JOR 2005/92 Adviescommissie Fondsenreglement, 24-12-2004. Kennelijke overtreding art. 28h Fondsenreglement, Ernstige schriftelijke waarschuwing door Euronext aangewezen. Noot mr. G.T.J. Hoff onder «JOR» 2005/94

JOR 2005/93 Adviescommissie Fondsenreglement, 14-01-2005. Geen sprake van kennelijke overtreding art. 28h Fondsenreglement. Noot mr. G.T.J. Hoff onder «JOR» 2005/94

JOR 2005/94 Adviescommissie Fondsenreglement, 20-01-2005. Kennelijke overtreding art. 28h Fondsenreglement, Ernstige schriftelijke waarschuwing door Euronext aangewezen

» Noot

1. Algemeen wordt aangenomen dat op grond van art. 28h Fondsenreglement (FR) van Euronext Amsterdam een openbaarmakingsverplichting ontstaat voor een uitgevende instelling zodra het voor het bestuur voldoende duidelijk is, dan wel had moeten zijn, dat tegenvallende cijfers geen incidenteel maar een structureel karakter hebben die wijzen op een negatieve ontwikkeling of verwachting. Een dergelijke openbaarmaking pleegt te worden aangeduid als een winstwaarschuwing of – indien door de uitgevende instelling reeds eerder een winstwaarschuwing is afgegeven – een winstalarm. Ook de brochure Koersgevoelige informatie van Euronext Amsterdam noemt als voorbeelden van belangrijke feiten over de resultaten van de onderneming: (i) belangrijke feiten die het resultaat, de omzet of de eventueel eerder gepubliceerde prognose zouden kunnen beïnvloeden en (ii) nieuwe prognoses, substantiële afwijkingen van, of onder omstandigheden, de bevestiging van eerder gedane prognoses over de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat of de omzet en eventueel daarmee verband houdende winstwaarschuwingen; zie par. 5.1 van de brochure (maart 2003). Hoewel de brochure daarover niet erg duidelijk is, dient mijns inziens te worden aangenomen dat een winstwaarschuwing niet alleen op haar plaats is indien de resultatenontwikkeling belangrijk afwijkt van een eerder afgegeven winstprognose, maar eventueel ook wanneer door de uitgevende instelling niet al eerder een winstprognose is afgegeven. Met betrekking tot winstwaarschuwingen heeft de Adviescommissie Fondsenreglement (ook wel naar haar voorzitter genoemd: de commissie Herkströter) in het recente verleden diverse uitspraken gedaan. De drie hiervoor gepubliceerde uitspraken van de Adviescommissie Fondsenreglement brengen op een aantal punten nadere verfijningen aan met betrekking tot de bestaande regels.

2. De Adviescommissie Fondsenreglement is van oordeel dat een publicatieplicht ontstaat “zodra de feiten en omstandigheden in voldoende mate vaststaan”. De uitgevende instelling kan openbaarmaking niet uitstellen door zich erop te beroepen dat zij nog geen inzicht heeft in de exacte omvang van de tegenvallende resultaten. In dat geval – zo stelt de commissie – dient een winstwaarschuwing in algemene bewoordingen plaats te vinden, zonodig met een toelichting ten aanzien van de achterliggende gebeurtenissen. Zie onder meer het advies van de Adviescommissie Fondsenreglement in de zaak UCC Groep NV van 22 oktober 2001, «JOR» 2002/15, m.nt. CMGvdK en de zaak Petroplus International NV van 20 januari 2003, «JOR» 2003/119, m.nt. Raaijmakers.

