

Inkoop van eigen aandelen: een toegestane vorm van koersmanipulatie?

Inleiding

Op 12 april 2003 is de Richtlijn betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie in werking getreden (Richtlijn nr. 2003/6/EG van 28 januari 2003; hierna: de Richtlijn Marktmissbruik). Het betreft een harmonisatierichtlijn die beoogt de integriteit van de Europese financiële markten te waarborgen en het vertrouwen van beleggers in deze markten te vergroten, om zo economische groei en welvaart te stimuleren. De Richtlijn Marktmissbruik moet uiterlijk op 12 oktober 2004 in nationale wetgeving van de lidstaten zijn geïmplementeerd, waarbij de uitwerking van veel onderdelen en interpretaties van begrippen nog op Europees niveau zal plaatsvinden.

Deze bijdrage behandelt de vraag of het beursvennootschappen is toegestaan om via de inkoop van eigen aandelen de eigen beurskoers te beïnvloeden. Daarbij staat het nieuwe regime van de Richtlijn Marktmissbruik in vergelijking tot het huidige Nederlandse recht centraal.¹

Wat zijn aandeleninkoopprogramma's?

Aandeleninkoopprogramma's zijn, het woord zegt het al, programma's waaronder vennootschappen aandelen in hun eigen kapitaal inkopen. Voor het inkopen van eigen aandelen kunnen verschillende redenen bestaan. Zo kan de vennootschap langs die weg overtollig kasgeld dat niet rendabel binnen de onderneming aangewend wordt, teruggeven aan haar beleggers. Ook kan het instrument worden gebruikt om de vennootschap in staat te stellen haar verplichtingen onder aan werknemers toegekende opties of door de vennootschap uitgegeven converteerbare obligaties na te komen.

Onder het civiele recht is het inkopen van eigen aandelen door een naamloze vennootschap toegestaan, mits (1) het eigen vermogen daardoor niet daalt onder het gestorte en opgevraagde deel van het geplaatste kapitaal, vermeerderd met gebonden reserves volgens de laatst vastgestelde balans, (2) het nominale bedrag van de in te kopen aandelen niet meer belooft dan 10% van het geplaatste kapitaal, (3) die verkrijging door de statuten is toegelaten, en (4) de algemene vergadering van aandeelhouders het bestuur daartoe heeft gemachtigd.

1. Voor een uitgebreide bespreking van de Richtlijn Marktmissbruik en het concept-wetsvoorstel tot implementatie daarvan zie J. Italianer & A.J.P. Tillema, Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmissbruik - Startschot voor een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 430-439.

Inkoop heeft ook consequenties onder het effectenrecht. In de regel hebben (substantiële) inkopen van aandelen door de vennootschap – zeker indien die inkopen elkaar kort achter elkaar opvolgen – een prijsopdrijvend effect op de beurskoers van die aandelen. De vraag naar de betreffende aandelen neemt immers toe. Bovendien kan de winst per aandeel toenemen en neemt de zeggenschap per aandeel dat niet door de vennootschap wordt ingekocht toe. De wetenschap ten aanzien van de te verwachten koersstijging in combinatie met de wens om direct (financieel) voordeel te behalen kan manipulatieve transacties in de hand werken.

Nederlandse wetgeving: ‘koersmanipulatie’ toegestaan?

In de Nederlandse wetgeving is slechts in twee regelingen een direct verbod ten aanzien van koersmanipulatie te vinden. Eén daarvan (art. 32 Nadere regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002) is slechts van toepassing op effecteninstellingen. De andere regeling is te vinden in artikel 334 van het Wetboek van Strafrecht (Sr), welk artikel luidt:

‘Hij die, met het oogmerk om zich of een ander wederrechtelijk te bevoordelen, door het verspreiden van een leugenachtig bericht de prijs van koopwaren, fondsen of geldswaardig papier doet stijgen of dalen, wordt gestraft met gevangenisstraf van ten hoogste twee jaren of geldboete van de vijfde categorie.’

Dit artikel is een nagenoeg dode letter. Het bestanddeel ‘leugenachtig’ zal door het Openbaar Ministerie moeten worden bewezen, en dat is geen gemakkelijke opgave. Zo is op 3 juli 2003 voor het eerst sinds 1911 (!) een verdachte op grond van artikel 334 Sr veroordeeld wegens het op internet verspreiden van leugenachtige berichten over aandelen Cardio Control, waarin hij zelf handelde.

