichten van een hedge fund dat zijn pakket afbouwt.

Een hedge fund kan de importantie van zijn streven ook vergroten door niet zelf aandelenbelangen te kopen maar door medestanders te werven onder de zittende (groot)aandeelhouders. Dit stelt hem in staat mede te delen dat zijn standpunt breed wordt gedragen, en al dan niet dit draagvlak te kwantificeren. Zonder risico's is dat niet. Het is maar de vraag wat de motivatie is van de zittende aandeelhouders: het kan zijn dat zij slechts de strategische discussie verwelkomen en om die reden het hedge fund aanmoedigen, zonder dat zij bereid zijn de daad bij het woord te voegen en in de vergadering mee te stemmen. De mededeling dat het standpunt breed wordt gedragen suggereert echter dat dienovereenkomstig zal worden gestemd; indien een schriftelijke stemtoezegging van de (groot)aandeelhouders ontbreekt

doet het hedge fund er verstandig aan dat te expliciteren.

Terzake van de inhoud van het bericht zal het hedge fund zich vergewissen van de (financiële) voor- en nadelen van het gepresenteerde plan, zelfs voordat het pakket wordt aangekocht. Het plan zal veelal berusten op inschattingen of strategische inzichten. Zolang het plan in essentie een mening is zal het niet snel leiden tot een overtreding van art. 46b lid 1 onder (d) Wte. Naarmate het hedge fund in de verleiding komt om de financiële onderbouwing van zijn plan publiek te maken dreigt er meer gevaar. Zo zal de verkoopwaarde van een bedrijfsonderdeel vaak moeilijk zijn in te schatten zonder dat due diligence onderzoek is gedaan. In de presentatie zal een bronvermelding moeten worden opgenomen en een onderbouwing hoe tot de cijfers is gekomen. Hetzelfde zal overigens gelden voor het eventuele weerwoord van het bestuur. Meningingen en inschattingen zullen niet als vaststaande feiten gepresenteerd mogen worden. Overigens zal het de buitenwacht vaak uit de context wel duidelijk zijn dat er meningen worden uitgewisseld, en men zal niet te snel moeten concluderen tot marktmisbruik om te voorkomen dat het debat over het juiste (of meest winstgevende) beleid direct gefrustreerd wordt.

Afronding

Het artikel 46b Wte is kersvers en de (rechts)ontwikkeling staat nog in de kinderschoenen. De meest belangrijke onderdelen van art. 46b lid 1 Wte zijn de onderdelen b en d (transacties die een koers op een kunstmatig niveau brengen, en de verspreiding van misleidende informatie). De precieze reikwijdte van deze onderdelen zijn op punten onzeker. Tot het moment dat daarover helderheid ontstaat doen partijen er verstandig aan ruim binnen de marges te blijven.