

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie; een pleidooi voor meer transparantie, betere wetgeving en actiever toezicht

Mr. G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff N.V. te Amsterdam

1. Inleiding

Het onderwerp van mijn voordracht vanmiddag – de voor uitgevende instellingen geldende plicht tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie – levert een worsteling op met een nogal weerbarstige materie. Welke informatie moeten uitgevende instellingen door middel van onder meer een persbericht naar buiten brengen en wanneer moeten zij dat precies doen? Hoe moeten die vragen beantwoord worden als uitgevende instellingen een specifiek belang erbij hebben dat bepaalde informatie nog niet openbaar gemaakt wordt, bijvoorbeeld omdat die informatie nog met onzekerheid is omgeven? Die onzekerheid kan bijvoorbeeld schuilen in de onzekere, verdere ontwikkeling van tegenvallende bedrijfsresultaten of de onzekere afloop van overnameonderhandelingen die gevoerd worden. Weer een andere vraag is tot hoever uitgevende instellingen nog kunnen gaan in het onderhouden van selectieve contacten met institutionele beleggers of analisten waarbij relevante bedrijfsinformatie wordt uitgewisseld.

Het belang van een juiste beantwoording van dit soort vragen springt meteen in het oog zodra we ons realiseren dat op overtreding van de openbaarmakingsplicht sinds vorig jaar een bestuurlijke boete is gesteld van maximaal €4 miljoen en dat die boete niet alleen aan de uitgevende instelling, maar inmiddels ook aan de feitelijk leidinggevers, kan worden opgelegd. Ik laat dan nog maar daar dat de wetgever er welbewust voor heeft gekozen om de openbaarmakingsplicht ook strafrechtelijk te kunnen handhaven. Ik haast mij daaraan nog wel toe te voegen – en dat zal voor sommigen van u een verrassing zijn – dat door slordigheid van de wetgever de strafbaarstelling van de openbaarmakingsplicht in de Wet op de economische delicten vorig jaar per ongeluk is komen te vervallen. Zodra men in hier in Den Haag weer gewoon aan het werk gaat – en dat bij voorkeur ook met enige accuratesse – kan de reeds aangekondigde hersteloperatie van de strafbaarstelling weer ter hand worden genomen.

Ook op een andere wijze kan het belang van een juiste beantwoording van dit soort vragen inzichtelijk worden gemaakt. Voor een adequaat functioneren van de effectenmarkt is het van groot belang dat beleggers vertrouwen hebben in de goede werking van die markt. Dit vertrouwen is zowel van belang voor uitgevende instellingen die voor hun activiteiten fondsen nodig hebben als voor beleggers die fondsen aan uitgevende instellingen ter beschikking stellen. Teneinde het vertrouwen van beleggers te winnen en daarna ook te behouden, zal aan beleggers actuele, volledige en betrouwbare informatie verstrekt moeten worden over uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten op de effectenmarkt worden verhandeld. Hierdoor worden beleggers in staat gesteld om goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. Die openbaar te maken informatie over uitgevende instellingen zal tevens een bijdrage leveren aan een efficiënte prijsvorming op de effectenmarkt. Daardoor wordt een optimale allocatie van middelen bevorderd.

Minstens zo belangrijk voor een adequaat functioneren van de effectenmarkt is dat beleggers er bovendien op kunnen vertrouwen dat de handel op de effectenmarkt op een eerlijke wijze plaatsvindt. Niemand zal immers nog aan de effectenhandel willen deelnemen als vals spel – denk aan handel met voorwetenschap doordat de *happy few* alvast op de hoogte is gesteld van

de aankomende bedrijfsresultaten – schering en inslag is. Deze vormen van vals spel zijn zonder twijfel fnuikend voor het adequaat functioneren van de effectenmarkt.

Tegen deze achtergrond is het begrijpelijk dat het vertrouwen van beleggers in de goede werking van de effectenmarkt wordt bevorderd door zo veel als mogelijk en nuttig transparantie voor te schrijven. Transparantie betekent in dit verband dat beleggers in de gelegenheid worden gesteld om gelijktijdig kennis te nemen van dezelfde, voor het nemen van beleggingsbeslissingen relevante, informatie. Op die wijze wordt bevorderd dat alle beleggers op de effectenmarkt gelijke kansen hebben op winst en verlies. Door voor te schrijven dat zo veel als mogelijk en nuttig transparantie betracht moet worden, zal vals spel bovendien geen kans krijgen, althans worden bemoeilijkt. De Nederlandse financiële toezichtswetgeving bevat daarom een reeks van informatieverplichtingen. Die informatieverplichtingen rusten vooral – maar niet uitsluitend – op uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten op de effectenmarkt worden verhandeld.

Ik focus mij vanmiddag op de permanente verplichting van uitgevende instellingen voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft onverwijld openbaar te maken (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft). Het gaat hier om een incidentele informatieverplichting waaraan door uitgevende instellingen moet worden voldaan indien en zodra informatie als ‘voorwetenschap’ kwalificeert en rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft. Gewoonlijk wordt deze door uitgevende instellingen openbaar te maken informatie met het begrip ‘koersgevoelige informatie’ aangeduid. Dat is ook de term die ik verder in het vervolg van mijn betoog zal hanteren.

Met de naleving van deze informatieverplichting wordt beoogd de informatiekloof te dichten die kan ontstaan indien uitgevende instellingen de effectenmarkt uitsluitend periodiek zouden behoeven te informeren. Immers, een doorlopende openbaarmakingsplicht brengt de verzekering mee dat een gestage informatiestroom in stand wordt gehouden waardoor beleggers permanent inzicht hebben in het wel en wee van uitgevende instellingen. Opmerkelijk is – en ik denk dat het goed is u daar alvast op te attenderen, omdat ik daar later op teruggrijp – dat de overzeese bakermat van onze effectenwetgeving een dergelijke permanente informatieverplichting niet kent. In de USA geldt namelijk een *general rule of nondisclosure* als uitgangspunt, waarop dan weer wel enkele uitzonderingen worden gemaakt.

