

» **Noot**

1. Toepassing van art. 28h van het Fondsenreglement (FR) van Euronext Amsterdam in concrete gevallen is allerm minst eenvoudig. Deze bepaling legt aan een beursvennootschap – kort gezegd – een permanente verplichting op om koersgevoelige informatie terstond openbaar te maken. Zie over deze publicatieverplichting ook de uitgebreide noot van Raaijmakers onder «JOR» 2003/119 (Euronext/Petroplus International NV). De uitspraak van de Adviescommissie Fondsenreglement in de onderhavige zaak geeft aan dat het debat niet zo zeer gevoerd wordt over de vraag wat koersgevoelige informatie is, maar veeleer wanneer de bewuste informatie openbaar gemaakt moet worden. Hard and fast rules wanneer dat dient te geschieden zijn nauwelijks te geven. Hoewel de door Euronext Amsterdam opgestelde Leidraad Koersgevoelige informatie enkele nuttige wenken bevat, blijkt het in de praktijk van alledag toch aan te komen op een beoordeling van alle relevante feiten en omstandigheden en ook op een afweging van conflicterende belangen. Immers, tegenover het belang van het belegend publiek om terstond op de hoogte gesteld te worden van alle relevante ontwikkelingen rondom de beursvennootschap staat het belang van de beursvennootschap om – tot op zekere hoogte – zeker te zijn van haar zaak. Soms dient de beursvennootschap ook de gelegenheid te krijgen om naar aanleiding van een noodsituatie maatregelen te nemen om de nadelige effecten daarvan op te vangen.

2. Aanleiding voor het onderzoek van de afdeling Compliance & Investigation van Euronext Amsterdam in deze zaak was de publicatie van een persbericht door Koninklijke Ahold NV (“Ahold”) op 24 februari 2003 (voorbeurs). In dat persbericht wordt aangegeven dat het resultaat 2002 significant lager zal zijn dan verwacht en dat de jaarcijfers over 2000 en 2001 en de interim-resultaten over 2002 moeten worden herzien. De oorzaak hiervan is gelegen in overwaardering van inkomsten in verband met programma’s voor promotionele bijdragen bij US Foodservice. Ook wordt in het persbericht aangegeven dat een aantal joint ventures van Ahold niet langer integraal geconsolideerd worden. Het persbericht vermeldt daarover nogal cryptisch dat het besluit tot proportionele consolidatie is genomen naar aanleiding van informatie die voorheen niet voor de controlerende accountants beschikbaar was. Tevens wordt aangegeven dat de heren Van der Hoeven en Meurs, respectievelijk de chief executive officer en de chief financial officer van Ahold, zullen aftreden. In het persbericht wordt tenslotte nog aangegeven dat door een syndicaat van banken een kredietfaciliteit van € 3,1 miljard aan Ahold is toegezegd. In reactie op dit persbericht daalde de beurskoers van Ahold, bij zeer hoge handelsvolumes, met ongeveer 63%. Nadien verschenen er berichten in de media dat de problemen bij Ahold bij diverse betrokkenen al langer bekend zouden zijn geweest.

3. In het door Euronext Amsterdam aan de Adviescommissie Fondsenreglement voorgelegde geval is de commissie van oordeel dat sprake is van twee kennelijke overtredingen van art. 28h FR door Ahold. In de omstandigheden van het geval ziet de commissie aanleiding Euronext Amsterdam te adviseren Ahold een ernstige schriftelijke waarschuwing te geven. Deze waarschuwing is een niet met zoveel woorden genoemde maatregel als bedoeld in art. 65 FR die Euronext Amsterdam kan nemen indien voorschriften van het Fondsenreglement worden overtreden. Zie hierover S.E. Eisma, Sancties bij overtreding van het Fondsenreglement, Ondernemingsrecht 2001-4, p. 82–85. Euronext Amsterdam heeft dit advies van de commissie inmiddels overgenomen. Ahold heeft daarop te kennen gegeven het niet eens te zijn met het besluit van Euronext Amsterdam en evenmin met het advies van de commissie, dat volgens Ahold gebaseerd zou zijn “op een incomplete en incorrecte interpretatie van de feiten”.

