

Mr. G.T.J. Hoff

IN STAAT VAN OPWINDING OVER DE WETTELIJKE REGELING VAN SELECTIEVE OPENBAARMAKING?

1. Inleiding

Over welke regel(s) in het financieel recht heeft u zich de afgelopen vijf jaar opgewonden? Mij werd gevraagd aan de hand van deze prikkelende vraag een bijdrage te leveren aan deze bundel van onze jubilerende vereniging. Een dergelijke vraagstelling nodigt uit tot enige zelfbeschouwing. Het resultaat daarvan was voor mij redelijk confronterend. Als jongeling kon ik mij namelijk soms vreselijk opwinden op een manier die door mijn omgeving als belastend werd ervaren. Die opgewondenheid is gelukkig met het klimmen van mijn jaren minder geworden en, voor zover nog aanwezig, redelijk onder controle gebracht. Meer nog dan het ouder worden heeft mijn Indonesische echtvriendin een gunstige invloed op mijn driften uitgeoefend. Zij heeft mij namelijk bijgebracht dat het niet altijd verstandig is om je emoties aan anderen te tonen, omdat daardoor de sociale cohesie van de gemeenschap verstoord zou kunnen worden.¹ Wij Hollanders kunnen nog veel waardevols leren van andere culturen en zouden daar – niet alleen in woorden, maar ook in daden – nog best wat meer voor open kunnen staan.

Ook de wetgever betoont zich soms ontvankelijk voor buitenlandse invloeden. Zo valt in de wetsgeschiedenis² van de Wet marktmisbruik te lezen:

‘De richtlijn Marktmisbruik regelt dat voorzien moet worden in een plicht voor uitgevende instellingen om iedere bijzonderheid die voorwetenschap kan opleveren, voor zover deze op deze instellingen rechtstreeks betrekking heeft, zo snel mogelijk openbaar te maken (artikel 6, eerste lid). Selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie aan bepaalde groepen of personen kan immers het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de financiële markten schaden. In het voorgestelde artikel 47, eerste lid, is deze verplichting geïmplementeerd. Hiermee wordt aangesloten bij de Regu-

1 Wie kennis wil maken met de boeiende Indonesische cultuur, zou zelf eens moeten afreizen naar het zo fraai door Multatuli geschetste ‘prachtig rijk van Insulinde dat zich daar slingert om de evenaar, als een gordel van smaragd’.

2 *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12.* Zie tevens overweging 24 van de preambule van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik) (*PbEU L 96*) (‘Richtlijn marktmisbruik’).

lation Fair Disclosure van de Amerikaanse Securities and Exchange Commission op grond waarvan de zogenaamde selectieve openbaarmaking aan banden wordt gelegd.'

In deze bijdrage zal ik nagaan of de wijze waarop de wetgever³ aansluiting heeft gezocht bij deze Regulation Fair Disclosure ('Regulation FD') geslaagd kan worden genoemd. Om hierover een oordeel te kunnen geven, zet ik eerst de kern van onze wettelijke regeling uiteen (§ 2). Daarna zal een kennismaking volgen met Regulation FD die de wetgever tot voorbeeld strekte bij het ontwerpen van deze regeling (§ 3). Vervolgens zal uitgebreider bij enkele onderdelen van de wettelijke regeling worden stilgestaan (§ 4). Ten slotte maak ik nog enkele afsluitende opmerkingen (§ 5).

2. De kern van de wettelijke regeling

Ter voorkoming van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie is vooreerst in art. 5:59 lid 1 Wft een voor uitgevende instellingen geldende algemene verplichting opgenomen om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.⁴ Daarnaast bevat art. 5:59 lid 5 Wft de volgende bijzondere voorziening⁵:

'Indien de uitgevende instelling of een persoon die deze vertegenwoordigt, doelbewust informatie als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie meedeelt aan een derde, maakt de uitgevende instelling die informatie gelijktijdig openbaar. Indien de informatie niet doelbewust aan een derde is meegedeeld maakt de uitgevende instelling haar onverwijld daarna openbaar. Het eerste lid is van overeenkomstige toepassing.'

Deze voorziening komt kort en goed op het volgende neer. Indien (een vertegenwoordiger van) de uitgevende instelling in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie⁶ koersgevoelige informatie doorgeeft aan een derde ontstaat voor de uitgevende instelling in beginsel alsnog de plicht tot openbaarmaking van die koersgevoelige informatie. Die openbaarmaking moet gelijktijdig plaatsvinden indien de informatieverstrekking doelbewust plaatsvond of onverwijld daarna indien

3 Met de verwijzing naar 'de wetgever' in deze bijdrage doel ik vooral op de Europese wetgever. De Richtlijn marktmisbruik geeft namelijk dwingende voorschriften, zodat de nationale wetgever weinig speelruimte wordt gelaten om daarvan af te wijken. Zie daarvoor C.M. Grundmann-van de Krol en F.G.H. Kristen, Europese aanpak van marktmisbruik, in: *Marktmisbruik*, Serie Onderneming en Recht, Deel 34, Deventer: Kluwer 2006, p. 32 e.v.

4 De Europese grondslag is art. 6 lid 1 Richtlijn marktmisbruik.

5 Zie hiervoor art. 6 lid 3 Richtlijn marktmisbruik.

6 Zie voor een restrictieve uitleg van deze uitzondering HvJ EG 22 november 2005, *JOR* 2006/49, m.nt. F.G.H. Kristen (*Grøngaard c.s.*). Vereist wordt dat er een 'nauwe band' bestaat tussen de mededeling en de uitoefening van werk, beroep of functie en dat de mededeling 'strikt noodzakelijk' moet zijn voor de uitoefening daarvan.

de koersgevoelige informatie niet doelbewust is verstrekt door de (vertegenwoordiger van de) uitgevende instelling. In art. 5:59 lid 6 Wft wordt verder nog bepaald dat deze openbaarmakingsplicht niet van toepassing is indien de persoon aan wie de informatie wordt meegedeeld ter zake daarvan gehouden is tot geheimhouding.