2. Het begrip ‘voorwetenschap’ als grondslag van de openbaarmakingsplicht

Wat meteen opvalt aan de wettelijke regeling van de openbaarmakingsplicht is dat het daarvoor gehanteerde kernbegrip nagenoeg identiek is aan het in het transactieverbod gehanteerde begrip ‘voorwetenschap’. De gelijkschakeling van deze begripsinhoud is rechtstreeks terug te voeren op een fundamentele keuze die in de Richtlijn marktmisbruik is gemaakt. In verband met de in deze Europese richtlijn tot uitgangspunt genomen volledige harmonisatie was de Nederlandse wetgever verplicht deze keuze één-op-één in onze nationale wetgeving over te nemen.

De gelijkschakeling van deze kernbegrippen is door de wetgever toch enigszins gemitigeerd. In de *eerste* plaats geldt dat de openbaarmakingsplicht slechts betrekking heeft op voorwetenschap die rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft. Het begrip ‘koersgevoelige informatie’ dat wordt gehanteerd voor de naleving van de openbaarmakingsplicht is dus een deelverzameling van het ruimere begrip ‘voorwetenschap’.

Daarbuiten valt informatie met betrekking tot de handel en informatie die middellijk op de uitgevende instelling betrekking heeft. In de *tweede* plaats wordt aan uitgevende instellingen de mogelijkheid geboden om in uitzonderlijke gevallen en onder strikte voorwaarden openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. Op die uitstelregeling zal ik later nog terugkomen.

Opmerkelijk is dat de Europese wetgever heeft nagelaten zijn keuze te motiveren om in de Richtlijn marktmisbruik min of meer één-en-hetzelfde begrip ‘voorwetenschap’ te hanteren bij de formulering van zowel het transactieverbod als de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen. Het lijkt goed daaraan enige aandacht te besteden. Een motivering voor deze keuze is namelijk wel aannemelijk te maken. Naar mag worden aangenomen, heeft de Europese wetgever het voorschrijven van de openbaarmakingsplicht voor uitgevende instellingen vooral willen aanmerken als een preventieve maatregel ter voorkoming van handel met voorwetenschap. Het uitgangspunt is dan kennelijk dat informatie die kwalificeert als voorwetenschap, en die door *insiders* niet gebruikt mag worden voor het verrichten van transacties in financiële instrumenten, onverwijld door uitgevende instellingen openbaar gemaakt moet worden. De daaraan ten grondslag liggende gedachte zal zijn geweest dat – als uitgevende instellingen het belegend publiek zo spoedig mogelijk in kennis stellen van informatie die als voorwetenschap kwalificeert – onoorbaar gebruik daarvan door *insiders* zo veel mogelijk wordt uitgebannen. Die gedachte is ook met zoveel woorden in de wetsgeschiedenis op diverse plaatsen terug te vinden.

Dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in dit opzicht een nuttige functie kan vervullen, lijkt nauwelijks voor betwisting vatbaar. Als gevolg van het opnemen van de regeling van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen in de Richtlijn marktmisbruik is ook eenvoudig te verklaren dat de gedachte kon opkomen dat de openbaarmakingsplicht een preventieve maatregel ter voorkoming van marktmisbruik zou zijn. Ik zou echter menen dat aan de aldus geschetste beperkte visie van de wetgever op de doelstelling die met de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen wordt nagestreefd, een aantal ongewenste gevolgen verbonden is. Ik licht er nu één voor u uit.

Met die beperkte benadering ziet de wetgever over het hoofd dat de hoofddoelstelling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie echt een geheel andere is. Die hoofddoelstelling is dat beleggers worden voorzien van actuele, volledige en betrouwbare informatie over uitgevende instellingen, zodat zij in staat zijn om goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. De beperkte benadering van de wetgever zou ertoe kunnen leiden dat de reikwijdte van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instelling voortaan uitsluitend wordt gedicteerd door de doelstelling dat handel met voorwetenschap door al dan niet aan de uitgevende instelling verbonden *insiders* dient te worden voorkomen. Het lijkt niet te gewaagd te veronderstellen dat – als dat gezichtspunt daadwerkelijk het ijkpunt zou moeten zijn voor de naleving van de openbaarmakingsplicht – de hoofddoelstelling van de openbaarmakingsplicht daaronder zal kunnen lijden.

Ik zal dat proberen te verduidelijken. Gelijk bekend, wordt met het transactieverbod beoogd tegen te gaan dat *insiders* op de effectenmarkt gebruik maken van een informatievoorsprong door transacties in financiële instrumenten te verrichten. Een dergelijke informatievoorsprong kan voor *insiders* ontstaan als gevolg van het feit dat informatie aan hen in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris van een uitgevende instelling – ter kennis is gekomen. Gelet op deze ratio ligt het niet voor de hand aan de omvang van deze informatievoorsprong al te hoge eisen te stellen. Het zal immers de bedoeling zijn een

effectieve drempel voor *insiders* op te werpen om transacties in financiële instrumenten te verrichten indien en zodra een informatievoorsprong hen in staat stelt met meer kennis dan waarover anderen beschikken een transactie te verrichten.

Dat is een geheel ander doel dan met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wordt nagestreefd. Goed denkbaar is namelijk dat de uitgevende instelling 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 dat beleggers dienen te worden voorzien van actuele, volledige en betrouwbare informatie over de uitgevende instelling kan het wenselijk zijn dat het de uitgevende instelling is toegestaan in een dergelijk geval vooralsnog een afwachtende houding aan te nemen en zij deze informatie niet meteen in een ongearticuleerde vorm – mede gelet op de risico's van marktmanipulatie – behoeft te publiceren.

