



Garen spinnen bij wol

Auteur(s):

Reitsma, A.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4253, pagina 345, 28 april 2000

Rubriek:

Van de redactie

Trefwoord(en):

"Beleggers willen geld na débâcle" zo meldde nrc Handelsblad op 5 april, inzake World Online. Wie de gang van zaken rond de beursgang van WOL heeft gevolgd, kan daar enig begrip voor opbrengen. Maar wat zijn de mogelijke gevolgen als de claim wordt toegewezen?

Eerst nog eens de gang van zaken. Meteen al op de dag van uitgifte op 17 maart daalde, na een aanvankelijke spurt, het bijna twintig keer overtekende aandeel van World Online terug tot de uitgiftekoers. In de dagen daarna zette de daling door. Deze aanvankelijke daling was deels het gevolg van een afnemende euforie rond internetbedrijven en van rationeel handelen van beleggers: velen wilden meteen na de beursgang profiteren van de vraaghye en verkochten hun aandeel om de winst te incasseren.

Wat toen nog niemand wist was dat een beperkt deel van de verkopen werd gedaan door Baystar. Aan dat bedrijf verkocht topvrouw Brink in december ruim tien miljoen aandelen. Anders dan een tweetal andere kopers verplichtte Baystar zich niet tot een 'lock-up': een afspraak om gedurende de eerste maanden geen aandelen te verkopen. Brink sprak af dat zij van de winst bij eventuele verkoop de helft zou ontvangen. Direct nadat dit nieuws op 22 maart bekend werd, kelderde de koers met vijftig procent. Dat vergrootte uiteraard de verliezen bij beleggers.

Alhoewel in het prospectus melding werd gemaakt van aandelen die "transferred" waren, en van het feit dat Brink zou delen in de winst van verkoop daarvan, en hoewel tevens informatie was opgenomen over de koersen van 0,8 en 2 euro waarvoor eerder aandelen van de hand gingen, voelden beleggers zich misleid. Ze wilden weten tegen welke prijs de aandelen aan Baystar waren verkocht. Toen duidelijk werd dat die prijs zes euro was, dreigden ze met claims. Was deze informatie van tevoren beschikbaar geweest, dan hadden ze nooit voor 43 euro de aandelen gekocht. En hadden ze geen of minder schade geleden. Een drietal advocatenkantoren en de Vereniging voor Effectenbezitters, roken geld. Een deel claimde vergoeding voor de hele koersdaling in de eerste twee weken.

Moet die claim worden toegewezen? Een goed rechtssysteem legt risico's bij degene die dat risico met de minste kosten had kunnen voorkomen. Bovendien dwingt het, in een typisch bilateraal geval als dat van een contract tot aankoop, beide partijen tot het nemen van voorzorg om de transactie tot een succes te maken.

Veronderstel nu dat de rechter bepaalt dat het bedrag van zes euro in het prospectus had moeten worden gemeld. Duidelijk is dat dit met weinig kosten aan de kant van de emittent had kunnen gebeuren. Maar was dan de schade uitgebleven? Of is de hoge uitgiftekoers, en de schade door de daling direct daarna, primair toe te schrijven aan de overspannen verwachtingen ten aanzien van internetfondsen?

De wel gepubliceerde, nog lagere, prijzen van eerdere transacties brachten beleggers niet tot andere verwachtingen en wendden evenmin de overtekening op het aandeel af. Het is dan ook moeilijk vol te houden dat beleggers met de extra informatie het aandeel niet zouden hebben gekocht. Waarschijnlijk rekende menigeen op de hooggespannen verwachtingen van andere kopers. Daarmee is ook twijfelachtig of vermelding van de zes euro, de schade had kunnen voorkomen. De vraag is dan ook of hiervoor vergoeding moet worden toegewezen.

Hetzelfde geldt voor de schade die meteen in het begin na de beursgang is geleden. Hadden Brink cum suis een voorschot moeten nemen op het onslaande beurs sentiment door geen juichende reclamecampagne te voeren en had vermelding van de betaalde zes euro het rationeel handelen van beleggers beïnvloed? Het lijkt niet waarschijnlijk.

Wordt de claim voor dit type schade toegewezen dan kan een ongewenst gevolg zijn dat bedrijven huiveriger worden naar de beurs te gaan. Of dat ze zich, zoals in de VS, massaal verzekeren tegen claims, waardoor het disciplinerende effect ervan weer wordt tenietgedaan.

Toewijzing heeft echter meer gevolgen. Het impliceert dat beleggers geen schade meer kunnen lijden bij aandelenaankoop. Zo'n toewijzing is vergelijkbaar met risico-aansprakelijkheid bij de verkoper. Uit de rechtseconomie is bekend dat in bilaterale gevallen, deze vorm van aansprakelijkheid, zonder beroep op eigen schuld, doorgaans tot suboptimale uitkomsten leidt. In dit geval dwingt schadeloosstelling wellicht de verkoper tot het opnemen van meer informatie, maar tegelijkertijd kan zo'n bepaling de prikkel voor beleggers om zichzelf goed te informeren, ondergraven. Reeds nu kijkt niemand het hele prospectus nauwkeurig door. Bij schadeloosstelling kunnen de verwachtingen nog verder buiten proportie raken, beleggers nog eerder tot aankoop overgaan en is allerminst zeker of er dan minder schade optreedt.

Alleen als het betrachten van zorg door de beleggers zeer kostbaar was geweest, geldt de bevinding uit de rechtseconomie niet. Dat lijkt

hier niet het geval: een telefoontje naar de begeleidende banken of een terughoudender opstelling bij aankoop, vormde een goedkope mogelijkheid om de schade te beperken.

Hoezeer dus ook het sentiment naar veroordeling van Brink en de betrokkenen neigt, al te makkelijke toewijzing van de claim aan beleggers is onwenselijk. Het was netjes geweest als Brink haar aandeel niet had verkocht aan een maatschappij die zich niet aan de lock-up wilde houden. Dat had de koersdaling achteraf mogelijk beperkter kunnen houden. Het vergt echter een heel goede rechter om dit effect op de koers te kunnen isoleren.