Met de bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 5 Wft houdt het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 sub a Wft ten nauwste verband. Volgens de wetgever liggen deze bepalingen in het verlengde van elkaar.⁷ Op grond van het mededelingsverbod van lid 1 sub a is het een ieder verboden om:

'de informatie waarop zijn voorwetenschap betrekking heeft aan een derde mee te delen, anders dan in de normale uitoefening van zijn werk, beroep of functie.'

Uit het samenstel van deze beide bepalingen volgt dat wanneer de koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling *niet* in de normale uitoefening van werk, beroep of functie aan een derde wordt meegedeeld het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 sub a Wft wordt overtreden.⁸ Wordt de koersgevoelige informatie *wel* in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie aan een derde meegedeeld, dan is het mededelingsverbod niet overtreden. Voor dat geval bepaalt art. 5:59 lid 5 Wft echter dat de uitgevende instelling deze informatie in beginsel alsnog openbaar dient te maken.

3. Totstandkoming van Regulation FD

3.1 De aanloop naar Regulation FD

De SEC wenste rond de millenniumwisseling een halt toe te roepen aan de op de Amerikaanse effectenmarkt wijd verbreide en volledig uit de hand gelopen praktijk van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen. Het was namelijk een goed gebruik geworden voor uitgevende instellingen om informatie over kwartaalcijfers vooruitlopend op de publicatie daarvan alvast aan beleggingsanalisten te verstrekken, die vervolgens hun cliënten daarover konden inlichten. Ook leidde de hechte relatie tussen uitgevende instellingen en beleggingsanalisten ertoe dat door uitgevende instellingen zonder enige terughoudendheid commentaar werd gegeven op concepten van analistenrapporten en de daarin voorkomende winstvoorspellingen. Een ander gevolg van de nauwe contacten

⁷ *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 36.*

⁸ Art. 5:57 lid 3 Wft voorziet in een grondslag om bij AMvB regels te stellen met betrekking tot de gevallen waarin en de omstandigheden waaronder sprake is van meedelen in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie als bedoeld in art. 5:57 lid 1 sub a Wft. Zie daarvoor verder art. 3 Besluit marktmissbruik Wft.

was dat de afhankelijkheid van uitgevende instellingen van gunstig gestemde analistenrapporten door beleggingsanalisten werd misbruikt om in ruil daarvoor de uitgevende instelling te bewegen koersgevoelige informatie aan hen te verstrekken. In felle bewoordingen heeft de toenmalige voorzitter van de SEC, Arthur Levitt de staf gebroken over dit fenomeen. Zo stelde hij in een lezing⁹:

'Let me turn to another important issue in the area of analyst communications: selective disclosure. The behind-the-scenes feeding of material non-public information from companies to analysts is a stain on our markets. This selectiveness is a disservice to investors and it undermines the fundamental principle of fairness.'

en

'Unfortunately, there is no simple regulatory or legal fix to this problem. But the Commission is planning to take action where it can. Within the next few months, we will consider proposing rules to close the gap between those in the so-called "know" and the rest of us in the public. But edict can never replace ethic. I appeal to companies, in the spirit of fair play: make your quarterly conference calls open to everyone, post them on the Internet, invite the press.'

Dat de overzeese bakermat van onze effectenwetgeving geen 'simple regulatory or legal fix' voorhanden heeft ter beteugeling van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen zal verbazen, en vereist daarom een korte uitleg.

Om de praktijk van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen tegen te gaan, heeft de SEC eerst onderzocht of daarvoor een beroep kon worden gedaan op de bestaande wet- en regelgeving met betrekking tot insider trading. Deze regelgeving is neergelegd in Section 10(b) van de Securities Exchange Act of 1934 ('SEA 1934') en de op basis daarvan door de SEC uitgevaardigde Rule 10b-5. Minstens zo belangrijk voor een goed begrip van de Amerikaanse voorwetenschapswetgeving is een reeks uitspraken van de US Supreme Court, waarin de reikwijdte van deze wetgeving nader is bepaald. Gelet op de gelijkens die selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling aan een beleggingsanalist vertoont met tipping lag het voor de hand dit fenomeen met behulp van de voorwetenschapswetgeving te bestrijden. De SEC had echter aarzelingen over de haalbaarheid van een dergelijke werkwijze. De reden hiervoor is gelegen in een uitspraak van de US Supreme Court in de zaak *Dirks v. SEC*.¹⁰

⁹ Zie onder meer *Quality information: the lifeblood of our markets*, een op 18 oktober 1999 gehouden lezing voor The Economic Club of New York, New York City (www.sec.gov).

¹⁰ *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

Wat was het geval in deze zaak? Dirks, een beleggingsanalist die werkzaam was bij een effecteninstelling, werd door een voormalige medewerker van een verzekeringsmaatschappij geïnformeerd over een omvangrijke boekhoudfraude. Dirks heeft deze verdachtmaking zelfstandig onderzocht en zijn bevindingen medegedeeld aan een aantal van zijn cliënten. Een aantal van deze cliënten heeft daarop de door hen in deze verzekeringsmaatschappij gehouden aandelen verkocht. De SEC oordeelde dat Dirks medeplichtig was aan overtreding van Section 10(b) SEA 1934 en SEC Rule 10b-5 door de beschuldiging van boekhoudfraude aan beleggers mee te delen, die daarop hun aandelen verkochten. Als dankbetuiging voor zijn rol bij het aan het licht brengen van de fraude heeft de SEC Dirks slechts berispt. Nadat deze beslissing van de SEC was bevestigd door de Court of Appeals, oordeelde de US Supreme Court echter in andere zin.