De taaluitingen van uitgevende instellingen zijn dus iets verder ontwikkeld dan die van Bokito. U begrijpt mijn boodschap: de begripsomschrijving van 'voorwetenschap' laat zich goed vergelijken met de ongearticuleerde oerkreten van deze gorilla. Die oerkreten lijken mij prima hanteerbaar voor de handhaving van het transactieverbod, maar dat lijkt mij zeker niet de geëigende taalvorm voor onze *blue chips*.



Ook op een andere wijze kan verduidelijkt worden dat de keuze om één-en-hetzelfde begrip ten grondslag te leggen aan zowel de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen als het transactieverbod een ongelukkige is geweest. Het is namelijk bepaald niet zo dat het gebruik van hetzelfde begrip in verband met deze twee voorschriften – de één een verbodsbepaling, de ander een gebodsbepaling – ook betekent dat de naleving daarvan complementair aan elkaar is.

Zo kan het voorkomen dat bepaalde op de uitgevende instellingen betrekking hebbende informatie al wel mag worden gebruikt voor het nemen van beleggingsbeslissingen omdat die informatie openbaar is, maar dat de uitgevende instelling haar openbaarmakingsplicht nog wel moet naleven. Te denken valt aan een *slip of the tongue* van een bestuursvoorzitter tijdens een presentatie in een algemene vergadering of in een interview dat afgedrukt staat in een krant. Degene die het nieuwtje aldus verneemt mag vrij handelen, maar een persbericht met daarin opgenomen deze koersgevoelige informatie zal nog wel moeten worden uitgegeven door de uitgevende instelling.

Omgekeerd is het mogelijk dat de openbaarmakingsplicht ten aanzien van bepaalde informatie niet (of nog niet) behoeft te worden nageleefd, maar dat bekendheid met diezelfde informatie

een *insider* wel verhindert om nog een transactie te doen. Te denken valt aan toekomstgerichte informatie, zoals bijvoorbeeld een door de uitgevende instelling voor intern gebruik opgestelde winstprognose of een groei doelstelling. Dergelijke informatie zal gewoonlijk naar haar aard te onzeker zijn om als door de uitgevende instelling openbaar te maken koersgevoelige informatie in aanmerking te komen. Een *insider* die kennis van deze interne cijfers heeft, zal daarvan echter geen gebruik mogen maken door een transactie te verrichten.

Kortom, het is mijns inziens een regelrechte misslag geweest van de Europese wetgever om één-en-hetzelfde begrip ‘voorwetenschap’ te gebruiken voor zulke uiteenlopende voorschriften als het transactieverbod en de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen. Later kom ik nog te spreken over de zogeheten uitstelregeling. Met die regeling zullen de tekortkomingen van het begrip ‘voorwetenschap’ in relatie tot de naleving van de openbaarmakingsplicht mijns inziens niet gerepareerd kunnen worden.

3. Relevantiestandaard voor naleving van de openbaarmakingsplicht is de redelijk handelende belegger

Wanneer is informatie eigenlijk koersgevoelig, zodat die informatie – behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling – onverwijld door uitgevende instellingen openbaar gemaakt moet worden? Welke relevantiestandaard dient gehanteerd te worden om de koersgevoeligheid van bepaalde informatie vast te stellen? Dat is uiteraard de centrale vraag die bij deze informatieverplichting hoort.

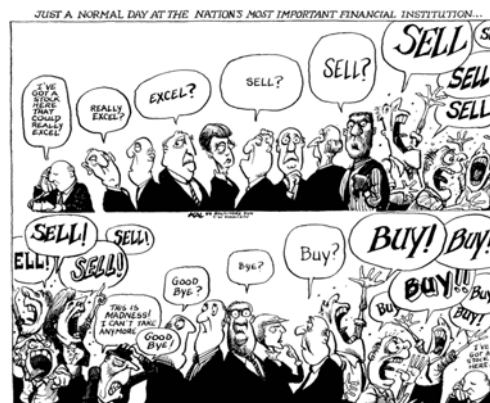
De wet lijkt duidelijk te zijn. Geëist wordt dat openbaarmaking van de informatie door de uitgevende instelling “significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten” (art. 5:53 lid 1 Wft). Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de wetgever voor de omschrijving van het koersgevoeligheidsvereiste bewust géén aansluiting heeft gezocht bij de bewoordingen van de Richtlijn marktmisbruik, waarin over “aanzienlijke invloed” (en niet over “significante invloed”) wordt gesproken, maar bij die van een technische uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie. In die uitvoeringsrichtlijn wordt het fenomeen van de redelijk handelende belegger geïntroduceerd. Informatie is volgens deze uitvoeringsrichtlijn koersgevoelig wanneer een redelijk handelende belegger daarvan waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. Wolliger kan het bijna niet opgeschreven worden.

De wetgever heeft aangenomen dat met deze begripsomschrijving een volledige uitwerking is gegeven aan de richtlijneis, zodat het niet nodig is óók nog vast te stellen dat openbaarmaking van de bewuste informatie “aanzienlijke invloed” op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten zou kunnen hebben. Anders gezegd: als de informatie voor een belegger betekenisvol is, dan zal van die informatie een aanzienlijke invloed op de koers uit kunnen gaan. Of die aanname van de wetgever verenigbaar is met de bedoeling van de Europese wetgever is vanwege het ontbreken van een heldere toelichting op de Richtlijn marktmisbruik niet vast te stellen. Ondertussen geven de doctrine, CESR – het samenwerkingsverband van nationale effectentoezichthouders – en het Hof van Justitie van de Europese Unie op dit punt *mixed messages* af. Zo wordt door CESR bijvoorbeeld geoordeeld dat de maatstaf van de redelijk handelende belegger slechts behulpzaam is bij het identificeren van de soort informatie die relevant is voor de naleving van de openbaarmakingsplicht. In die

benadering zou dan nog een vervolgstap gezet moeten worden om te beoordelen of die informatie bij openbaarmaking een aanzienlijke invloed op de beurskoers zou kunnen hebben.

