

» **Noot**

1. Deze uitspraak van de Rechtbank Rotterdam betreft de uitkomst van het beroep dat Danone Baby and Medical Nutrition BV (als rechtsopvolgster van Koninklijke Numico NV (“Numico”)) heeft ingesteld tegen de door de AFM genomen beslissing op bezwaar van 29 december 2008. In de bezwaarschriftprocedure was door Numico vergeefs aan de AFM verzocht een aan Numico opgelegde bestuurlijke boete van € 96.000 wegens overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:59 lid 1 (oud) Wft, thans opgenomen in art. 5:25i lid 2 Wft) te heroverwegen. Eerder was Numico – ook al tevergeefs – bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam met een schorsingsverzoek opgekomen tegen de eerste openbaarmaking van het boetebesluit van 8 juli 2007 (zie Vznr. Rb. Rotterdam 3 september 2008, «JOR» 2008/274, m.nt. Hoff). Het integrale boetebesluit in primo is – behoudens enkele onleesbaar gemaakte passages met persoonsgevoelige gegevens – te raadplegen via de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

2. In haar uitspraak oordeelt de rechtbank dat zij met de AFM van oordeel is dat Numico voorafgaande aan 9 juli 2007 beschikte over koersgevoelige informatie als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft. Redengevend daarvoor achtte de rechtbank dat Danone een verzoek aan Numico had gedaan om tot besprekingen te komen over een openbaar bod, dat Danone haar initiële voorstel van € 51 per aandeel had verhoogd naar € 53 en ten slotte dat de raad van commissarissen van Numico had ingestemd met het voeren van onderhandelingen waarbij de inzet een biedprijs was van ten minste € 55 per aandeel. Dat de voorzieningenrechter onder deze omstandigheden de stand van de overnamebesprekingen als koersgevoelige informatie aanmerkt, is weinig verrassend te noemen. De rechtbank motiveert haar oordeel door te wijzen op het gegeven dat eerdere geruchten omtrent overname van Numico hadden geleid tot een zeer volatiel koersverloop. Sterker had ik het gevonden als de rechtbank had verwezen naar de uitwerking van het koersgevoeligsvereiste in art. 1 lid 2 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (2003/124/EG). In deze uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie wordt onder “informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide instrumenten” verstaan “informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren”. Het fenomeen van de “redelijk handelende belegger” doet hier zijn intrede als maatstaf om de koersgevoeligheid van bepaalde concrete informatie te bepalen. De ervaring leert dat beleggers de hiervoor omschreven informatie over overnamebesprekingen uiterst relevant achten voor het nemen van een beleggingsbeslissing en dat zal dus ook voor de denkbeeldige “redelijk handelende belegger” gelden. Minder gelukkig acht ik de verwijzing door de rechtbank naar eerdere marktgeruchten over een overname van Numico, omdat de informatie waarover Numico in casu beschikte juist geen geruchten betrof. Dan is het mijns inziens niet juist om voor de beoordeling van de koersgevoeligheid van de informatie waarover Numico in concreto beschikte, welke informatie mogelijk relevant is voor de naleving van de openbaarmakingsplicht, een vergelijking te treffen met informatie die een geheel ander karakter heeft.

3. Een ander *issue* dat vermeldenswaard is, is het volgende. In zijn uitspraak van 3 september 2008 gaf de voorzieningenrechter een verrassend oordeel over de derde voorwaarde van de uitstelregeling van art. 5:59 lid 3 onderdeel c (oud) Wft (thans opgenomen in art. 5:25i lid 3 onderdeel c Wft), inhoudende dat uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie slechts mogelijk is indien de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie kan waarborgen (en indien bovendien aan twee overige aan de uitstelregeling verbonden voorwaarden wordt voldaan). De voorzieningenrechter oordeelde dat art. 14 lid 2 (oud) van het Besluit marktmissbruik Wft een beperking inhoudt ten opzichte van art. 5:59 lid 3 onderdeel c Wft. In die uitvoeringsregelgeving werd tot voor kort bepaald dat de vertrouwelijkheid van informatie voldoende is gewaarborgd indien de uitgevende instelling maatregelen heeft getroffen waardoor de toegang tot koersgevoelige

informatie wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie. De voorzieningenrechter was van oordeel dat de voorwaarde van art. 5:59 lid 3 onderdeel c (oud) Wft op een zodanige wijze uitgewerkt was in art. 14 lid 2 (oud) van het Besluit marktmisbruik Wft dat *als* de uitgevende instelling maatregelen heeft genomen waardoor de toegang tot koersgevoelige informatie wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie, de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie aldus voldoende is gewaarborgd. In deze benadering is de aan de uitstelregeling verbonden wettelijke voorwaarde door de uitwerking daarvan in de AMvB vernauwd en zal niet meer relevant zijn of de door de uitgevende instelling getroffen maatregelen effectief zijn gebleken om het resultaat, dat wil zeggen: het waarborgen van de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie, te verwezenlijken. De rechtbank slaat in deze uitspraak – in het voetspoor van de AFM – een andere weg in. Gelet op de wetsgeschiedenis (zie bijv. *Kamerstukken II*, 2004-2005, 29 827, nr. 7, p. 11) en gelet op het in art. 14 lid 2 (oud) van het Besluit marktmisbruik Wft voorkomende verbindingswoordje *waardoor* is de rechtbank van oordeel dat laatstgenoemde bepaling een voor de uitgevende instelling geldende doorlopende verplichting bevat maatregelen te treffen om de vertrouwelijkheid van achtergehouden informatie te waarborgen en dat indien en zodra de vertrouwelijkheid – om welke reden dan ook – niet langer meer kan worden gewaarborgd niet meer aan deze voorwaarde van de uitstelregeling wordt voldaan, zodat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie voor de uitgevende instelling herleeft.