Stel nu dat een aan Euronext Amsterdam genoteerde onderneming een aandeleninkoopprogramma uitvoert, bijvoorbeeld ten behoeve van haar personeelsoptieplan. De onderneming besluit om een aantal dagen achtereenvolgend aandelen in te kopen, waardoor de beurskoers stijgt. Na afloop van de inkoop verkopen de bestuurders hun in privé gehouden aandelen met een aanzienlijke winst. Is dit toegestaan?

Het ‘doen stijgen’ van de beurskoers door aandeleninkoop valt in beginsel niet onder de delictomschrijving van artikel 334 Sr. Immers, de koers wordt niet ‘gemanipuleerd’ door het verspreiden van een leugenachtig bericht. Zolang de inkoop niet gepaard gaat met leugenachtige berichten, staat artikel 334 Sr er niet aan in de weg om de koers door middel van aandeleninkoop te doen stijgen.² Winter noemt de inkoop van aandelen ter ondersteuning van de beurs-

koers zelfs als een van de redenen waarom het inkopen van eigen aandelen nuttig kan zijn,³ en ook Maeijer noemt het tijdelijk tegengaan van een koersdaling op de beurs als een van de redenen voor een vennootschap om aandelen in te kopen.⁴

Uit de leidraad ‘Koersgevoelige informatie’ van Euronext Amsterdam⁵ blijkt dat Euronext van mening is dat het besluit tot (substantiële) inkoop van eigen aandelen een koersgevoelig feit is, dat de vennootschap op grond van artikel 28h Fondsenreglement zal moeten melden. Wellicht dat de bekendmaking vooraf de koersstijging enigszins afremt. In ieder geval zullen kopers op de markt weten dat de hogere koers het gevolg is van aandeleninkoop door de vennootschap zelf, en dat die additionele vraag na afloop van het inkoopprogramma wegvalt, waarna de koers zich misschien weer herstelt.

In het gegeven voorbeeld voorkomt publicatie ook een overtreding van het verbod op het gebruik van voorwetenschap. Indien de aandeleninkoop niet gepubliceerd wordt, riskeren zowel de vennootschap zelf als de bestuurders die daarop hun aandelen verkopen, een overtreding van artikel 46 Wet toezicht effectenverkeer 1995. Maar zolang het besluit tot (substantiële) inkoop gepubliceerd wordt, is de handelwijze van vennootschap en bestuurders toegestaan.

De vraag die zich dan aandient, is: blijft dit alles zo na de implementatie in de Nederlandse wetgeving van de Richtlijn Marktmissbruik en de Europese uitvoeringsmaatregelen?

Richtlijn Marktmissbruik

De Europese Richtlijn Marktmissbruik is een kaderrichtlijn, die overeenkomstig de zogenoemde comitologieprocedure nog nader uitgewerkt moet worden in uitvoeringsmaatregelen (verordeningen of richtlijnen). Op basis van een advies van het Comité van Europese effectenregelgevers (hierna: CESR) heeft het directoraat generaal Interne Markt van de Europese Commissie met dat doel werkdocumenten opgesteld. Het betreft onder meer een concept-richtlijn⁶ waarin de definitie van markmanipulatie nader is uitgewerkt, en een concept-verordening⁷ waarin de uitzonderingsregeling voor aandeleninkoopprogramma's nader wordt ingevuld. Op 29 oktober 2003 heeft de Europese Commissie over deze concept-richtlijn en concept-verordening overeen-

2. Zie ook D.H. Cross, *Koersmanipulatie*, TVVS 1997, p. 35.

3. Van Schilfgaarde/Winter, Van de BV en de NV, Deventer: Kluwer 2003, p. 72.
4. Asser-Maeijer 2-III, Deventer: W.E.J. Tjeenk Willink 2000, nr. 153.
5. Euronext Amsterdam, *Koersgevoelige informatie*, Leidraad publicatieverplichtingen voor ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam, maart 2003, paragraaf 5.1, Nieuwe feiten over kapitaal, zeggenschap of organisatie.
6. http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/market-abuse/insider_dealing/art-1-final_nl.pdf.
7. http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/market-abuse/insider_dealing/art-6-final_nl.pdf.

stemming bereikt met het Europees Comité voor het effectenbedrijf. De concepten zijn dan ook in finale vorm en zullen op de dag van bekendmaking daarvan in het Publicatieblad van de Europese Unie in werking treden.