Mijn eigen visie op dit vraagstuk is dat de Europese wetgever zich op een heilloos spoor heeft begeven door de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen te koppelen aan de mogelijke invloed die openbaarmaking van informatie op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten zou kunnen hebben. Die beurskoers blijkt om diverse redenen niet altijd een betrouwbaar kompas te zijn voor het vaststellen van de betekenis of 'waarde' die aan bepaalde informatie over een uitgevende instelling moet worden toegekend. Bij de openbaarmakingsplicht dient het mijns inziens voor alles te gaan om het verschaffen van actuele, volledige en betrouwbare informatie die door beleggers waarschijnlijk relevant wordt gevonden voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Wanneer men dat doel voor ogen houdt, past bij een omschrijving van het koersgevoeligheidsvereiste zeker niet een eenzijdige focus op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Het fenomeen van de redelijk handelende belegger – ook al is de wijze waarop dat fenomeen in de uitvoeringsrichtlijn is omschreven omgeven met enkele onzekerheden – biedt daarentegen wel dat betrouwbare kompas om te bepalen welke informatie koersgevoelig is en dus openbaar gemaakt moet worden en wanneer dat dient te geschieden.

Mij zou kunnen worden tegengeworpen dat beleggers juist helemaal niet rationeel zijn en dat van het kuddegedrag van beleggers en andere vormen van irrationeel handelen vele voorbeelden te geven zijn.



Ik ga die tegenwerping hier niet bestrijden, ook al zou onze gastheer van vanmiddag – de VEB – dat misschien graag wensen. Mij gaat het er thans om dat de maatman van de redelijk handelende belegger – ook al bestaat die belegger realiter helemaal niet – een bruikbaar richtsnoer is voor de naleving van de openbaarmakingsplicht door uitgevende instellingen.

Soms zijn tegenstellingen minder groot dan zij op het eerste gezicht lijken of worden voorgesteld. Het is maar zeer de vraag of de tegenstelling tussen de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste langs de lijnen van het fenomeen van de redelijk handelende belegger dan wel van de invloed die mogelijk uitgaat op de beurskoers van financiële instrumenten op goede gronden wordt gemaakt. Is het niet veeleer zo dat de vaststelling dat bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de doorsnee belegger tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie dus invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling

uitgegeven financiële instrumenten? Of anders gezegd: hebben wij hier niet feitelijk van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille?

Mijn keuze voor het fenomeen van de redelijk handelende belegger als de maatstaf voor de invulling van het koersgevoeligsvereiste is ook nog te onderbouwen met een wetsystematisch argument. Uit de wettelijke regelingen van het prospectus en het biedingsbericht – en ik werk dat nu niet verder uit – komt een beeld naar voren dat min of meer diezelfde redelijk handelende belegger als maatstaf moet worden genomen bij het samenstellen van deze documenten. Niet goed te begrijpen valt waarom de norm voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie dan opeens geheel anders en met een eenzijdige focus op de beurskoers zou moeten luiden.

Een laatste opmerking nog over deze relevantiestandaard. Ter legitimering van de selectieve contacten die uitgevende instellingen met marktpartijen onderhouden, wordt – ook in de Nederlandse situatie – wel het begrip ‘*differential disclosure*’ van stal gehaald. Met dit begrip zou dan worden aangegeven dat uitgevende instellingen bij hun informatievoorziening aan de effectenmarkt ermee rekening mogen houden dat marktpartijen verschillende informatiebehoefte hebben. Aldus zou aan de ene marktdeelnemer meer informatie verstrekt mogen worden dan aan de andere.

Ik plaats hier twee kanttekeningen bij. In de *eerste* plaats geldt dat het begrip ‘koersgevoelige informatie’ niet zonder reden bij de maatstaf van de redelijk handelende belegger aanknoopt. Die maatstaf geldt als een minimum standaard voor de door de uitgevende instelling aan de effectenmarkt te verstrekken informatie. Met deze maatstaf wordt mijns inziens niet beoogd te bewerkstelligen dat bepaalde informatie exclusief ten behoeve van (meer) professionele marktpartijen verstrekt mag worden. In de *tweede* plaats mag niet uit het oog worden verloren dat de herkomst van het begrip ‘*differential disclosure*’ een bijzondere is. Om het hoofd te kunnen bieden aan de onleesbaarheid van steeds verder uitdijende prospectussen zijn in de USA diverse initiatieven ondernomen om deze documenten gebruiksvriendelijker te maken, zoals bijvoorbeeld het opnemen van samenvattingen (de zogeheten *Mother Goose summary*). Het doel van *differential disclosure* is dus zeker niet om meer gedetailleerde informatie over de uitgevende instelling wel aan bepaalde professionele marktpartijen te verstrekken, maar diezelfde informatie aan gewone beleggers te onthouden als zij op de ontvangst daarvan prijs zouden stellen.

4. De uitstelregeling

Het uitgangspunt van de wettelijke regeling is dat een uitgevende instelling verplicht is om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. De wetgever heeft niettemin onderkend dat het een uitgevende instelling in uitzonderlijke gevallen toegestaan dient te worden openbaarmaking uit te stellen. Hieraan ligt – kort gezegd – de gedachte ten grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden in uitzonderlijke gevallen deze geheimhouding wordt toegestaan. Dit betekent dat een uitgevende instelling in een dergelijk geval mag besluiten om bepaalde informatie nog niet openbaar te maken, ondanks het feit dat zij bekend is met informatie die aan alle bestanddelen van koersgevoelige informatie voldoet.