3. In de zaak Vilenzo International werd eerst in een persbericht van 15 december 2003 gemeld dat over 2003 een netto verlies voor afschrijving goodwill werd verwacht van ca. € 11 miljoen. Aan dit persbericht gingen twee mededelingen vooraf: (i) een fors neerwaartse bijstelling van de verwachtingen omtrent het resultaat voor afschrijving goodwill over het lopende boekjaar ten opzichte van het boekjaar 2002 op 11 juli 2003 en (ii) een herhaling van deze mededeling op 4 september 2003 bij gelegenheid van de publicatie van de halfjaarcijfers. Volgens de commissie had Vilenzo uiterlijk 4 september 2003 kenbaar moeten maken dat voor geheel 2003 sprake zou zijn van een verliesgevende situatie in haar onderneming. Uit deze uitspraak kan als regel worden afgeleid dat indien de ontwikkeling van de ondernemingsresultaten zodanig negatief is dat een verliesgevende situatie ontstaat, de uitgevende instelling dat duidelijk kenbaar dient te maken. Niet aanvaardbaar wordt geoordeeld verhullend taalgebruik door – zoals in dit geval – melding te maken van een “fors lagere winst ten opzichte van het voorgaande jaar”. Vilenzo had zich er nog op beroepen dat volgens de schaal van Mock – dit is

een door drs. H. Mock ontwikkelde schaal waarbij woorden gekoppeld worden aan cijfers, bijvoorbeeld fractioneel (tot 2%), sterk (20 tot 30%) en die ten doel heeft het taalgebruik in persberichten te uniformeren – het woord "fors" de grootst mogelijke aanpassing van het resultaat is (meer dan 45%). De commissie oordeelt dat – onder de omstandigheden van dit geval – het gebruik van de schaal van Mock onvoldoende duidelijk is. Ik wijs er nog op dat evenmin door de Adviescommissie werd gebillijkt een mededeling waarin het beleggend publiek weliswaar werd geattendeerd op bepaalde negatieve ontwikkelingen, maar waaruit volgens de commissie niet viel af te leiden dat een fors verlies zou worden geleden (zie de eerder genoemde uitspraak van de Adviescommissie Fondsenreglement in de zaak Petroplus International NV).

4. Ter rechtvaardiging van de verlate openbaarmaking heeft Vilenzo nog gewezen op het feit dat de administratie en de administratieve procedures primair er op zouden zijn ingericht om achteraf een getrouw beeld te schetsen van de financiële huishouding aan de hand van een verlies- en winstrekening en balans (sic). De commissie toont daar terecht geen begrip voor en oordeelt dat de (beweerdelijk) gebrekkige informatievoorziening binnen de onderneming voor risico van Vilenzo moet blijven. Opmerkelijk is intussen dat er – voorzover mij bekend – geen bijzondere voorschriften bestaan over de eisen die aan een intern rapportagesysteem moeten worden gesteld. De brochure Koersgevoelige informatie van Euronext Amsterdam vermeldt slechts in par. 4.6: "Ondernemingen wordt geadviseerd de interne organisatie en de toevoer van management informatie zo te organiseren dat koersgevoelige informatie direct bij het management bekend wordt." Kennelijk wordt dus de eis gesteld dat de uitgevende instelling over een zodanig rapportagesysteem dient te beschikken dat het bestuur in staat is in een vroegtijdig stadium inzicht te verkrijgen in de resultaatontwikkeling. Zie in dit verband ook r.o. 13 van het arrest van het Hof 's-Hertogenbosch 15 mei 1996, «JOR» 1996/70 en hoofdstuk V (De audit van de financiële verslaggeving en de positie van de interne audit functie en van de externe accountant) van de Code Tabaksblat.