Koersmanipulatie toegestaan?

Voor deze bijdrage zijn met name de artikelen 5 en 8 van de Richtlijn Marktmissbruik van belang. Artikel 5 bevat de opdracht aan de lidstaten om iedere persoon te verbieden zich in te laten met marktmanipulatie. Marktmanipulatie is gedefinieerd in artikel 1 lid 2 van de Richtlijn Marktmissbruik. Het uitgangspunt dat ten grondslag ligt aan de definitie van 'marktmanipulatie' zoals neergelegd in artikel 1 lid 2 van de Richtlijn Marktmissbruik, heeft in grote lijnen dezelfde toon als artikel 334 Sr: het moet gaan om 'oneigenlijke constructies', 'bedrog of misleiding' of 'onjuiste informatie'. Maar de definitie zoals opgenomen in de Richtlijn Marktmissbruik is ruimer. Zo vallen onder marktmanipulatie volgens artikel 1 lid 2 van de Richtlijn Marktmissbruik tevens:

'(...) transacties of handelsorders waarbij een of meer personen samenwerken om de koers van een financieel instrument op een abnormaal of een kunstmatig niveau te houden.'

In artikel 4 van de concept-richtlijn zijn vervolgens enige signalen genoemd waarop moet worden gelet wanneer transacties of handelsorders worden onderzocht om te bepalen of sprake is van marktmanipulatie. Een voor aandeleninkoop relevant signaal is:

'(...) in hoeverre geplaatste handelsorders of verrichte transacties een aanzienlijk deel uitmaken van de dagelijkse omzet in het desbetreffend financieel instrument op de betrokken geregementeerde markt, met name wanneer deze activiteiten leiden tot een wijziging van betekenis in de koers van het financieel instrument.'

Substantiële aandeleninkopen door de vennootschap ten gevolge waarvan de koers significant wijzigt, resulteren gezien het voorgaande in ieder geval in een signaal dat een aanwijzing vormt voor marktmanipulatie. Gevallen waarin de vennootschap aandelen inkoop met het oogmerk om de eigen koers (tijdelijk) te steunen of die koers zelfs op te drijven, vallen naar onze mening onder de definitie van marktmanipulatie, en daarmee in beginsel ook onder het verbod daarop zoals neergelegd in artikel 5 van de Richtlijn Marktmissbruik. Evenwel bevat artikel 8 de volgende uitzondering:

'De in deze richtlijn vervatte verbodsbepalingen zijn niet van toepassing op de handel in eigen aandelen in het kader van "terugkoop"-activiteiten (...) mits die handel geschiedt overeenkomstig [de vastgestelde] uitvoeringsmaatregelen.'

Het verbod op marktmissbruik is dus niet van toepassing op de handel in eigen aandelen in het kader van een aandeleninkoopprogramma, mits dit geschiedt overeenkomstig de vastgestelde uitvoeringsmaatregelen. Hoewel de relevante uitvoeringsmaatregelen nog niet formeel zijn vastgesteld, is de definitieve tekst daarvan in de vorm van de concept-verordening al wel beschikbaar.

Om voor de uitzondering op de verboden in de Richtlijn Marktmissbruik in aanmerking te komen dient een inkoopprogramma volgens de concept-verordening *uitsluitend* ten doel te hebben (1) het kapitaal van de vennootschap te verminderen, of (2) verplichtingen na te komen die voortvloeien uit (a) de omwisseling van schuldinstrumenten in eigenvermogensinstrumenten of (b) aandelenoptieplannen voor de toewijzing van aandelen aan werknemers. De vennootschap is tevens verplicht de volledige gegevens (doel, duur, maximale prijs en aantal van de aandelen) van het programma, voordat de handel begint, op passende wijze openbaar te maken.

Daarnaast zijn in artikel 5 van de concept-verordening enige beperkingen aan het programma gesteld ten aanzien van inkooprijzen (marktprijs) en inkoopvolumes (in beginsel maximaal 25% van het gemiddelde dagvolume dat is verhandeld in een bepaalde voorafgaande periode).

Om voor de uitzondering op de verboden in aanmerking te komen moet de vennootschap gedurende haar deelname aan een inkoopprogramma tevens afzien van:

1. de verkoop van eigen aandelen gedurende de looptijd van het programma;
2. transacties die volgens de wetgeving van de lidstaat in een 'verbodsperiode' (*closed period*) plaatsvinden; en
3. transacties waarbij de vennootschap besloten heeft de openbaarmaking van voorwetenschap uit te stellen.