Bij het nemen van een uitstelbesluit dient de uitgevende instelling drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht te nemen:

- a. het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling;
- b. van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten;
- c. de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van deze informatie waarborgen.

Het door de uitgevende instelling genomen uitstel mag slechts voortduren zolang aan elk van deze drie voorwaarden wordt voldaan. Wordt niet langer aan één of meer van deze voorwaarden voldaan, dan dient de uitgevende instelling de koersgevoelige informatie op de wettelijk voorgeschreven wijze onverwijld openbaar te maken.

Ik loop met u de voorwaarden van de uitstelregeling langs.

Rechtmatig belang bij uitstel

Het begrip ‘rechtmatig belang’ is nogal onbepaald. De wetgever heeft in uitvoeringsregelgeving van de Wet op het financieel toezicht iets meer zicht gegeven op de reikwijdte van het begrip ‘rechtmatig belang’. Dat is gebeurd door voorbeelden te geven van een rechtmatig belang, zoals lopende onderhandelingen over de totstandkoming van een overname of een fusie of de situatie dat een besluit van het bestuur nog goedgekeurd dient te worden door de raad van commissarissen terwijl het verkrijgen van die goedkeuring geen uitgemaakte zaak is. Die verduidelijking is ook gegeven door uitdrukkelijk te bepalen dat ter zake van bepaalde informatie geen beroep op de uitstelregeling openstaat. Die laatste weg is bijvoorbeeld gevolgd ten aanzien van bepaalde mededelingen die in het kader van het biedingsprocedure dienen te worden gedaan.

Geen misleiding van het publiek te duchten

De tweede voorwaarde van de uitstelregeling houdt in dat van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten mag zijn. Ook deze voorwaarde behoeft enige toelichting. Immers, het door de uitgevende instelling genomen uitstel impliceert uit de aard der zaak dat bepaalde koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling doelbewust wordt achtergehouden. Teneinde te voorkomen dat elk beroep op de uitstelregeling illusoir wordt, zal aan het begrip ‘misleiding’ in deze context dan ook een andere dan de gebruikelijke betekenis toegekend moeten worden.

Bij de uitleg van dit begrip zou bijvoorbeeld aangeknoopt kunnen worden bij het doel waarmee de informatie door de uitgevende instelling wordt achtergehouden. Een relevante vraag is dan of het door de uitgevende instelling met uitstel van openbaarmaking nagestreefde doel wel geoorloofd is. Mocht blijken dat dit niet het geval is, dan moet worden aangenomen dat misleiding van het publiek als gevolg van het achterhouden van deze informatie te duchten is. In dat geval zal ook geredeneerd kunnen worden dat een rechtmatig belang bij uitstel ontbreekt. Ook is het mogelijk dat bij de uitleg van het begrip ‘misleiding’ rekening wordt gehouden met de door een uitgevende instelling gedane mededelingen die op gespannen voet staan met de achtergehouden informatie. Indien bijvoorbeeld de openbaarmaking van lopende overnameonderhandelingen wordt uitgesteld, mag de uitgevende instelling gedurende het genomen uitstel het bestaan van die onderhandelingen niet ontkennen.

Ik heb zojuist gezegd dat het begrip ‘rechtmatig belang’ enigszins onbepaald is. Ik zou menen dat de eerste twee voorwaarden van de uitstelregeling in samenhang met elkaar verklaard dienen te worden. Vooral de tweede voorwaarde – de voorwaarde dat van het genomen uitstel

geen misleiding van het publiek te duchten mag zijn – zal inhoud en ‘kleur’ kunnen geven aan het voor uitstel vereiste rechtmatig belang en een drempel voor uitgevende instellingen kunnen opwerpen om al te gemakkelijk tot uitstel te kunnen besluiten. Zo zullen onderhandelingen over een reddingsoperatie van een uitgevende instelling, waarvan de slagingskans niet reëel te noemen is, geen rechtmatig belang kunnen opleveren voor uitstel van openbaarmaking van het zwaar weer waarin de uitgevende instelling is beland. Daar komt nog bij dat de tweede voorwaarde van de uitstelregeling ook als een omslagpunt zou kunnen dienen, in die zin dat een uitgevende instelling bijvoorbeeld aanvankelijk tot uitstel heeft mogen besluiten, maar dat haar op enig moment tijdens de onderhandelingen niet langer meer een beroep toekomt op een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking. Bijvoorbeeld als geconstateerd zou moeten worden dat geen concreet uitzicht meer bestaat op het bereiken van het gestelde einddoel van de onderhandelingen.

De in de rechtspraak wel verdedigde gedachte dat de eerste voorwaarde van de uitstelregeling niet meer zou inhouden dan een belangenafweging, in die zin dat het belang van de uitgevende instelling bij het tijdelijk achterhouden van bepaalde informatie afgewogen dient te worden tegen het belang van beleggers bij tijdige kennisgeving van deze informatie, dient mijns inziens verworpen te worden. Met een dergelijke belangenafweging zou namelijk miskend worden dat uitgevende instellingen voor alles wettelijk verplicht zijn koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Om een beroep te kunnen doen op de uitstelregeling, zal een uitgevende instelling een concreet en legitiem eigen belang dienen te hebben bij het nemen van uitstel van openbaarmaking. Dat belang van de uitgevende instelling moet voldoende zwaar zijn om het primaat van de wettelijke openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft terzijde te kunnen stellen. Het enkele feit dat het een uitgevende instelling op enig moment (nog) niet uitkomt om negatieve bedrijfsinformatie openbaar te maken, kwalificeert mijns inziens niet als een rechtmatig belang.

