

Lekenpraatje

Met toestemming van het College van Decanen wil ik ter verkrijging van de graad van doctor aan de Radboud Universiteit Nijmegen mijn proefschrift, getiteld 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie', een wetenschappelijke proeve op het gebied van de Rechtsgeleerdheid, in het openbaar verdedigen.

Beursvennootschappen – u moet daarbij bijvoorbeeld denken aan Philips, Shell of Ahold – zijn onderworpen aan een reeks van informatieverplichtingen. Een bijzondere reden om dergelijke verplichtingen aan dit soort vennootschappen op te leggen, is dat de aandelen van deze vennootschappen publiekelijk worden verhandeld op een effectenbeurs. Met het oog op een zuivere koersvorming is het van belang dat beursvennootschappen actuele, volledige en betrouwbare informatie aan de effectenmarkt verschaffen over hun commerciële en financiële prestaties en vooruitzichten.

Er bestaat dus een rechtstreeks verband tussen het reilen en zeilen van een beursvennootschap en de ontwikkeling van haar beurskoers. Ik zou het als volgt willen uitdrukken: bedrijfsinformatie is de smeerolie die nodig is om de effectenmarkt goed te laten draaien.

Als ik spreek over informatieverplichtingen dan denkt u misschien in eerste instantie aan de publicatie van jaarcijfers. Hoewel jaarverslagen ongetwijfeld nuttige documenten zijn, moet bedacht worden dat de daarin opgenomen informatie ten tijde van publicatie alweer verouderd is. Publicatie van jaarverslagen vindt dan ook met name plaats om achteraf aan de algemene vergadering van aandeelhouders rekening en verantwoording af te leggen over de wijze waarop het bestuur in het afgelopen boekjaar zijn taak heeft volbracht.

Het komt er eigenlijk op neer dat de effectenmarkt veel meer belang hecht aan openbaarmaking van *up-to-date* informatie.



En dan gaat het om informatie over onverwachte tegen- of meevallers in de ontwikkeling van omzet of resultaat, een overname die wordt gepleegd, het vertrek van een topbestuurder of een ingrijpende herstructurering waartoe is besloten. Gelet op die informatiebehoefte bevat onze financiële toezichtswetgeving een doorlopende verplichting voor beursvennootschappen om informatie onverwijld openbaar te maken indien en zodra die informatie koersgevoelig is. En dan ben ik inmiddels aanbeland bij het onderwerp van mijn proefschrift.

Mijn proefschrift handelt over vragen als: welke informatie moeten beursvennootschappen door middel van onder meer een persbericht naar buiten brengen en wanneer moeten zij dat doen? Hoe moeten die vragen beantwoord worden als beursvennootschappen er een specifiek

belang bij hebben dat bepaalde informatie nog niet openbaar gemaakt wordt, bijvoorbeeld omdat die informatie nog met onzekerheid is omgeven? Die onzekerheid kan schuilen in de onzekere, verdere ontwikkeling van tegenvallende bedrijfsresultaten of de ongewisse afloop van overnameonderhandelingen. Weer een andere onderzoeksvraag is hoever beursvennootschappen kunnen gaan in het onderhouden van selectieve contacten met institutionele beleggers waarbij relevante bedrijfsinformatie alleen met hen wordt uitgewisseld?

Het belang van een juiste beantwoording van al dit soort vragen springt meteen in het oog als ik u vertel dat op overtreding van de openbaarmakingsplicht een bestuurlijke boete is gesteld van maximaal € 4 miljoen en dat die boete door de AFM niet alleen aan de beursvennootschap, maar sinds kort ook aan individuele bestuurders kan worden opgelegd. De wetgever heeft er bovendien welbewust voor gekozen om ook strafrechtelijke handhaving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie mogelijk te maken.

Om u nu een idee te geven van mijn onderzoeksbevindingen zal ik er in deze inleiding één voor u uitlichten.

Wie de tekst van de wettelijke regeling bestudeert, zal het meteen opvallen dat het kernbegrip van de openbaarmakingsplicht van beursvennootschappen nagenoeg identiek is aan het begrip ‘voorwetenschap’ uit de voorwetenschapswetgeving. De gelijkschakeling van die begripsinhoud is rechtstreeks terug te voeren op een keuze die door de Europese wetgever is gemaakt.

Hoewel de Europese wetgever heeft nagelaten deze keuze te motiveren, is een motivering daarvoor wel aannemelijk te maken. Naar mag worden aangenomen, heeft de wetgever de naleving van de openbaarmakingsplicht vooral willen aanmerken als een preventieve maatregel ter voorkoming van handel met voorwetenschap. De gedachte is simpel: als beursvennootschappen het belegend publiek zo spoedig mogelijk in kennis stellen van informatie die als voorwetenschap kwalificeert, dan zal daardoor onoirbaar gebruik van die informatie door *insiders* kunnen worden voorkomen.

Met die benadering ziet de wetgever mijns inziens over het hoofd dat de hoofddoelstelling van de openbaarmakingsplicht een geheel andere is. Die hoofddoelstelling is dat de effectenmarkt wordt voorzien van kwalitatief goede informatie over beursvennootschappen, zodat beleggers in staat zijn om goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. Ik zal nu proberen te verduidelijken tot welke perikelen die beperkte benadering van de wetgever zou kunnen leiden.