Artikel 6 lid 2 van de concept-verordening bevat een aantal uitzonderingen op deze in artikel 6 lid 1 van de concept-verordening neergelegde beperkingen. De eerste is een uitzondering voor beleggingsondernemingen of kredietinstellingen die *Chinese walls* hebben geïnstalleerd tussen de personen die verantwoordelijk zijn voor het handelen in de aandelen, en personen die beschikken over voorwetenschap. Daarnaast zijn er enige uitzonderingen neergelegd in artikel 6 lid 3 van de concept-verordening. Daarin is bepaald dat de hiervoor onder 1 tot en met 3 genoemde beperkingen op de vennootschap niet van toepassing zijn, mits zij voldoet aan bepaalde voorwaarden. Deze voorwaarden zijn dat:

1. de vennootschap een aandeleninkoopprogramma met tijdschema ten uitvoer legt; of
2. het terugkoopprogramma wordt uitgevoerd onder leiding van een beleggingsonderneming of kredietinstelling die haar handelsbeslissingen met betrekking tot de aandeleninkopen onafhankelijk van de vennootschap neemt en zonder dat de vennootschap invloed heeft op het tijdstip van de aankoop.

Dit betekent bijvoorbeeld dat de vennootschap, mits zij voldoet aan de zojuist genoemde voorwaarden, wel transacties mag verrichten terwijl zij beschikt over voorwetenschap.

Terug naar het voorbeeld van de aandeleninkoop, gevolgd door een verkoop van aandelen in privé. Betoogd kan worden dat de aandeleninkoop niet voldoet aan de vrijstellingsregeling van de Richtlijn Marktmissbruik, nu het aandeleninkoopprogramma niet 'uitsluitend' ten doel heeft aandelen te verwerven om personeelsopties af te dekken. Er zijn immers sterke aanwijzingen dat het aandeleninkoopprogramma tevens is geïntroduceerd met het doel de eigen beurskoers op te drijven, om daarmee de verkopende bestuurders een voordeel te verschaffen. In zo'n geval is de vrijstellingsregeling van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik niet van toepassing en worden de inkopen geraakt door de verbodsbepalingen van de Richtlijn Marktmissbruik.

Andere situaties waarin het opdrijven van de eigen beurskoers door aandeleninkopen mogelijk gunstig is voor de vennootschap, zijn bijvoorbeeld het opdrijven van de eigen beurskoers om opties of warrants 'in the money' te drukken, zodat uitoefening daarvan aantrekkelijker wordt. Of het opdrijven van de koers om een claimemissie te doen slagen, of om een koersgerelateerde *event of default* onder een kredietfaciliteit (tijdelijk) af te wenden. Ten slotte kan worden gedacht aan aandeleninkopen om de koers het laatste zetje te geven dat nodig is om de voorwaardelijke toekenning van opties aan bestuurders – met als voorwaarde het realiseren van een bepaalde beurskoers per datum x – onvoorwaardelijk te maken (zie bijvoorbeeld *best practice* bepaling II.2.1 van de Nederlandse Corporate Governance Code van 9 december 2003), of louter het doen stijgen van de koers om de handel in het eigen aandeel in zijn algemeenheid te stimuleren. En zo zijn er ongetwijfeld nog meer situaties te bedenken waarin de vennootschap profijt kan trekken van het opdrijven van de eigen beurskoers.

Voorzichtigheid bij het stimuleren, of steunen, van de eigen beurskoers door het inkopen van eigen aandelen onder een aandeleninkoopprogramma is echter op zijn plaats. Vennootschappen dienen zich ervan bewust te zijn dat als substantiële aandeleninkopen onder een aandeleninkoopprogramma een koersstijging tot gevolg hebben, al snel de schijn is gewekt dat deze stijging van de eigen beurskoers een 'nevendoelstelling' van het aandeleninkoopprogramma is. Deze schijn wordt versterkt indien zich (al dan niet toevallig) één of meer van de gunstige neveneffecten van die koersstijging voordoen, zoals hiervoor beschreven.