Vertrouwelijkheid kunnen waarborgen

Een laatste voorwaarde die aan de uitstelregeling is verbonden en die enigszins op zichzelf staat, is de eis dat de uitgevende instelling in staat moet zijn om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te waarborgen. Het gaat hier niet om een inspanningsverbintenis van de uitgevende instelling, maar om een resultaatsverbintenis. Dat weten wij inmiddels na de door de AFM aan Numico en Vedor opgelegde bestuurlijke boetes die ook na een rechterlijke toetsing in stand zijn gebleven.

5. Melding van een door de uitgevende instellingen genomen uitstel aan de AFM

Zoals u weet, dient de uitgevende instelling zelf een besluit tot uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie te nemen. Aan de AFM is op dit terrein geen rol toebedeeld. Het is zelfs niet nodig om de AFM – hetzij vooraf, hetzij achteraf – te informeren over het door de uitgevende instelling genomen uitstel. Uiteraard kan de AFM wel achteraf toetsen of de uitgevende instelling op goede gronden een besluit tot uitstel van openbaarmaking heeft genomen en of het uiteindelijke moment van openbaarmaking door haar juist is gekozen.

In dit verband wijs ik erop dat de Richtlijn marktmisbruik in art. 6 lid 2 aan de lidstaten uitdrukkelijk de optie biedt om van uitgevende instellingen te verlangen dat zij de aangewezen bevoegde autoriteit onverwijld in kennis stellen van het besluit om de

openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. In Nederland hebben we van die lidstaatoptie dus nog geen gebruik gemaakt.

De wetgever heeft daarvoor blijkens de wetsgeschiedenis twee argumenten aangevoerd. Het *eerste* argument is dat de AFM geen inhoudelijk toetsende rol heeft ter zake van het uitstelbesluit. Met dit argument suggereert de wetgever dat een melding aan de AFM van het door de uitgevende instelling genomen uitstel *ipso facto* zou leiden tot een dergelijke inhoudelijk toetsende rol aan de AFM of dat die melding uitsluitend in dat verband een functie zou kunnen hebben. Die suggestie lijkt mij niet juist. Met een melding van het uitstelbesluit is een wettelijke opdracht aan de AFM om proactief een inhoudelijke toetsing uit te voeren nog niet gegeven. Zo leidt de meldingsplicht van *insiders* voor transacties in aandelen van de ‘eigen’ instelling er ook niet toe dat de AFM gehouden is met betrekking tot elke door een *insider* gemelde transactie na te gaan of daarbij mogelijk gebruik is gemaakt van voorwetenschap. Dit neemt uiteraard niet weg dat van de AFM – als een dergelijke melding van een genomen uitstel aan haar zou worden voorgeschreven – wel verwacht mag worden dat zij naar aanleiding van concrete signalen dat de uitstelregeling door de uitgevende instelling wordt overtreden gebruik zal maken van het haar ten dienste staande toezichts- en handhavingsinstrumentarium.

Het *tweede* argument van de wetgever luidt dat het niet zou passen bij de eigen verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling dat zij gehouden zou zijn haar uitstelbesluit te melden aan de AFM. Hiermee miskent de wetgever mijns inziens dat ook de Richtlijn marktmisbruik uitgaat van de eigen verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling voor de naleving van de openbaarmakingsplicht, maar dat de Richtlijn marktmisbruik desondanks de lidstaten de optie biedt een melding van het door de uitgevende instelling genomen uitstel aan de bevoegde autoriteit in hun nationale wetgeving op te nemen. Dit tweede argument van de wetgever is daarom niet steekhoudend.

Interessant is hier nog te vermelden dat de Europese Commissie blijkens een deze zomer gepubliceerd consultatiedocument ervoor openstaat om de lidstaatoptie bij de aanstaande herziening van de Richtlijn marktmisbruik te laten vervallen en dat aan uitgevende instellingen voortaan de eenduidige verplichting wordt opgelegd de bevoegde autoriteiten onverwijld in kennis te stellen van een genomen uitstel van openbaarmaking. We zullen later dit jaar zien of dit voorstel de eindstreep heeft gehaald.

Mijns inziens zou een dergelijke melding toegejuicht moeten worden. Als gezegd, thans zal de AFM slechts achteraf kunnen toetsen of door de uitgevende instelling terecht een beroep is gedaan op de uitstelregeling. Omdat het niet nodig is de AFM vooraf te informeren, zal de AFM over het door de uitgevende instelling genomen uitstel in onwetendheid verkeren. Een tijdige constatering door de AFM dat de uitstelregeling door de uitgevende instelling wordt overtreden omdat geen beroep kan worden gedaan op de uitstelregeling of dat dit niet langer meer mogelijk is, wordt op deze wijze aan het toeval overgelaten. De melding door een uitgevende instelling zal voor de AFM een nuttig instrument kunnen zijn om zo nodig proactief toezicht te houden op de naleving door de uitgevende instelling van de aan uitstel van openbaarmaking verbonden voorwaarden. De AFM zal daardoor ‘op scherp’ staan en zal – als daarvoor aanleiding bestaat – tijdig in kunnen grijpen. Zonder enige melding van de uitgevende instelling zal de AFM in elk geval niet goed in staat zijn om de ontwikkelingen op de beurs, zoals omzet- en koersontwikkelingen, op waarde te schatten. Bovendien geldt dat – indien de AFM op enig moment signalen zou krijgen dat de aan de uitstelregeling verbonden

voorwaarden niet worden nageleefd – als gevolg van de voorafgaande melding niet onnodig tijd verloren gaat met het door de AFM nog uit te voeren onderzoek.

6. De zogenaamde ‘aanvraag’ als middel om de AFM tot actie aan te sporen

Het wordt tijd om ook het vuurtje bij de VEB en de AFM een beetje op te stoken. Onder het tot 1 oktober 2005 geldende openbaarmakingsregime van art. 28h Fondsenreglement heeft de VEB meer dan eens aan Euronext Amsterdam verzocht een onderzoek te doen naar een mogelijke overtreding door een uitgevende instelling van de openbaarmakingsplicht. Was Euronext Amsterdam niet bereid een dergelijk verzoek in te willigen, dan stond de VEB vervolgens met lege handen. Thans biedt de Algemene wet bestuursrecht de VEB geheel nieuwe perspectieven.