5. In de zaak Fugro achtte de Adviescommissie het onvoldoende aannemelijk dat art. 28h FR was overtreden. In dat geval had Fugro op 15 augustus 2003 bij de publicatie van de halfjaarcijfers omtrent de winstverwachting voor geheel 2003 het volgende vermeld: "Afgezien van de effecten door toekomstige acquisities is de verwachting dat de jaaromzet in euro's over 2003 lager zal zijn dan het vorig jaar (2002: € 946 miljoen), met name door het negatieve effect van de waardestijging van de euro. De verwachte resultaten in euro's zullen hierdoor op vergelijkbare wijze als in het eerste halfjaar lager zijn dan in 2002 (nettoresultaat voor afschrijving goodwill 2002: € 72,2 miljoen)." Het resultaat voor afschrijving goodwill in het eerste halfjaar was gedaald naar € 21,7 miljoen (2002: € 24,5 miljoen), derhalve een daling van 11,4%. Op 2 december 2003 publiceerde Fugro een persbericht met als inhoud dat Fugro verwachtte dat het resultaat voor afschrijving goodwill zou uitkomen op tenminste € 40 miljoen (2002: € 72 miljoen). Met andere woorden een verwachte winstdaling van 40%. De commissie oordeelde dat onvoldoende aannemelijk was geworden dat "Fugro al vóór 26 november 2003 beschikte over zodanig concrete en specifieke informatie dat de resultaten van Fugro over geheel 2003 in belangrijke mate zouden afwijken van de door Fugro op 15 augustus 2003 uitgesproken verwachtingen, dat zij hierover (eerder) een openbare mededeling ingevolge artikel 28h Fondsenreglement had moeten doen."

6. Twee aspecten van deze uitspraak zijn in het bijzonder de moeite van het vermelden waard. Ten eerste het feit dat de Adviescommissie heeft geoordeeld dat de periode van ca. 3 werkdagen die Fugro heeft gebruikt om de op 26 november 2003 beschikbaar gekomen financiële gegevens te beoordelen, mede gelet op de hierbij geboden zorgvuldigheid onder de omstandigheden van dit geval aanvaardbaar is. Fugro stelde deze periode gebruikt te hebben voor overleg met onder meer de voorzitter van de audit committee van de raad van commissarissen. Ik roep in dit verband in herinnering het oordeel van de commissie in de zaak Petroplus International NV. De commissie oordeelde toen dat de wijze waarop een uitgevende instelling precies invulling geeft aan de rol van de raad van commissarissen een interne aangelegenheid is die los dient te worden gezien van het door de uitgevende instelling voldoen aan externe verplichtingen zoals verwoord in art. 28h FR. Dat hield dus in dat zodra de feiten in voldoende mate vaststaan er weinig tot geen ruimte meer bestaat voor het bestuur om nog rustig overleg te

voeren met de raad van commissarissen. De commissie stelde dan ook dat zonodig telefonisch overleg met de raad van commissarissen had kunnen plaatsvinden.

7. Met de Adviescommissie kan men van mening zijn dat uitgevende instellingen niet mogen talmen met het naar buiten brengen van slecht nieuws en dat dus met het afgeven van een winstwaarschuwing niet kan worden gewacht tot de eerstvolgende reguliere vergadering met de raad van commissarissen. Wel heb ik ervoor gepleit – en dat is misschien een beetje napleiten omdat ik bij de zaak Petroplus als advocaat betrokken was – dat voor de uitgevende instelling een korte tijd beschikbaar dient te blijven om (i) de zich geleidelijk aftekenende gegevens te bestuderen, (ii) op basis daarvan een goed beeld te verkrijgen van die cijfers en van de invloed die bekendmaking daarvan op de koersvorming kan hebben. Dat komt ook overeen met de recente ontwikkelingen op grond waarvan meer nadruk is komen te liggen op het toezicht van de raad van commissarissen en zijn audit committee en op de zorgvuldige voorbereiding van de informatieverstrekking aan het beleggend publiek. Waar de Adviescommissie in de Petroplus-zaak stelt dat de uitgevende instelling een persbericht had moeten uitgeven uiterlijk op het moment dat de kwartaalcijfers bekend werden bij de raad van bestuur verhindert zij daarmee dat de raad van commissarissen zijn rol met betrekking tot de vaststelling en publicatie van kwartaalcijfers naar behoren kan vervullen. Die uitleg leidt ertoe dat het bestuur tegenover de raad van commissarissen kan komen te staan, omdat het bestuur op eigen houtje (want zonder voorafgaande raadpleging van de raad van commissarissen) tot publicatie moet overgaan, op gevaar af dat achteraf zou blijken dat de raad van commissarissen het met de inhoud van die publicatie niet eens is. Kortom, een stelregel als geformuleerd door de Adviescommissie komt mij onwenselijk voor. Ook het effectenrecht dient good corporate governance te respecteren. Good corporate governance brengt mee dat geen regels dienen te gelden die de goede verhoudingen tussen bestuur en raad van commissarissen onnodig in de waag- schaal stellen. Zoals uit de latere uitspraak van de Adviescommissie in de zaak Fugro blijkt, heeft zij – zij het genuanceerd door de toevoeging “mede gelet op de hierbij geboden zorgvuldigheid onder de omstandigheden van dit geval” – gehoor gegeven aan deze kritiek.