De US Supreme Court bevestigt daarbij eerst het hanteren van de zogeheten ‘disclose or abstain’-regel. Deze regel houdt in dat een persoon die beschikt over koersgevoelige informatie hetzij zijn informatie aan de effectenmarkt openbaar moet maken alvorens hij op basis daarvan mag handelen, hetzij zich moet onthouden van het handelen in effecten in het geval hij zijn informatie niet openbaar kan of wil maken. De Amerikaanse rechtspraak over insider trading heeft voornamelijk betrekking op de vraag voor welke personen deze disclose or abstain-regel geldt of niet geldt. In deze zaak oordeelde de US Supreme Court:

‘Imposing a duty to disclose or abstain solely because a person knowingly receives material nonpublic information from an insider and trades on it could have an inhibiting influence on the role of market analysts, which the SEC itself recognizes is necessary to the preservation of a healthy market. It is commonplace for analysts to “ferret out and analyze information” and this often is done by meeting with and questioning corporate officers and others who are insiders. And information that the analysts obtain normally may be the basis for judgments as to the market worth of a corporation’s securities. The analyst’s judgment in this respect is made available in market letters or otherwise to clients of the firm. It is the nature of this type of information, and indeed of the markets themselves, that such information cannot be made simultaneously available to all of the corporation’s stockholders or the public generally.’

Met deze uitspraak onderkent de US Supreme Court het bijzondere belang van de werkzaamheden van beleggingsanalisten. Ook de US Supreme Court ziet echter in dat grenzen gesteld dienen te worden aan de uitwisseling van koersgevoelige informatie:

‘The conclusion that recipients of inside information do not invariably acquire a duty to disclose or abstain does not mean that such tippees always are free to trade on the information. The need for a ban on some tippee trading is clear. Not only are insiders forbidden by their fiduciary relationship from personally using undisclosed corporate

information to their advantage, but they also may not give such information to an outsider for the same improper purpose of exploiting the information for their personal gain.'

Voor het aannemen van een voor de Amerikaanse voorwetenschapswetgeving onmisbare duty to disclose or abstain neemt de US Supreme Court als uitgangspunt de schending door de tipgever van een fiduciary duty. Als een dergelijke fiduciary duty wordt geschonden doordat een tip aan een ander wordt gegeven, dan treft de tipontvanger juridisch hetzelfde lot.

'Thus, some tippees must assume an insider's duty to the shareholders not because they receive inside information, but rather because it has been made available to them improperly. And for Rule 10b-5 purposes, the insider's disclosure is improper only where it would violate his Cady, Roberts duty.¹¹ Thus, a tippee assumes a fiduciary duty to the shareholders of a corporation not to trade on material non-public information only when the insider has breached his fiduciary duty to the shareholders by disclosing the information to the tippee and the tippee knows or should know that there has been a breach.'

De US Supreme Court redeneert vervolgens:

'In determining whether a tippee is under an obligation to disclose or abstain, it thus is necessary to determine whether the insider's "tip" constituted a breach of the insider's duty. All disclosures of confidential corporate information are not inconsistent with the duty insiders owe to shareholders. In contrast to the extraordinary facts of this case, the more typical situation in which there will be a question whether disclosure violates the insider's (...) duty is when insiders disclose information to analysts. In some situations, the insider will act consistently with his fiduciary duty to shareholders, and yet release of the information may affect the market. For example, it may not be clear – either to the corporate insider or to the recipient analyst – whether the information will be viewed as material non-public information. Corporate officials may mistakenly think the information already has been disclosed or that it is not material enough to affect the market. Whether disclosure is a breach of duty therefore depends in large part

11 Met betrekking tot Section 10(b) SEA 1934 en SEC Rule 10b-5 heeft de SEC deze duty to disclose or abstain aanvankelijk als volgt geformuleerd In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 SEC 907 (1961): 'We, and the courts have consistently held that insiders must disclose material facts which are known to them by virtue of their position but which are not known to persons with whom they deal and which, if known, would affect their investment judgment. (...) If, on the other hand, disclosure prior to effecting a purchase or sale would be improper or unrealistic under the circumstances, we believe the alternative is to forego the transaction.' Deze door de SEC ontwikkelde regel is later bevestigd door de US Supreme Court in SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. (401 F2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394 U.S. 976 (1969)).

on the purpose of the disclosure. This standard was identified by the SEC itself in Cady, Roberts: a purpose of the securities laws was to eliminate "use of inside information for personal advantage". Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach of the insider, there is no derivative breach. (...)'

en

'(...) the initial inquiry is whether there has been a breach of duty by the insider. This requires courts to focus on objective criteria, i.e., whether the insider receives a direct or indirect personal benefit from the disclosure, such as a pecuniary gain or a reputational benefit that will translate into future earnings. There are objective facts and circumstances that often justify such an inference. For example, there may be a relationship between the insider and the recipient that suggests a quid pro quo from the latter, or an intention to benefit the particular recipient. The elements of fiduciary duty and exploitation of non-public information also exist when an insider makes a gift of confidential information to a trading relative or friend. The tip and trade resemble trading by the insider himself followed by a gift of the profits to the recipient.'