Een verzoek van de VEB aan de AFM – en dan met name een concreet verzoek om bepaalde handhavingsmaatregelen te nemen – zal namelijk als een zogeheten ‘aanvraag’ kunnen kwalificeren. In de Algemene wet bestuursrecht wordt daaronder verstaan: een verzoek van een belanghebbende aan een bestuursorgaan om een besluit te nemen (art. 1:3 lid 2 Awb). Wijst de AFM de aanvraag af, dan is sprake van een beschikking en tegen een dergelijke beschikking staan voor een belanghebbende de rechtsmiddelen van bezwaar en beroep open. Teneinde die rechtsbescherming ook open te stellen in het geval de AFM schriftelijk weigert een beslissing te nemen of de AFM geen dan wel niet tijdig een beslissing daarover neemt – we spreken in dit soort situaties van een ‘fictieve weigering’ – zijn deze handelingen van het bestuursorgaan voor de toepassing van de wettelijke voorschriften over bezwaar en beroep met een besluit gelijkgesteld (art. 6:2 Awb).

In een aantal gevallen heeft de VEB inmiddels aan de AFM verzocht handhavingsmaatregelen te nemen naar aanleiding van vermeende overtredingen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Voor zover mij bekend, heeft de VEB nog geen gebruik gemaakt van haar bevoegdheid op te komen tegen het uitblijven van een door de AFM te nemen handhavingsmaatregel. Dat de VEB hiertoe nog niet is overgegaan, zou verband kunnen houden met het feit dat de AFM – veelal onder verwijzing naar haar wettelijke geheimhoudingsplicht – geen duidelijkheid kan of wil verschaffen over de vraag of zij een onderzoek is begonnen naar de naleving van de openbaarmakingsplicht door een uitgevende instelling. In dat geval zou de AFM zich op het standpunt kunnen stellen dat nog geen sprake is van een schriftelijke weigering om een handhavingsbesluit te nemen, zodat de rechtsgang van bezwaar en beroep voor de VEB niet openstaat.

Hoewel de AFM zichzelf met deze reactie enige bedenktijd zal hebben verschaft, wordt hierbij over het hoofd gezien dat ook in het geval de AFM niet tijdig een besluit neemt rechtsbescherming voor een belanghebbende openstaat. In elk geval is de AFM mijns inziens gehouden de VEB een concreet antwoord op het handhavingsverzoek te geven indien en zodra de AFM heeft besloten geen of geen verder vervolg aan het door haar uitgevoerde onderzoek te geven of een redelijke termijn voor het verrichten van een onderzoek naar de naleving van de openbaarmakingsplicht en het nemen van een beslissing over het handhavingsverzoek is verstreken. Geeft de AFM aan niet handhavend te zullen optreden of is een redelijke termijn voor het nemen van een beslissing verstreken, dan kan daartegen in bezwaar en beroep worden opgekomen. Denkbaar is ook dat de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam door de VEB verzocht wordt de AFM een termijn te stellen waarbinnen op de aanvraag moet zijn beslist, zo nodig op straffe van verbeurte van een dwangsom.

Zoals gezegd: de Algemene wet bestuursrecht biedt nieuwe perspectieven en ik bepleit dan ook dat de VEB het rechtsinstrument van de ‘aanvraag’ zal inzetten om de AFM actief en scherp te houden.

7. Selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie

Een aantal opmerkingen zou ik nog tot slot van mijn voordracht willen maken over de wettelijke regeling van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie.

Ik ga thans dus niet in op de oorbaarheid van selectieve contacten die uitgevende instellingen met institutionele beleggers en analisten plegen te onderhouden. Die selectieve contacten zijn inmiddels een *fact of corporate life* geworden en die zullen niet meer één-twee-drie uit te bannen zijn. Degenen die het gelijkheidsbeginsel bij het naleven van informatieverplichtingen hoog in het vaandel hebben, rest mijns inziens niets anders dan – in het voetspoor van Eisma – te bepleiten dat met compenserende maatregelen de nadelige gevolgen van die contacten zoveel als mogelijk worden ondervangen. Ook is het wellicht mogelijk om nog preciezer in kaart te brengen waar de grens ligt van wat nog wel en wat niet meer tijdens die selectieve contacten besproken mag worden. Waar ligt die magische demarcatielijn als wordt gesproken over uiterst koersgevoelige onderwerpen als strategie, dividendbeleid of door de uitgevende instelling een verdere toelichting wordt gegeven op de bedrijfsresultaten die zojuist openbaar zijn gemaakt?

Als gezegd, het gaat mij nu slechts om de wettelijke regeling. In de kern komt die regeling hierop neer dat in het geval een uitgevende instelling (of een vertegenwoordiger van haar) koersgevoelige informatie meedeelt aan één of meer derden, voor de uitgevende instelling in beginsel alsnog een plicht tot algemene openbaarmaking van die informatie geldt. De stelregel luidt dan dat openbaarmaking van die informatie gelijktijdig moet plaatsvinden indien de informatieverstrekking doelbewust geschiedt, terwijl openbaarmaking onverwijld na de selectieve informatieverstrekking mag plaatsvinden indien die informatieverstrekking niet-doelbewust heeft plaatsgevonden. De uitgevende instelling kan die openbaarmakingsplicht vermijden als een geheimhoudingsovereenkomst met de betrokken derde wordt gesloten.