4. Met de rechtbank kan in zoverre worden ingestemd dat het resultaat van deze redenering stellig overeenkomt met de ratio legis. Het gaat erom dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie moet kunnen waarborgen. Ingeval de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie – om welke reden dan ook – niet langer kan worden gewaarborgd, staat voor de uitgevende instelling geen beroep meer open op de uitstelregeling. Vanwege dit absolute waarborgkarakter en de honderdeneen redenen dat informatie toch kan uitlekken, is eigenlijk niet goed denkbaar dat uitgevende instellingen – behoudens in het geval een uitgevende instelling een organisatiestructuur zou hebben met *Big Brother*-achtige trekken – in staat zullen zijn effectieve maatregelen te treffen om de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie te waarborgen. Hoe moeten wij ons dat eigenlijk praktisch voorstellen? Het is daarom ook niet logisch dat in art. 14 lid 2 (oud) van het Besluit marktmisbruik Wft een verbinding werd gelegd tussen enerzijds het absolute waarborgkarakter van de derde voorwaarde van de uitstelregeling en anderzijds de aan de uitgevende instelling opgelegde doorlopende verplichting om maatregelen te treffen waardoor de vertrouwelijkheid van achtergehouden koersgevoelige informatie wordt gewaarborgd. Een dergelijke verbinding suggereert – en dat gebeurt mijns inziens dus ten onrechte – dat zolang de uitgevende instelling zich moeite heeft getroost om de (niet nader aangeduide) wettelijk vereiste maatregelen te treffen, zij nog steeds een beroep kan doen op de uitstelregeling. Die onterechte suggestie werd nog verder in de hand gewerkt door het gebruik van een adjectief in art. 14 lid 2 (oud) van het Besluit marktmisbruik Wft; het ging er namelijk om dat door het treffen van bepaalde maatregelen de vertrouwelijkheid *voldoende* was gewaarborgd.

5. Ik wijs er in dit verband op dat het systeem van de Richtlijn marktmisbruik anders is. De richtlijn is van art. 6 lid 2 – het waarborgen van de vertrouwelijkheid van informatie ten aanzien waarvan een beroep op de uitstelregeling wordt gedaan – is uitgewerkt in art. 3 lid 2 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking. De waarborgfunctie wordt in de aanhef van deze bepaling voorop gesteld en vervolgens worden op een niet-limitatieve wijze enkele maatregelen omschreven die een uitgevende instelling *met name* moet treffen om het beoogde doel te bereiken. Een dergelijke benadering spreekt mij aan, omdat daarmee benadrukt wordt dat een uitgevende instelling kan worden aangesproken op het uitblijven van het te waarborgen resultaat, ook al heeft zij door het treffen van een reeks van maatregelen wellicht haar stinkende best gedaan om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te waarborgen.

6. Onze nationale wetgever heeft in de uitspraak van de voorzieningenrechter in de Numico-zaak aanleiding gezien de uitvoeringsregelgeving aan te passen. Thans wordt namelijk in art. 4 lid 2 van het Besluit

uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft bepaald dat de uitgevende instelling, om de betrouwbaarheid van informatie te kunnen waarborgen, de toegang tot de informatie controleert en afdoende maatregelen treft waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie. Volgens de hier afgedrukte uitspraak van de rechtbank Rotterdam was deze aanpassing achteraf bezien dus niet nodig geweest. Verder valt op dat de wetgever in art. 4 lid 2 nog steeds een verbinding maakt tussen enerzijds het waarborgkarakter van de derde voorwaarde van de uitstelregeling en anderzijds het treffen van maatregelen door de uitgevende instelling, welke maatregelen dan wel volgens de huidige tekst *afdoende* moeten zijn om het te waarborgen resultaat te bewerkstelligen en daartoe dient de uitgevende instelling de toegang tot de informatie doorlopend te controleren. Het moge duidelijk zijn dat mijn keuze als wetgever zou zijn geweest om (nog) beter aan te sluiten bij het systeem van de Richtlijn marktmisbruik.