De SEC betwijfelde intussen of in het geval een bestuurder van een uitgevende instelling koersgevoelige informatie heeft verstrekt aan een beleggingsanalist aannemelijk zou kunnen worden gemaakt dat de bestuurder daarvoor de door de US Supreme Court vereiste personal benefit heeft ontvangen. Hoe zou dit probleem van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie dan wel aangepakt moeten worden? In een onthullend relaas¹² over de totstandkoming van Regulation FD meldt de toenmalige voorzitter van de SEC daarover:

'In the end, we held our "insider trading" fire, and not just because of the legal uncertainties. All of us agreed that any new set of test cases would create enormous fear among companies and analysts, and could seriously chill the flow of information. Nervous corporate lawyers would almost certainly warn their bosses, in order to avoid liability, to cut off communication with analysts altogether. Otherwise, they could face severe insider trading sanctions, including possible prison sentences, civil penalties in actions brought by the SEC that would recover three times the illicit gain, and the stigma of a fraud conviction.

We were back where we started. We needed a different hook, and Goldsmith found one. Instead of focusing on insider trading, he turned on the part of the securities laws that allows the SEC to regulate communications between public companies and the mar-

¹² Zie voor de moeizame totstandkomingsgeschiedenis van Regulation FD: A. Levitt, *Take on the Street*, New York: Pantheon Books 2002, p. 87-104.

ketplace. If the SEC can require companies to reveal material information in SEC filings or a prospectus prior to a stock offering, or to observe a "quiet period" for twenty-five days after an offering, then why not require them to disclose important information to all shareholders simultaneously? It was a novel and bold idea, but it seemed workable. We quietly began writing the details of how such a rule would work.'

3.2 *A novel and bold idea: a new issuer disclosure rule*

De uitkomst van het door de SEC uitgevoerde onderzoek leverde 'a novel and bold idea' op aangaande de wijze waarop selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie aan banden kon worden gelegd. De SEC wenste tegen dit fenomeen niet de Amerikaanse voorwetenschapswetgeving in stelling te brengen. Niet alleen omdat aan de haalbaarheid van een dergelijke zaak werd getwijfeld, maar ook omdat gevreesd werd dat de inzet van de voorwetenschapswetgeving meer kwaad dan goed zou doen waar het de kwaliteit van de informatievoorziening aan de effectenmarkt betreft. Om die reden heeft de SEC gekozen voor het opleggen aan uitgevende instellingen van een bijzondere openbaarmakingsplicht voor het geval op een selectieve wijze koersgevoelige informatie openbaar wordt gemaakt.¹³

De SEC heeft vervolgens ultimo 1999 een voorstel voor Regulation FD gepubliceerd. Dit voorstel heeft geleid tot meer dan 6.000 schriftelijke reacties van financiële instellingen, hun representatieve organisaties, uitgevende instellingen en beleggers. De reacties van de financiële instellingen op het voorstel van de SEC waren nagenoeg allemaal negatief getoonzet.¹⁴ Marktpartijen waren ervoor bevreesd dat Regulation FD openbaarmaking van bedrijfsnieuws veeleer zou ontmoedigen dan aanmoedigen. Het voorstel van de SEC kon daarentegen wel rekenen op de onverdeelde steun van particuliere beleggers. Deze beleggers uitten er in hun reacties zelfs hun verbazing over dat de federale effectenwetgeving nog geen bescherming bood tegen het fenomeen van de selectieve contacten. Naar aanleiding van deze reacties heeft de SEC de reikwijdte van het voorstel op een aantal punten aangepast. Daarbij is zij aan een aantal bezwaren van financiële instellingen en uitgevende instellingen tegemoet gekomen. Regulation FD is vervolgens op 23 augustus 2000 met een meerderheid van stemmen door de Commissioners van de SEC aangenomen.¹⁵

13 Ter toelichting vermeld ik hier nog dat de federale effectenwetgeving niet een voor uitgevende instellingen geldende algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kent, zoals wij die in Nederland sinds lange tijd kennen. Zie bijv. Marc. L. Steinberg, *Understanding Securities Law*, New York: Lexis Publishing 2001, p. 269: 'With certain exceptions, there is no affirmative duty for an issuer to disclose material non-public information'.

14 Zie A. Levitt, *Take on the Street*, New York: Pantheon Books 2002, p. 93: 'It made a deep impression on me when I saw that the industry comments were almost uniformly negative while the public comments were almost uniformly positive'.

15 Zie 17 CFR 243.100-243.103. Regulation FD is vervolgens op 23 oktober 2000 in werking getreden. Zie ook G.T.M.J. Raaijmakers, *Regulation FD van de SEC en het tipverbod*, *TvE* 2001, 3, p. 55-58.

Het belangrijkste voorschrift van Regulation FD is neergelegd in § 243.100(a). Deze bepaling luidt:

‘Whenever an issuer, or any person acting on its behalf, discloses any material non-public information regarding that issuer or its securities to any person described in paragraph (b)(1) of this section, the issuer shall make public disclosure of that information, as provided in § 243.101(e):

- 1. Simultaneously, in the case of an intentional disclosure; and*
- 2. Promptly, in the case of a non-intentional disclosure.’*

Deze bijzondere openbaarmakingsplicht heeft vervolgens als voorbeeld gediend voor art. 6 lid 3 van de Richtlijn marktmisbruik en art. 5:59 lid 5 Wft. Het voorschrift vertoont daarmee ook daadwerkelijk een treffende gelijkenis.

3.3 Een tussenbalans

Uit deze totstandkomingsgeschiedenis van Regulation FD is een aantal lessen te leren. Gebleken is dat de federale effectenwetgeving op een wezenlijk onderdeel een geheel ander uitgangspunt hanteert dan onze Nederlandse effectenwetgeving.¹⁶ De federale effectenwetgeving kent voor uitgevende instellingen geen algemene openbaarmakingsplicht aangaande koersgevoelige informatie. Ook de voorwetenschapswetgeving blijkt vermoedelijk geen soelaas te kunnen bieden voor het bestrijden van de als ongewenst beschouwde praktijk van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen. Deze stand van zaken van de federale effectenwetgeving heeft de SEC ertoe gebracht ‘a novel and bold idea’ uit te werken. De vondst bestond uit het creëren van een bijzondere openbaarmakingsplicht, namelijk voor het geval door een uitgevende instelling koersgevoelige informatie selectief wordt openbaar gemaakt.