4. Uit het advies blijkt dat de commissie van oordeel is dat Ahold art. 28h FR heeft overtreden door niet op of kort na 13 januari 2003 de gerezen (gerede) twijfel over de mogelijkheid tot consolidatie van de joint venture ICA Ahold AB (“ICA”) onder Dutch GAAP voor het boekjaar 2002 openbaar te maken. De commissie

overweegt tevens dat naar haar oordeel op dat moment reeds in voldoende mate vaststond, dat consolidatie van ICA onder Dutch GAAP voor de boekjaren 2000 en 2001, alsmede consolidatie van ICA onder US GAAP voor de jaren 2000, 2001 en 2002 niet kon worden gehandhaafd. Onder de gegeven omstandigheden moet de (vermoedelijk) onterechte consolidatie als koersgevoelige omstandigheid worden aangemerkt, omdat de omzet voor een bedrijf als Ahold een kerngegeven is. Deconsolidatie van ICA zou weliswaar geen effect gehad hebben op de nettowinst van Ahold maar zou wel hebben geleid tot een lagere omzet (marktaandeel). Bij het vaststellen van de concurrentiepositie van een foodretailer als Ahold is marktaandeel een belangrijk gegeven.

5. Na de ontdekking van de ICA sideletter – een belangrijke aanleiding daarvoor was het moeten afgeven van bepaalde verklaringen op grond van de Sarbanes-Oxley wetgeving, wat nog maar weer eens bevestigt dat zware sancties transparantiebevorderend kunnen werken – heeft Ahold aan externe adviseurs opdracht gegeven een onderzoek uit te voeren naar de gang van zaken en de gevolgen van het een en ander voor de financiële verslaggeving. Dat Ahold de uitkomsten van dit onderzoek heeft afgewacht wordt haar door Euronext Amsterdam (terecht) niet verweten. Rekening moet immers worden gehouden met het feit dat een onderneming onverwacht kan worden geconfronteerd met complexe feiten die nader bestudeerd zullen moeten worden alvorens de betekenis en de koersgevoeligheid ervan voor de onderneming kan worden vastgesteld. Het advies van de Adviescommissie Fondsenreglement in de DPA-zaak van 20 maart 2001 heeft ons geleerd dat in dat geval enig uitstel van publicatie geoorloofd kan zijn, op voorwaarde dat het bestuur er onverwijld toe overgaat zich de vereiste duidelijkheid en zekerheid te verschaffen omtrent die complexe feiten. Zie voor deze uitspraak de website van Euronext Amsterdam.

6. De eerder door de Adviescommissie Fondsenreglement gegeven adviezen leren ons dat een publicatie op grond van art. 28h FR aangewezen is “zodra de feiten en omstandigheden in voldoende mate vaststaan”. Dat dit met betrekking tot de deconsolidatie van ICA op of kort na 13 januari 2003 reeds het geval is geweest, blijkt niet zonder meer uit de door de commissie gebezigde terminologie. Zo verwijst de commissie naar “gerezen (gerede) twijfel over de mogelijkheid tot consolidatie” en spreekt zij ook van de “(vermoedelijk) onterechte consolidatie als koersgevoelige omstandigheid”. Ahold rechtvaardigt het feit dat eerst op 24 februari 2003 een persbericht werd uitgegeven aldus: “Ahold is van mening dat de feiten aantonen dat op 13 januari 2003 onvoldoende vaststond dat de consolidatie van ICA niet zou zijn toegestaan. De publicatie van een persbericht over deze kwestie op of kort na 13 januari 2003 zou derhalve mogelijk misleidend zijn geweest. Na 13 januari 2003 heeft Ahold intensief overleg gepleegd met zowel Deloitte & Touche als de overige aandeelhouders in ICA teneinde te voldoen aan de vereisten voor consolidatie van ICA en teneinde vast te stellen dat dit ook in het verleden terecht was. Dit overleg was reeds ver gevorderd op zaterdag 22 februari 2003. Ahold is van mening dat zij integrale consolidatie van ICA onder NL GAAP over 2002 zou hebben kunnen handhaven als het overleg niet zou zijn afgebroken door het boven tafel komen van andere joint venture side letters op 22 februari 2003.