7. Op goede gronden oordeelt de rechtbank verder dat de AFM in redelijkheid gebruik heeft kunnen maken van de haar toekomende bevoegdheid een bestuurlijke boete wegens overtreding van de openbaarmakingsplicht door Numico op te leggen. Het vertrouwen van de effectenmarkt kan immers ernstig worden geschaad door het niet nakomen van de onverwijld plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Wat mij betreft gaat het hier om één van de meest belangrijke informatieverplichtingen van uitgevende instellingen. Ook de opgelegde boete van € 96.000 is volgens de rechtbank evenredig aan de ernst van de gedraging en de mate van verwijt dat Numico valt te maken. Gelet op het belang van een correcte naleving van de onverwijld openbaarmakingsplicht en de bestuurlijke boete van maximaal € 4 miljoen die heden ten dage op overtreding daarvan is gesteld, kan inmiddels in retrospect van een “flutbedrag” worden gesproken. Op één punt steekt de rechtbank Numico nog wel een helpende hand uit. Ambtshalve de rechtsgronden aanvullend, komt de rechtbank tot een verlaging van de opgelegde bestuurlijke boete met een welhaast symbolische 10%. Reden hiervoor is dat het tijdsverloop tussen het voornemen tot boeteoplegging van 10 december 2007 en de uitspraak in eerste aanleg – dat wil zeggen: 2 1/2 jaar later – maakt dat de boete in enigerlei mate als onevenredig hoog moet worden beschouwd. Daarbij wijst de rechtbank op vaste jurisprudentie met betrekking tot de redelijke termijn als bedoeld in art. 6 lid 1 EVRM. Uit die rechtspraak volgt dat een termijn van twee jaar tussen het aanvangen van de *charge* en de uitspraak nog als redelijk heeft te gelden. Het beroep van Numico is in zoverre gegrond.

8. Het beroep van Numico dat was gericht tegen de heroverweging door de AFM van het besluit tot vroegtijdige publicatie van het boetebesluit als bedoeld in art. 1:97 Wft wordt ongegrond bevonden door de rechtbank. Gelet op de tekst van art. 1:97 Wft was de AFM namelijk wettelijk verplicht de bestuurlijke boete openbaar te maken. Dat de hoogte van de bestuurlijke boete door nadien opgetreden tijdsverloop dient te worden gematigd, maakt dit niet anders. Daarbij verwijst de rechtbank uitdrukkelijk naar het eerder in uitspraken van haar voorzieningenrechter uiteengezette toetsingskader (zie «JOR» 2008/274 en «JOR» 2010/104 en 155). Onderdeel van dat toetsingskader is dat schorsing van de publicatie eerst in het vizier komt als de opgelegde bestuurlijke boete in een *wanverhouding* staat tot de ernst van de gedraging of de mate van verwijtbaarheid. Daarvan was in casu echter geen sprake. Verder is nog relevant te signaleren dat de rechtbank oordeelt dat het wettelijk systeem van vroegtijdige openbaarmaking van bestuurlijke boetes de toetsing aan art. 6 lid 1 EVRM kan doorstaan. Daarbij kent de rechtbank gewicht toe aan de omstandigheid dat tegen de eerste openbaarmaking van het boetebesluit een voorziening heeft opengestaan en dat aan de voorzieningenrechter blijkens de hiervoor aangehaalde rechtspraak *full jurisdiction* toekomt met betrekking tot vragen die leiden tot de boeteoplegging zelf, die de grondslag vormt voor de publicatie. Verder wijst de rechtbank erop dat, ook wanneer de publicatie als een bestraffende sanctie zou moeten worden aangemerkt, het *ne bis in idem*-beginsel niet in de weg staat aan de handhaving van de onlosmakelijk met de openbaarmaking verbonden bestuurlijke boete (zie daarvoor ook alreeds Rb. Rotterdam 8 april 2010, «JOR» 2010/158, m.nt. Voerman). Principieel anders over de verenigbaarheid van de vroegtijdige publicatie met art. 6 EVRM: D.R. Doorenbos, *Naming & Shaming* (oratie Radboud Universiteit Nijmegen), Serie Onderneming en Recht, deel 38, Deventer: Kluwer 2007, p. 57 e.v.

9. Ten slotte beoordeelt de rechtbank nog de toepassing die door de AFM in de beslissing op bezwaar aan art. 1:98 Wft is gegeven. Met het oog op de na te streven normaanscherping is wettelijk voorzien in het openbaar maken van een besluit tot het opleggen van een bestuurlijke boete nadat het besluit – en dat kan het boetebesluit in primo zijn of de beslissing op bezwaar – rechtens onaantastbaar is geworden. Deze publicatieplicht lijdt alleen uitzondering indien openbaarmaking van het besluit in strijd is of zou kunnen komen met het doel van het door de toezichthouder uit te oefenen toezicht op de naleving van de Wft. Publicatie zal moeten plaatsvinden, ook indien het boetebesluit – zoals in het onderhavige geval – eerder al op grond van art. 1:97 Wft openbaar is gemaakt. Naar het oordeel van de rechtbank kan dit onderdeel van het bestreden besluit in stand blijven. De rechtbank oordeelt dat aan het nogmaals publiceren van het boetebesluit in casu niet in de weg staat: (i) het tijdsverloop na het opleggen van de bestuurlijke boete en (ii) de matiging van de bestuurlijke boete door de rechtbank. Wel geeft de rechtbank nog mee dat het voor de hand ligt dat de matiging van de bestuurlijke boete vanwege de duur van de procedure in het persbericht wordt vermeld.

G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff te Amsterdam