4. Terug naar de wettelijke regeling van selectieve openbaarmaking

Na dit intermezzo keren wij terug naar de door de Nederlandse wetgever getroffen regeling voor het aan banden leggen van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen.

¹⁶ Ik laat thans nog maar daar dat het begrip ‘material information’ in de federale effectenwetgeving een andere betekenis heeft dan ons begrip ‘koersgevoelige informatie’ als bedoeld in art. 5:53 lid 3 Wft. Waar wij nog steeds zweren bij de potentiële invloed op de koers, knoopt het begrip material information uitsluitend aan bij de informatie die redelijk handelende beleggers relevant zullen vinden voor het nemen van beleggingsbeslissingen.

4.1 *Betekenis van de wettelijke regeling*

Wanneer bepalingen die afkomstig zijn uit buitenlandse wetgeving één-op-één in onze nationale wetgeving worden overgenomen zonder dat daarbij acht wordt geslagen op de bijzondere achtergrond van deze bepalingen, ontstaat een reëel risico dat deze bepalingen onbedoeld anders uitpakken of zelfs onbegrijpelijk worden. Dat risico heeft zich naar mijn oordeel ook daadwerkelijk gematerialiseerd in art. 5:59 Wft. Bij het ontwerpen van de wettelijke regeling hebben mijns inziens de bijzondere kenmerken van de federale effectenwetgeving onze wetgever niet helder voor ogen gestaan.

Ten eerste is het niet juist te stellen dat met art. 5:59 lid 1 Wft (welke bepaling vergelijkbaar is met art. 47 lid 1 (oud) Wte 1995) wordt aangesloten bij Regulation FD (zie hiervoor het in § 1 opgenomen citaat). Zoals gebleken is, kent de federale effectenwetgeving immers geen algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Om die reden heeft de SEC juist 'a novel and bold idea' uitgewerkt. Met Regulation FD werd een bijzondere openbaarmakingsplicht aan uitgevende instellingen opgelegd, die uitsluitend geldt voor het geval koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling selectief openbaar wordt gemaakt. Hoewel de wetgever klaarblijkelijk van oordeel is dat reeds met art. 5:59 lid 1 Wft aangesloten wordt bij Regulation FD, is desalniettemin zonder enige toelichting ook art. 5:59 lid 5 Wft in de wettelijke regeling opgenomen. In deze bepaling is wel de kern van de bijzondere openbaarmakingsplicht van Regulation FD vervat. Het gevolg van een en ander is dat onze wettelijke regeling thans zowel een algemene als een (met Regulation FD overeenkomende) bijzondere openbaarmakingsplicht bevat. Uit de wetsgeschiedenis blijkt evenwel niet wat nu eigenlijk het verband is tussen deze twee openbaarmakingsverplichtingen.

Bij deze twee openbaarmakingsverplichtingen plaats ik de volgende kanttekeningen. In de eerste plaats valt niet aanstonds in te zien waarom het nodig is in art. 5:59 lid 5 Wft een bijzondere openbaarmakingsplicht te creëren voor het geval de uitgevende instelling selectief koersgevoelige informatie openbaar maakt, terwijl op grond van art. 5:59 lid 1 Wft al een algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bestaat. Is een dergelijke bijzondere openbaarmakingsplicht in ons wettelijk stelsel eigenlijk niet overbodig? In de tweede plaats geldt dat de uitgevende instelling op grond van art. 5:59 lid 1 Wft in beginsel¹⁷ verplicht is om informatie onverwijld openbaar te maken zodra deze aan alle bestanddelen van koersgevoelige informatie voldoet en rechtstreeks op haar betrekking heeft. Met het karakter van een dergelijke algemene openbaarmakingsplicht lijkt niet verenigbaar dat het tijdstip waarop aan deze openbaarmakingsplicht wordt voldaan door de uitgevende

¹⁷ Tenzij de uitgevende instelling een beroep toekomt op de uitstelregeling van art. 5:59 lid 3 Wft.

instelling op eigen initiatief verlegd kan worden naar het moment waarop zij besluit om koersgevoelige informatie selectief openbaar te maken. Maar wat is dan wel de betekenis van de bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 5 Wft?

Bij het zoeken naar een antwoord op deze vraag is het goed om ons te realiseren dat de algemene verplichting om informatie onverwijld openbaar te maken zodra deze aan alle bestanddelen van koersgevoelige informatie voldoet en rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft, niet geldt voor *alle* informatiesoorten. Zo laat het zich bijvoorbeeld denken dat de uitgevende instelling voor intern gebruik een winst- of omzetprognose heeft opgesteld. Hoewel deze prognose ongetwijfeld koersgevoelige informatie in zich draagt, is de uitgevende instelling niet op grond van art. 5:59 lid 1 Wft verplicht dergelijke toekomstgerichte informatie openbaar te maken.¹⁸ Een ander voorbeeld van informatie die koersgevoelig is, maar waarvoor de openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft (nog) niet geldt, is de door de uitgevende instelling met een beroep op de uitstelregeling van art. 5:59 lid 3 Wft achtergehouden koersgevoelige informatie, zoals bijvoorbeeld informatie over het verloop van fusie- of overnameonderhandelingen of door het bestuur genomen besluiten die nog door de raad van commissarissen van de uitgevende instelling moeten worden goedgekeurd.¹⁹

Omdat in ons wettelijk stelsel de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft voorop staat, zal koersgevoelige informatie die rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft onverwijld door de uitgevende instelling openbaar gemaakt dienen te worden. Uitstel tot het moment waarop de informatie selectief openbaar wordt gemaakt, kan door de uitgevende instelling niet worden genomen. Dit betekent dat voor de werkingssfeer van de bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 5 Wft uitsluitend die koersgevoelige informatie nog in aanmerking zou kunnen komen waarvoor de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft vanwege een bijzondere reden (nog) niet geldt.²⁰

18 De reden hiervoor is dat een *winstvoorspelling* per definitie te onzeker is om als 'concrete informatie' als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft te worden aangemerkt.