Deze schijn is met name van belang voor de bewijslastverdeling. Hoewel dit niet expliciet blijkt uit de Richtlijn Marktmissbruik, noch uit de uitvoeringsmaatregelen, zal de hoofdregel zijn dat de toezichthoudende autoriteit aan de hand van de verbodsbepalingen van de Richtlijn Marktmissbruik zal moeten bewijzen dat sprake is van een verboden

handeling, dat ligt voor de hand. Voor de bewijslast ten aanzien van de vraag of de vennootschap al dan niet gerechtigd is zich te beroepen op de uitzonderingsbepaling van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik, is dat naar onze mening niet het geval. De partij die zich beroept op de uitzondering, moet bewijzen dat zij daartoe ook gerechtigd is. En dat zal de vennootschap – met de schijn tegen – niet licht vallen.

Slaagt de vennootschap er niet in dat bewijs te leveren, dan is naar onze mening de kans heel wel aanwezig dat de vennootschap zich niet zal kunnen beroepen op de vrijstelling van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik. Daarmee staat dan – naar het zich laat aanzien – tevens vast dat de vennootschap heeft gehandeld in strijd met het verbod op marktmanipulatie zoals neergelegd in artikel 5 van de Richtlijn Marktmissbruik. In ieder geval doet zich een van de signalen als beschreven in artikel 4 van de concept-richtlijn voor, hetgeen een aanwijzing is voor marktmanipulatie. Indien de vennootschap met een beroep op de vrijstelling van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik aandelen heeft ingekocht terwijl ze over voorwetenschap beschikte, komt daar nog bij dat die transacties door het wegvallen van de vrijstelling zijn verricht in strijd met het verbod op het gebruik van voorwetenschap.

Koersstabilisatie

Artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik bevat tevens een vrijstelling van de verbodsbepalingen zoals neergelegd in die richtlijn voor 'stabilisatie van een financieel instrument' voorzover die handel geschiedt overeenkomstig de uitvoeringsmaatregelen. De stabilisatietransacties die in aanmerking komen voor de vrijstelling van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik, zien echter alle op stabilisatie van de koers van financiële instrumenten gedurende een beperkte periode na introductie van die financiële instrumenten, en niet op inkoop van eigen aandelen in andere situaties. Voor deze bijdrage zijn de bepalingen ten aanzien van koersstabilisatie dan ook niet van belang.

Conclusie

Op grond van het voorgaande concluderen wij dat onder het huidige recht het opdrijven van de beurskoers door het inkopen van eigen aandelen onder een aandeleninkoopprogramma toegestaan is, mits dat programma aan bepaalde voorwaarden voldoet en genoegzaam bekend is gemaakt. Onder de Richtlijn Marktmissbruik en de uitvoeringsmaatregelen zoals neergelegd in de concept-richtlijn en de concept-verordening is een nuancering op zijn plaats. Hoewel de Richtlijn Marktmissbruik een uitzondering op de in die richtlijn neergelegde verboden bevat voor het inkopen van eigen aandelen onder een inkoopprogramma, kan een vennootschap slechts aanspraak maken op deze vrijstelling indien die inkopen overeenkomstig de uitvoeringsmaatregelen geschieden. In die uitvoeringsmaatregelen is bepaald dat vennootschappen slechts aanspraak kunnen maken op de uitzondering, indien het aandeleninkoopprogramma 'uitsluitend' de in de concept-verordening neergelegde doel-

stellingen heeft. Onder die doelstellingen valt niet het opdrijven of steunen van de eigen beurskoers. Als de schijn bestaat dat het opdrijven of steunen van de eigen beurskoers een (neven)doelstelling van het inkoopprogramma is, kan de vennootschap zich niet op de vrijstelling beroepen. Naar het zich laat aanzien, heeft de vennootschap in dat geval gehandeld in strijd met het verbod op marktmanipulatie, en onder omstandigheden ook met het verbod op het gebruik van voorwetenschap. Duidelijkheid ten aanzien van deze problematiek is wenselijk. Zolang de Nederlandse wetgever of de Europese Commissie deze duidelijkheid niet verstrekt, is terughoudendheid bij het zich beroepen op de uitzonderingen van artikel 8 van de Richtlijn Marktmissbruik op zijn plaats, indien de schijn zou kunnen ontstaan dat met de aandeleninkopen wordt beoogd de koers te doen stijgen.

*Mr. J.J.N. Bleeker en mr. drs. B. van Doorn
Allen & Overy*