Zoals u wellicht bekend is, wordt met het voorwetenschapsverbod beoogd tegen te gaan dat *insiders* op de effectenmarkt gebruik maken van een informatievoorsprong door voor hen voordelige effectentransacties te verrichten. Een dergelijke informatievoorsprong kan ontstaan als gevolg van het feit dat informatie aan iemand in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris – ter kennis is gekomen. Gelet op die ratio ligt het niet voor de hand aan de omvang van de informatievoorsprong al te hoge eisen te stellen. Het zal immers de bedoeling zijn een effectieve drempel voor *insiders* op te werpen om effectentransacties te verrichten indien en zodra een informatievoorsprong hen in staat stelt met meer kennis dan waarover anderen beschikken een transactie te verrichten.

Ingezien moet worden dat dit een geheel ander doel is dan met de openbaarmakingsplicht wordt nagestreefd. Goed denkbaar is namelijk dat de beursvennootschap op basis van diezelfde informatie nog helemaal niet in staat is om vast te stellen of bijvoorbeeld een door haar genomen initiatief een reëel uitzicht biedt op resultaat of dat bepaalde in gang zijnde resultaatsontwikkelingen zich zullen bestendigen. Gelet op de met de openbaarmakingsplicht nagestreefde hoofddoelstelling kan het wenselijk zijn dat het de beursvennootschap wordt toegestaan in een dergelijk geval vooralsnog een afwachtende houding aan te nemen en deze informatie niet meteen in een ongepolijste vorm – mede gelet ook op het risico van aansprakelijkheid voor misleidende informatie – gepubliceerd behoeft te worden.

De taaluitingen van beursvennootschappen dienen dus iets subtieler te worden benaderd dan die van Bokito.



Ik realiseer me dat het tonen van deze weinig academisch getinte afbeelding bij deze promotieplechtigheid aan een kans om ooit ergens hoogleraar te worden wel definitief in de weg zal staan. Maar wat ik zeggen wil, is uiteraard dat de begripsomschrijving van ‘voorwetenschap’ zich volgens mij goed laat vergelijken met de ongearticuleerde oerkreten van deze gorilla. Die rauwe, primitieve kreten lijken mij hanteerbaar voor de handhaving van het voorwetenschapsverbod, omdat reeds een minimale informatievoorsprong eventueel met succes op de effectenmarkt uitgebaat kan worden. Het begrip ‘voorwetenschap’ lijkt mij zeker niet de geëigende taalvorm aan de hand waarvan onze beursgenoteerde *blue chips* aan de zo belangrijke openbaarmakingsplicht zouden dienen te voldoen. Aan beursvennootschappen moet nu eenmaal bewegingsruimte worden gegund een eenduidige, coherente boodschap over feiten en gebeurtenissen bij de beursvennootschap te verkondigen en die ruimte zal hen stellig niet worden geboden door de ongelukkige keuze van de wetgever daarvoor aan te knopen bij het begrip ‘voorwetenschap’.

Kortom, het is mijns inziens een regelrechte misslag geweest van de Europese wetgever het begrip ‘voorwetenschap’ te gebruiken voor zulke uiteenlopende voorschriften als het voorwetenschapsverbod enerzijds en de openbaarmakingsplicht van beursvennootschappen anderzijds. Om die reden bepleit ik in mijn proefschrift dat een norm voor de openbaarmakingsplicht wordt geïntroduceerd die meer recht doet aan de primaire doelstelling van deze informatieplicht.

Ik kom langzaamaan tot een afronding. Bedrijfsinformatie – en hetzelfde geldt overigens voor ons universitair onderwijs – dient in ruime mate toegankelijk en van onberispelijke kwaliteit te zijn. Het is dan vervolgens aan beleggers om op basis van die informatie zelf beleggingsbeslissingen te nemen.



Criticasters zullen mij tegenwerpen – mogelijk onder verwijzing naar deze bekende cartoon van Jos Collignon – dat beleggers helemaal niet rationeel zijn, dat zij het inzicht missen om bepaalde informatie op waarde te schatten en dat zij kuddegedrag vertonen zoals deze lemmingen die de wetten van de zwaartekracht trotseren als gevolg van de gebakken lucht die de Nieuwe Economie hen verkoopt. De irrationaliteit die af en toe op de effectenmarkt valt waar te nemen, zou volgens deze lieden een goede reden opleveren voor het gedoseerd mogen verstrekken van informatie aan beleggers of zou een goede grond kunnen zijn om aan meer terzake kundige beleggers meer informatie te mogen verschaffen dan aan anderen.

Wie mijn proefschrift leest, zal ontdekken dat mijn mensbeeld een ander is. Ik ben van het optimistische soort. Beleggers zijn wel degelijk in staat informatie op waarde te schatten. Aan andersluidende paternalistische oordelen heb ik een broertje dood. Daarom zal naar mijn oordeel relevante bedrijfsinformatie onder alle omstandigheden eerlijk met de hele effectenmarkt gedeeld moeten worden.

Na deze samenvatting van mijn proefschrift gegeven te hebben, geef ik het woord terug aan u, mijnheer de rector.