19 Zie ook art. 14 lid 1 sub a en b Besluit marktmisbruik Wft voor de nadere voorwaarden die aan een beroep op de uitstelregeling worden gesteld.

20 Ik zie overigens geen enkele reden waarom de werkingssfeer van de bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 5 Wft ruimer zou moeten zijn dan die van de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft. In deze laatste bepaling is namelijk een beperking van de openbaarmakingsplicht opgenomen, inhoudende dat de uitgevende instelling slechts verplicht is koersgevoelige informatie als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft openbaar te maken 'die rechtstreeks op haar betrekking heeft'. Mijns inziens hoort deze beperking ook in art. 5:59 lid 5 Wft gelezen te worden, omdat deze beperking bedoeld is om de openbaarmakingsplicht voor uitgevende instellingen praktisch haatbaar te maken.

Bij een eerste lezing van art. 5:59 lid 5 Wft is overigens niet alleen de informatie-soort waarvoor deze bijzondere openbaarmakingsplicht geldt moeilijk te doorgronden. Dat geldt ook voor de wijze waarop de bijzondere openbaarmakingsplicht is vormgegeven.

Uit de eerste zin van art. 5:59 lid 5 Wft volgt dat indien (een vertegenwoordiger van) de uitgevende instelling koersgevoelige informatie doelbewust aan een derde verstrekt, de uitgevende instelling deze informatie gelijktijdig openbaar moet maken, en wel op de wijze als voorgeschreven in art. 5:59 lid 1 Wft. Deze samenloop van een selectieve openbaarmaking en een gelijktijdige openbaarmaking door middel van de uitgifte van een persbericht heeft iets wonderlijks. Zou men dit letterlijk nemen, dan is dit een voor de uitgevende instelling onmogelijke opgave. Heeft de uitgevende instelling eenmaal doelbewust koersgevoelige informatie aan een derde verstrekt, dan is overtreding van art. 5:59 lid 5 Wft daarmee een gegeven.²¹ De uitgevende instelling kan dat (technisch gesproken) onmogelijk nog herstellen door deze informatie alsnog openbaar te maken door gelijktijdige uitgifte van een persbericht.²²

Gelet op het vorenstaande ben ik van oordeel dat de betekenis van de eerste zin van art. 5:59 lid 5 Wft geen andere is dan de in art. 5:59 lid 1 Wft neergelegde verplichting om koersgevoelige informatie op de wettelijk voorgeschreven wijze openbaar te maken. De openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft geldt niet alleen voor informatie die voldoet aan alle bestanddelen van koersgevoelige informatie en rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling. Deze openbaarmakingsplicht geldt ook voor koersgevoelige informatie waarvoor de openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft (nog) niet geldt, maar ten aanzien waarvan de uitgevende instelling zelf op enig moment heeft besloten om deze toch openbaar te maken. De conclusie luidt dan ook dat kennelijk de eerste zin van art. 5:59 lid 5 Wft door de wetgever blindelings uit Regulation FD is overgenomen, maar dat de daarin opgenomen bijzondere openbaarmakingsplicht in ons wettelijk stelsel geen functie vervult. De eerste zin van art. 5:59 lid 5 Wft zou dan ook kunnen komen te vervallen.

Dit ligt anders voor wat betreft de tweede zin van art. 5:59 lid 5 Wft. Volgens deze tweede zin ontstaat een onverwijlde openbaarmakingsplicht voor de uitgevende instelling nadat zij niet doelbewust koersgevoelige informatie aan een derde heeft verstrekt. Voor deze bijzondere openbaarmakingsplicht geldt in verband met het primaat van de algemene openbaarmakingsplicht dat de uitgevende instelling daaraan slechts bescherming kan ontlenen voor zover het informatie betreft die niet reeds be-

21 Naar mijn oordeel is in dat geval ook art. 5:59 lid 1 Wft overtreden. De bewuste koersgevoelige informatie is immers niet op de wettelijk voorgeschreven wijze openbaar gemaakt.

22 Om aan deze eis te kunnen voldoen, moet wel beschikt worden over bovenmenselijke gaven die vergelijkbaar zijn met die van de stripheld Lucky Luke die sneller dan zijn schaduw kan schieten.

streken wordt door de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft.²³ Hoewel in geval van een niet doelbewuste selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie art. 5:59 lid 1 Wft wordt overtreden door de uitgevende instelling, zullen de daaraan verbonden gevolgen²⁴ toch niet intreden indien de uitgevende instelling zich alsnog deugdelijk kwijt van haar onverwijld openbaarmakingsplicht.

4.2 Toepassing van de bijzondere openbaarmakingsplicht in de praktijk

Zoals aangegeven, is de timing van de openbaarmakingsplicht van de uitgevende instelling in vervolg op een selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie afhankelijk gesteld van de vraag of de informatieverstrekking door de (vertegenwoordiger van de) uitgevende instelling aan een derde al dan niet doelbewust heeft plaatsgevonden (art. 5:59 lid 5 Wft). In de wetsgeschiedenis wordt geen nadere toelichting gegeven op de inhoudelijke betekenis van deze terminologie. Aangenomen mag worden dat bij de uitleg daarvan relevant zal zijn met welk bewustzijn de desbetreffende informatie wordt verstrekt. Weet of behoort de uitgevende instelling of haar vertegenwoordiger te weten dat de informatie koersgevoelig is, dan zal die informatie doelbewust zijn verstrekt. Het bewustzijn dient betrekking te hebben op de essentiële bestanddelen van het begrip koersgevoelige informatie, d.w.z. dat de informatie koersgevoelig is en nog niet eerder door de uitgevende instelling openbaar is gemaakt. Deze maatstaf wordt ook in Regulation FD²⁵ gehanteerd:

'A selective disclosure of material nonpublic information is "intentional" when the person making the disclosure either knows, or is reckless in not knowing, that the information he or she is communicating is both material and non-public.'