7. Blijkens het advies is de commissie voorts van oordeel dat Ahold art. 28h FR heeft overtreden “door de kennelijk in ieder geval omvangrijke fraude bij US Foodservice niet binnen enkele dagen na het bij Ahold bekend worden hiervan op 12 februari 2003, uiterlijk op 14 februari 2003 toen de raad van commissarissen van Ahold deze omvangrijke fraude besprak, althans in algemene bewoordingen openbaar te maken.” De commissie stelt dat Ahold zonodig later inzicht had kunnen bieden in de exacte omvang van de fraude. Naar ik aanneem, is bij dit oordeel van de commissie waarschijnlijk een uitgangspunt geweest dat de omvangrijke fraude – althans volgens de commissie – vast stond. Opvallend is overigens dat het verwijt van de afdeling Compliance & Investigation minder ver ging; zij verweet Ahold dat zij niet uiterlijk op 18 februari 2003 – de datum waarop Ahold overging tot melding van de fraude bij het US Department of Justice en de SEC – een publicatie heeft gedaan over de onregelmatigheden in de boekhouding bij US Foodservice.

8. Bij haar oordeel achtte de commissie het nog van belang dat Ahold voor 24 februari 2003 wel, zij het onder oplegging van geheimhouding, een aantal banken heeft geïnformeerd over de ontdekte fraude bij US Foodservice. Hiermee zou Ahold volgens de commissie het risico van gebruik van voorwetenschap hebben

vergroot. De commissie legt hier een verband tussen de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie en gebruik van voorwetenschap en neemt kennelijk aan dat de naleving van de publicatieverplichting dichterbij komt nu de beursvennootschap er zelf voor heeft gekozen om de bewuste informatie met “buitenstaanders” te delen. Uit de uitspraak blijkt niet om welke banken het gaat en met name niet of het mogelijk uitsluitend gaat om de banken die betrokken waren bij de totstandkoming van het noodkrediet van € 3,1 miljard. Als dit het laatste het geval is – en ook al zijn dat veel banken geweest – dan acht ik de door de commissie gegeven argumentatie niet overtuigend, omdat deze informatieverstrekking een legitiem doel diende en Ahold prudent te werk is gegaan.

9. Ook volgt uit dit advies dat openbaarmaking van koersgevoelige informatie niet mag worden opgehouden doordat de onderneming nog geen inzicht heeft in de exacte proporties van de fraude en de mogelijke invloed daarvan op de verwachtingen voor de verslagperiode. De commissie stelt dat Ahold de fraude ook in algemene bewoordingen openbaar had kunnen maken, later gevolgd door mededelingen over de exacte omvang van de fraude. Ook met betrekking tot winstwaarschuwingen heeft de commissie eerder een dergelijk oordeel gegeven (zie ook «JOR» 2003/119). Intussen mag betwijfeld worden of de effectenmarkten daadwerkelijk gediend zijn met deze halve mededelingen die veelal meer vragen oproepen dan beantwoorden. Mededelingen die al snel allerlei speculaties en paniekreacties van beleggers in de hand zullen werken. Hebben beleggers er niet baat bij dat eerst een afgewogen beoordeling van de situatie door de beursvennootschap plaatsvindt, zodat voorkomen wordt dat overhaaste en daardoor misschien wel misleidende mededelingen worden gedaan? Gewezen kan bijvoorbeeld worden op de mededeling van Adecco in januari 2004 dat de jaarcijfers over 2003 moesten worden uitgesteld wegens “substantiële zwakheden” in de boekhouding, terwijl een half jaar later na een € 100 miljoen kostend onderzoek naar mogelijke boekhoudfraude meegedeeld kon worden dat geen herziening van de cijfers over de afgelopen jaren nodig was. Waarom vinden we het eigenlijk zo belangrijk dat beursvennootschappen dergelijke mededelingen in algemene bewoordingen meteen doen? Is dat niet alleen maar omdat het risico van handelen met voorwetenschap op de loer ligt? Indien dit door mij veronderstelde verband bestaat, zal de kwaliteit van de informatieverstrekking door beursvennootschappen in elk geval kunnen verbeteren indien alle beleggers er ook daadwerkelijk op kunnen en mogen vertrouwen dat koersgevoelige informatie eerlijk wordt gedeeld en dat insiders daar niet hun voordeel mee kunnen doen. Ik zou de stelling zelfs willen verdedigen dat een beursvennootschap die in haar voorwetenschapsreglement slechts een korte open periode kent waarbinnen insiders effectentransacties mogen verrichten aanspraak zou mogen maken op een meer coulante beoordeling dan Ahold thans ten deel is gevallen.

