

ge gevallen is een koersbeweging echter niet te verklaren en kan er sprake zijn van handel met voorwetenschap. Dat is verboden.

### OVERNAMEGESPREKKEN

Als een onderneming bijvoorbeeld in onderhandeling is over een mogelijke overname, is dit voor degenen die hiervan op de hoogte zijn voorwetenschap. Voorwetenschap is alle niet openbare informatie over een onderneming die concreet is en die bij bekend worden een significante invloed zou kunnen hebben op de koers. Op basis van Europese wetgeving moet de onderneming informatie die rechtstreeks op de onderneming betrekking heeft, onmiddellijk openbaar maken. Dit zou echter betekenen dat een onderneming nooit in het geheim onderhandelingen zou kunnen voeren, en dat is niet wenselijk. Vandaar dat de wet de onderneming toestaat de openbaarmaking uit te stellen als aan drie voorwaarden is voldaan: het uitstel moet in het belang van de onderneming zijn, er mag geen misleiding plaatsvinden en de onderneming moet de vertrouwelijkheid garanderen.

De eerste voorwaarde is nauwelijks in dispuut. De tweede, misleiding, is te duchten als de onderneming informatie verspreidt die in strijd is met de voorwetenschap. Informatie die de onderneming verstrekt, moet altijd juist zijn. De onderneming mag geen uitlatingen doen die in strijd zijn met de bekende voorwetenschap. Geen commentaar moet ook echt geen commentaar zijn. Wat de vertrouwelijkheid (voorwaarde 3) betreft moet de onderneming ervoor zorgen dat werknemers en betrokken dienstverleners die kennis hebben van de voorwetenschap, zoals advocaten en accountants, de informatie vertrouwelijk houden. De onderneming houdt een lijst van deze personen bij (insiderlist). In analystencalls geldt ook de plicht om of geen voorwetenschap te verstrekken of ervoor te zorgen dat analisten gebonden

## EEN VERMOEDEN VAN EEN LEK KAN DE BELEGGER HET BEST DIRECT MELDEN BIJ DE AFM

### SUPER DE BOER, ZIGGO EN WAVIN

*Toezichthouder AFM kan, nadat is vastgesteld dat er handel met voorkennis is geweest, een boete opleggen; de VEB kan een vergoeding van de onderneming eisen voor de door beleggers die zonder die voorwetenschap hebben gehandeld geleden schade. De VEB deed dat in het verleden regelmatig, onder meer rond de overnamesituaties van Super de Boer, Ziggo en Wavin.*

zijn aan geheimhouding.

Voor iedereen met voorwetenschap geldt een verbod om in de betreffende effecten te handelen. De ceo van een niet nader te noemen Belgische telecomonderneming mocht dan ook niet handelen in aandelen van deze onderneming op basis van de wetenschap dat zij de overstap zou gaan maken naar een ceo-schap bij de Nederlandse concurrent. Ook al is de 'gesloten periode' afgerond, zolang deze voorwetenschap over de overstap en dus ontslag bij de oude werkgever niet publiekelijk bekend is, geldt een handelsverbod. Het is ook verboden om deze informatie door te spelen (tipverbod). Zo is het ook voor een commissaris van een onderneming verboden aan zijn of haar partner voorwetenschap door te spelen, zoals het voor hemzelf verboden is op basis daarvan te handelen.

### LEK

Wat gebeurt er als er een lek is? Stel dat een insider toch handelt of dat een ander handelt op basis van de doorgespeelde informatie of dat de onderneming op welke wijze dan ook de vertrouwelijkheid van de informatie niet heeft kunnen garanderen. Dan kan dit leiden tot een buitensporige koersbeweging. Dit is een signaal voor de onderneming dat er mogelijk sprake is van vertrouwensschending. De VEB heeft in 2015 in de actie tegen Super de Boer bewerkstelligd dat ook bij buitensporige fluctuaties in handelsvolume voor ondernemingen een openbaarmakingsplicht geldt.

Er kan natuurlijk ook spontaan een geruchtencircuit ontstaan zonder dat een insider zijn mond voorbij gepraat heeft. Een verplichting tot openbaarmaking kan evenwel ontstaan als sprake is van marktontwikkelingen die significant afwijken van de gebruikelijke patronen. Als daar geen andere (overtuigende) verklaring voor bestaat, is er voor de onderneming reden tot twijfel aan het voortduren van de vertrouwelijkheid

van de informatie en moet de informatie door de onderneming per persbericht openbaar gemaakt worden.

### MELDEN BIJ AFM

De onderneming moet dit vermoeden van een lek meteen melden bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Als er geen goede andere verklaring voor de buitensporige koersbeweging kan worden vastgesteld, moet de onderneming naar buiten met een persbericht waarin de voorwetenschap voor alle beleggers bekend wordt gemaakt. De onderneming doet er dan ook verstandig aan zorgvuldig de insiderlist bij te houden.

Wat te doen met voorwetenschap? Een belegger die informatie te horen of te lezen krijgt waarvan hij vermoedt dat het voorwetenschap is die gelekt wordt, moet dus vooral niet handelen. Doet hij dat toch dan is dat strafbaar en kan er een boete worden opgelegd door de AFM. Dit betekent uiteraard niet dat men niet op basis van analistenopinions of zelfs geruchten mag handelen. Maar handelen doet de belegger voor eigen risico, als het voorwetenschap blijkt te zijn, kan het *penny wise but pound foolish* zijn.

Bij een vermoeden van een lek, bijvoorbeeld omdat een belegger getipt is met mogelijk vertrouwelijke informatie, kan deze belegger dit het beste direct melden bij de AFM. De VEB komt in actie zodra er een signaal is dat de vertrouwelijkheid niet langer gegarandeerd is, bijvoorbeeld door een opvallende koers- en volumeontwikkeling terwijl de onderneming geen belangrijk nieuws openbaar heeft gemaakt in een persbericht. Overigens geldt hierbij wel de waarschuwing dat niet iedere koersschommeling door lekken van voorwetenschap ontstaat. Het feit dat de koers na een persbericht reageert, is geen probleem. Immers, de voorwetenschap is dan openbaar gemaakt en dat is nu juist waartoe de onderneming verplicht is.