23 In dit verband moet er nog op worden gewezen dat de AFM in haar uitlatingen over de werkingssfeer van art. 5:59 lid 5 Wft steeds nalaat deze beperking aan te brengen. Zie bijv. het standpunt van de AFM van 16 januari 2007 over koersgevoelige informatie tijdens persbijeenkomsten (www.afm.nl). De AFM stelt: 'De wet schrijft voor dat als een vennootschap of een bestuurder onbewust koersgevoelige informatie meedeelt aan een derde, deze informatie zo snel als mogelijk middels een persbericht openbaar dient te worden gemaakt. Het onbewust meedelen van koersgevoelige informatie is geen overtreding, mits de koersgevoelige informatie zo snel mogelijk wordt verspreid via een persbericht.' Naar mag worden aangenomen, zal ook de AFM het primaat van de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft onderschrijven. Zoals uiteengezet, heeft aanvaarding van dat primaat ook automatisch gevolgen voor de werkingssfeer van de bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 5 Wft.

24 De AFM kan een last onder dwangsom en een bestuurlijke boete opleggen in geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht. Zie art. 1:79 en 1:80 Wft en de daarbij behorende bijlagen. Overtreding van de openbaarmakingsplicht is bovendien een economisch delict waarvan de opsporing, vervolging en berechting volgens het regime van de Wet op de economische delicten ('WED') verloopt. Daartoe is art. 5:59 lid 1 en 5 Wft opgenomen in de lijst van economische delicten van art. 1 onder 2^o WED.

25 Zie § 243.101 sub (a) van Regulation FD.

Naar mijn oordeel is voor een niet doelbewuste informatieverstrekking vereist dat de betrokken functionaris van de uitgevende instelling verontschuldigbaar niet op de hoogte is van het koersgevoelige karakter van de aan de derde verstrekte informatie. Daarvan zal bijvoorbeeld sprake kunnen zijn bij een heuse slip of the tongue van een CFO tijdens een analistenpresentatie of een roadshow. Een ander voorbeeld daarvan is dat de functionaris te goeder trouw meende dat de bewuste informatie niet koersgevoelig was of dat de informatie al eerder openbaar was gemaakt.

De SEC heeft nog verduidelijkt dat bij een beoordeling of aan de openbaarmakingsplicht van Regulation FD is voldaan alle feiten en omstandigheden van het geval betrokken dienen te worden. Zo zal bij een spontane beantwoording van een niet verwachte vraag tijdens een persconferentie minder snel worden aangenomen dat de informatie doelbewust is verstrekt dan bij een voorbereide schriftelijke verklaring. Ook zal een patroon van onjuiste inschattingen van het koersgevoelige karakter van bepaalde informatie een uitgevende instelling uiteindelijk kunnen opbreken.²⁶

De AFM heeft zich nog niet uitdrukkelijk uitgelaten over de maatstaven die zij zal hanteren voor een doelbewuste onderscheidenlijk niet doelbewuste selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Uit de navolgende recente voorvallen kan mogelijk wel al enige lering worden getrokken:

Naar aanleiding van de publicatie van de kwartaalcijfers heeft de CEO van Getronics op 3 november 2005 op vragen van een persbureau meer informatie gegeven over de kwaliteit van het resultaat dan in het eerder uitgebrachte persbericht stond. Getronics heeft daarop een aanvullend persbericht uitgegeven met meer gedetailleerde informatie over het resultaat. Het herziene persbericht bestaat uit drie alinea's waarvan de laatste twee al in het eerdere persbericht voorkwamen. De eerste alinea van het persbericht vermeldt: 'This result reflects certain items that are uniquely related to 2005, such as integration expenses for the acquisition of PinkRoccade and one-off financial expenses with the Cumulative Preference Shareholders. Excluding these one-off financial expenses and acquisitions integration expenses, the net result of Getronics in the first nine months of 2005 have been positive.' Een dergelijke aanvullende toelichting op de resultaten lijkt mij uiterst relevante informatie voor een goed begrip van de financiële situatie waarin Getronics zich thans bevindt en in de nabije toekomst zal bevinden.

De CEO van ASML heeft op 19 april 2006 tijdens een teleconferentie naar aanleiding van de kwartaalcijfers de in een persbericht vermelde prognose van een 'significant sales growth in Q2 2006' cijfermatig uitgedrukt. Later op de dag is door ASML een herzien persbericht uitgegeven met de vermelding 'a sales growth of at least 10 percent.'

26 Zie paragraaf II.B.3.a (Standard of 'Intentional' Selective Disclosure) van Regulation FD.

De CEO van AND zou op 19 april 2006 een journalist van een persbureau hebben meegedeeld dat het softwarebedrijf in 2006 ‘verwacht’ zwarte cijfers te schrijven. In een eerder die dag uitgebracht persbericht had AND gemeld dat het nog te vroeg was om een concrete voorspelling te doen over omzet en resultaat in 2006. Vervolgens meldde AND in een persbericht dat ‘verwachten’ te sterk was uitgedrukt en dat gesproken had moeten worden van ‘hopen.’