10. In haar verweer heeft Ahold zich er nog op beroepen dat zij van Euronext Amsterdam ten aanzien van de bekendmaking van de fraude bij US Foodservice mogelijk op haar verzoek (tijdelijk) ontheffing van de verplichting tot openbaarmaking had kunnen verkrijgen. De commissie heeft dat verweer verworpen omdat Ahold nu eenmaal een dergelijk ontheffingsverzoek, gegrond op het zwaarwegende belang van voortbestaan van de onderneming, niet heeft gedaan. Aangenomen mag worden dat Ahold een dergelijke ontheffing wel zou hebben kunnen verkrijgen. De slotzin van art. 28h FR geeft immers aan dat Euronext Amsterdam ontheffing van de verplichting tot publicatie kan verlenen op grond van het feit dat bekendmaking van bepaalde gegevens de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling zou kunnen schaden.

11. Ook onder het nieuwe regime, dat als gevolg van de implementatie van de richtlijn Marktmisbruik naar verwachting medio 2005 zal worden ingevoerd, zal met het rechtmatige belang van de beursvennootschap bij uitstel van openbaarmaking rekening kunnen worden gehouden. Zie over dit nieuwe regime: J. Italianer en A.J.P. Tillema, ‘Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmisbruik – Startschot voor een nieuw regime in Nederland’, in: Ondernemingsrecht 2003-12, p. 430–439. Uitstel is op grond van art. 47 van het conceptwetsvoorstel overigens slechts mogelijk indien (i) het uitstel een rechtmatig belang van de beursvennootschap dient, (ii) het uitstel geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft en (iii) de beursvennootschap in staat is de vertrouwelijkheid van de koersgevoelige informatie te waarborgen. In het kader van de comitologieprocedure heeft de Europese Commissie een richtlijn van 22 december 2003 (2003/124/EG)

vastgesteld waarin een nadere omschrijving van rechtmatige belangen wordt gegeven. Deze belangen hebben met name onder meer betrekking op: “aan de gang zijnde onderhandelingen of daarmee verband houdende elementen, wanneer openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen kan beïnvloeden. In het bijzonder wanneer de financiële levensvatbaarheid van de emittent in ernstig en imminent gevaar is, zij het niet in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving, mag de openbaarmaking van informatie voor beperkte tijd worden uitgesteld wanneer een dergelijke openbaarmaking de belangen van bestaande en potentiële aandeelhouders ernstig zou schaden doordat de afronding van bepaalde onderhandelingen voor de verzekering van het financieel herstel van de emittent op lange termijn erdoor in het gedrang zou worden gebracht.” Een wezenlijk verschil is echter dat onder het nieuwe regime de beursvennootschap zelf – en niet langer Euronext Amsterdam – een besluit tot uitstel van openbaarmaking moet nemen, en wel op eigen risico.

G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff Advocaten en Belastingadviseurs te Amsterdam