Ik ben van oordeel dat deze regeling een toonbeeld is van slaafse nabootsing van *Regulation Fair Disclosure* uit de USA zonder dat daarbij acht is geslagen op de bijzondere achtergrond van deze regeling. Het resultaat van slaafse nabootsing van andermans wetgeving is veelal dat bepalingen anders uitpakken dan oorspronkelijk was bedoeld of zelfs onbegrijpelijk worden. Dat risico heeft zich ook daadwerkelijk gemanifesteerd.

Zo valt bijvoorbeeld niet aanstonds in te zien waarom het nodig is een bijzondere openbaarmakingsplicht te creëren voor het geval de uitgevende instelling selectief koersgevoelige informatie verstrekt indien al een algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bestaat. Is een dergelijke openbaarmakingsplicht in ons wettelijk stelsel eigenlijk niet overbodig? Immers, de uitgevende instelling is al verplicht – behoudens de toepasselijkheid van de uitstelregeling – informatie onverwijld openbaar te maken indien en zodra deze informatie aan de bestanddelen van voorwetenschap voldoet en rechtstreeks op haar betrekking heeft. Met het karakter van een dergelijke permanente algemene openbaarmakingsplicht lijkt niet goed verenigbaar dat de openbaarmakingsplicht door de

uitgevende instelling op eigen initiatief verlegd zou kunnen worden naar het moment waarop zij zelf besluit koersgevoelige informatie selectief openbaar te maken.

Gelet op het wettelijk stelsel ben ik dan ook van oordeel dat de eerste zin van art. 5:25i lid 5 Wft – dat gelijktijdige openbaarmaking voorschrijft ingeval koersgevoelige informatie doelbewust selectief wordt verstrekt – geen andere betekenis heeft dan de in art. 5:25i lid 2 Wft neergelegde verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Deze eerste zin is door de wetgever blindelings uit *Regulation Fair Disclosure* overgenomen zonder dat de wetgever zich er rekenschap van heeft gegeven dat die openbaarmakingsplicht in de federale effectenwetgeving van de USA alleen maar gecreëerd moest worden vanwege het haaks op onze eigen wetgeving staande uitgangspunt van een *general rule of nondisclosure*. Daarom heeft men in de USA een uitzondering op deze *general rule of nondisclosure* gemaakt en voor het geval van een doelbewuste selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie een bijzondere openbaarmakingsplicht gecreëerd.

In het land van herkomst van de stripheld Lucky Luke – die zoals wij allen weten sneller dan zijn eigen schaduw kan schieten – is het klaarblijkelijk niet gek om van uitgevende instellingen bovenmenselijke gaven te verwachten, zodat enerzijds informatie selectief aan één of meer derden wordt verstrekt en anderzijds die informatie gelijktijdig ten behoeve van een ieder openbaar moet worden gemaakt.



De slotsom moet mijns inziens luiden dat de eerste zin van art. 5:25i lid 5 Wft zonder bezwaar geschrapt kan worden.

In het wettelijk stelsel vervult de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft een wel heel bijzondere functie. Volgens de tweede zin ontstaat een onverwijld openbaarmakingsplicht voor de uitgevende instelling nadat zij eerst niet-doelbewust koersgevoelige informatie aan een derde heeft verstrekt.

In de *eerste* plaats geldt voor deze bijzondere openbaarmakingsplicht dat de uitgevende instelling daaraan slechts bescherming kan ontleen voor zover het informatie betreft die niet reeds bestreken wordt door de algemene openbaarmakingsplicht. De achtergrond van deze beperking is gelegen in het primaat dat aan de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 2 Wft behoort toe te komen. Immers, een uitgevende instelling kan in ons wettelijk stelsel niet op eigen initiatief de naleving van de openbaarmakingsplicht verleggen naar het moment waarop zij koersgevoelige informatie selectief aan een derde verstrekt.

In de *tweede* plaats geldt voor de bijzondere situatie dat de uitgevende instelling deze koersgevoelige informatie – waarvoor dus niet eerder al een openbaarmakingsplicht heeft gegolden – niet-doelbewust selectief openbaar heeft gemaakt, dat de tweede zin van art. 5:25i

lid 5 de uitgevende instelling een tweede kans biedt om overtreding van art. 5:25i lid 2 Wft te voorkomen. Hoewel in het geval van een niet-doelbewuste selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie art. 5:25i lid 2 Wft door de uitgevende instelling wordt overtreden, zullen de daaraan verbonden gevolgen niet intreden indien de uitgevende instelling zich alsnog deugdelijk kwijt van haar onverwijld openbaarmakingsplicht op grond van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft. Uit de wetsgeschiedenis valt overigens niet op te maken dat de wetgever zich van deze bijzondere functie van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft bewust is geweest. Met het aan banden leggen van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie – en daar was het de wetgever blijkens de wetsgeschiedenis om te doen – heeft deze tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft in elk geval niets van doen. Paradoxaal is dan ook dat effectieve bestrijding van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie in dit geval slechts gediend zou zijn met het eveneens schrappen van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft. Ook daarvoor zou ik willen pleiten.

8. Afronding

Ik rond af. Spreken is zilver, zwijgen is fout! Dat is het welgekozen motto van de VEB voor deze middag. Het zal u niet verbazen dat ik het met dat motto van harte eens ben. Ik zou het zelf aldus willen verwoorden: koersgevoelige informatie is de smeerolie waardoor de raderen van de effectenmarkten – nationaal en internationaal – in beweging blijven. Zonder die informatie zou de voortgang van economische activiteiten ernstig vertraagd worden of soms zelfs tot stilstand komen. Dat vooruitzicht zou niemand moeten aanspreken. Laat onze beursgenoteerde *corporates* daarom zoveel als mogelijk hun deuren en ramen voor belangstellenden open zetten ... Ik ben erg benieuwd of mijn hooggeleerde opponent Harm-Jan de Kluiver dat met mij eens is.