Bij gelegenheid van de presentatie aan journalisten van de voorlopige jaarresultaten 2006 heeft de CEO van Océ een concrete doelstelling genoemd voor de na te streven kostenbeheersing. Een dergelijke doelstelling was niet opgenomen in het persbericht dat Océ op 15 januari 2007 had uitgebracht. Na de persbijeenkomst heeft Océ een kort aanvullend persbericht uitgebracht, waarin over de optimalisatie van de bedrijfsprocessen werd vermeld: ‘Daarbij wordt gestreefd naar een kostenverlaging van € 75 miljoen tot € 100 miljoen in 2010 ten opzichte van de 2006 kostenbasis.’ Uit een mededeling van de AFM kan worden opgemaakt dat de AFM deze mededeling van de CEO aanmerkt als niet doelbewuste informatieverstrekking.²⁷

Volgens de AFM is het geven van een nadere toelichting op of een verdieping van een persbericht uitdrukkelijk toegestaan.²⁸ Bij het verstrekken van deze aanvullende informatie mag geen koersgevoelige informatie verstrekt worden. Het zal niet altijd eenvoudig zijn om die grens helder te markeren. Een goed begrip en een goede formulering van de kern van de met het persbericht over te brengen boodschap lijkt het halve werk te zijn. Wanneer door het geven van aanvullende informatie de kern van de boodschap verandert, dan zal de grens tussen toelichting dan wel verdieping en het verstrekken van nieuwe koersgevoelige informatie al snel worden overschreden. Uit bovenstaande voorbeelden blijkt dat de uitgevende instelling oog voor detail moet blijven houden en dat een goede taalbeheersing eveneens onmisbaar lijkt.

Enige bescherming wordt de uitgevende instelling ondertussen wel geboden. De lat voor doelbewuste openbaarmaking van koersgevoelige informatie lijkt hoog te liggen.²⁹ In bovenstaande voorbeelden werd steeds aangenomen dat sprake was van een niet doelbewuste openbaarmaking van koersgevoelige informatie.³⁰ Wellicht is een verklaring voor deze op het eerste gezicht soepele houding van de AFM dat zij van

27 Zie het standpunt van de AFM van 16 januari 2007 over KGI tijdens persbijeenkomsten (www.afm.nl).

28 Zie: Veelgestelde vragen koersgevoelige informatie (www.afm.nl).

29 Te verwachten is dat dit soort voorbeelden in voorwetenschapszaken als verweer door de verdediging zal worden aangevoerd. Immers, in dit soort gevallen zou dan ook kunnen worden aangenomen dat de ingewijde niet wist en redelijkerwijs niet behoefde te vermoeden dat hij over voorwetenschap beschikte (vgl. art. 5:56 lid 3 of art. 5:57 lid 2 Wft).

30 Uit de beschreven voorbeelden blijkt ook dat het steevast gaat om informatie ten aanzien waarvan de openbaarmakingsplicht van art. 5:59 lid 1 Wft op zich niet geldt (zie hiervoor § 4.1).

oordeel is dat uitgevende instellingen nog dienen te wennen aan deze nieuwe spelregels en dat zo kort na de wijziging van het toezichtregime een te rigide hantering en handhaving van de openbaarmakingsplicht meer kwaad dan goed zou doen.³¹

5. Tot besluit

Ik ben mijn betoog begonnen met de stelling dat wij Hollanders opener zouden moeten staan voor regels en inzichten die in andere culturen opgeld doen omdat wij daarvan nog veel waardevols kunnen leren. Dat vooronderstelt dan wel dat eerst zorgvuldig kennis wordt genomen van wat zich daar afspeelt. Ik hoop met het bovenstaande duidelijk te hebben gemaakt dat het onze wetgever bij het slaafs kopiëren van Regulation FD in de Richtlijn marktmisbruik – en daarmee in onze nationale wetgeving – aan die zorgvuldigheid lijkt te hebben ontbroken.

Hoe dienen wij nu verder te gaan? Mijns inziens biedt het thans bij de Tweede Kamer aanhangig zijnde wetsvoorstel³² dat ertoe strekt de Transparantierichtlijn in de Wet op het financieel toezicht te implementeren een uitgelezen gelegenheid om de in deze bijdrage gesignaleerde gebreken en onduidelijkheden te herstellen onderscheidenlijk weg te nemen. In het wetsvoorstel wordt art. 5:59 Wft grotendeels overgebracht naar art. 5:25i Wft, dat onderdeel zal uitmaken van hoofdstuk 5.1a (Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen). Mijn voorstel is ten eerste om de eerste zin van art. 5:25i lid 4 Wft te laten vervallen. In de tweede plaats dient door de wetgever, dan wel de AFM, toegelicht te worden dat de werkingssfeer van de dan nog resterende bijzondere openbaarmakingsplicht voor het geval de uitgevende instelling niet doelbewust selectief bepaalde koersgevoelige informatie openbaar heeft gemaakt, slechts een beperkte is in verband met het primaat van de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 1 Wft.

31 De AFM stelt in een rapport dat het toezicht op de openbaarmaking van koersgevoelige informatie in de in het rapport beschreven periode van oktober 2005 tot december 2006 niet geleid heeft tot punitieve maatregelen. Doordat middels preventieve interventie in nagenoeg alle gevallen overeenstemming werd bereikt met instellingen is daar geen aanleiding voor geweest. De AFM vermeldt verder dat er wel sporadisch normoverdragende gesprekken zijn gevoerd met uitgevende instellingen. Naar ik aanneem, zal de preventieve interventie in een aantal van de beschreven voorbeelden geleid hebben tot het uitbrengen van een aanvullende persbericht. Zie het rapport Ruim een jaar toezicht op marktmisbruik, p. 15 (www.afm.nl).

32 Voluit: Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* L 390). Zie hiervoor *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093.