8. Een tweede aspect betreft het feit dat de Adviescommissie bij haar oordeel dat Fugro niet te laat een winstwaarschuwing heeft afgegeven, heeft laten meewegen dat Fugro in haar halfjaarbericht van 15 augustus 2003 reeds had aangegeven dat de resultaten in 2003 naar verwachting lager zouden zijn dan die in 2002 en daarbij met name heeft gewezen op het negatieve effect van de waardestijging van de Euro op de resultaten van Fugro. Ik ben overigens van oordeel dat niet te snel mag worden aangenomen dat indien een uitgevende instelling in algemene zin heeft gewezen op bepaalde negatieve ontwikkelingen, zij ervan uit mag gaan dat indien deze zich vervolgens ook inderdaad voordoen, geen publicatie meer is vereist. Er is immers nog steeds een groot verschil tussen een verwacht lager resultaat (zoals aangegeven door Fugro) en een uiteindelijke winstdaling van ruim 40%. Daar komt nog bij dat die – volgens de schaal van Mock – aanzienlijke daling in dit geval niet uitsluitend verklaard kon worden door de zwakke USD ten opzichte van de Euro.

9. Uit eerdere uitspraken van de Adviescommissie Fondsenreglement kan worden afgeleid dat een beperkte mogelijkheid bestaat om een winstwaarschuwing achterwege te laten of het afgeven daarvan uit te stellen in het geval namelijk dat de uitgevende instelling er nog in redelijkheid vanuit kan gaan dat de negatieve ontwikkeling die uit tussentijdse cijfers blijkt op (heel) korte termijn kan worden omgebogen. Uit de zaak van AND International Publishers NV blijkt dat het niet aanvaardbaar is om de openbaarmaking uit te stellen in het geval de uitgevende instelling voor het realiseren van een uitgesproken winstverwachting afhankelijk is van enkele toekomstige onzekere gebeurtenissen (in casu ging het daarbij om (i) een niet in het budget opgenomen order waarover de onderhandelingen in een reeds vergevorderd stadium verkeerden en (ii) een mogelijke schikking naar aanleiding van een door AND gewonnen rechtszaak op basis waarvan niet begrote omzet zou kunnen worden binnengehaald) èn onvoldoende zekerheid bestaat dat deze gebeurtenissen zich (tijdig) zullen voordoen. Om die reden oordeelt de commissie dat AND art. 28h FR heeft overtreden door niet op of (in elk geval) kort na 21 oktober 2003, toen de raad van commissarissen van AND bijeenkwam, openbaar te maken dat in het licht van de operationele resultaten van AND de eerder dat jaar uitgesproken verwachtingen redelijkerwijze niet meer haalbaar waren. De uitgevende instelling kon zich er niet achter verschuilen dat over de onzekerheid eerder met

de markt was gecommuniceerd, in dit geval door de vermelding in een persbericht van 18 augustus 2003, dat realisatie van de winstprognose zou afhangen van de omzetbijdrage van nieuwe diensten). De commissie is namelijk van oordeel dat de onzekerheid met betrekking tot de tijdige realisering van de eventuele omzetbijdragen van die nieuwe diensten in de periode augustus-oktober 2003 alleen maar groter was geworden.

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