

Taak toezichthouders, Directe toezicht op nakoming van verplichting van beursgenoteerde vennootschap tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie is opgedragen aan Euronext, AFM is toezichthouder in tweede lijn, Verband met Adviescommissie Fondsenreglement 7 mei 2004, «JOR» 2004/208, m.nt. Hoff (Euronext/Ahold)

» **Noot**

1. In dit tijdschrift is eerder aandacht besteed aan een uitspraak van de Adviescommissie Fondsenreglement van Euronext Amsterdam in de zaak Koninklijke Ahold NV («JOR» 2004/208, m.nt. Hoff). In die uitspraak was de commissie van oordeel dat Ahold op twee punten art. 28h Fondsenreglement (FR) had overtreden. De commissie zag daarin aanleiding Euronext Amsterdam te adviseren Ahold een ernstige schriftelijke waarschuwing te geven. Overeenkomstig dit advies heeft Euronext Amsterdam op 28 mei 2004 inderdaad een ernstige waarschuwing gegeven. Het eerste verwijt dat Ahold werd gemaakt was dat zij niet op of kort na 13 januari 2003 de gerezen (gerede) twijfel over de mogelijkheid tot consolidatie van de joint venture ICA Ahold AB onder Dutch GAAP openbaar had gemaakt. Het tweede verwijt betrof de overtreding van art. 28h FR “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”. Gelijk bekend, heeft Ahold deze informatie niet eerder dan in een persbericht van 24 februari 2003 (voorbeurs) aan de markt bekend gemaakt. Het gevolg was een daling van de beurskoers met ongeveer 63%.

2. Later bleek dat de bestuursvoorzitter van Ahold voorafgaand aan de publicatie van het persbericht reeds op donderdag 20 februari 2003 de AFM had ingelicht over zowel de boekhoudproblemen als de fraude. Zie hiervoor de in het vonnis onder 1.b geciteerde publicatie in Het Financieele Dagblad van 4 maart 2003. Euronext Amsterdam en het belegendend publiek bleven echter van deze waardevolle informatie nog enkele dagen verstoken tot het persbericht van 24 februari 2003. Blijkens de hiervoor gepubliceerde uitspraak heeft een benadeelde belegger – Accent Aigu BV, een professionele effectenhandelaar – in deze gebeurtenissen aanleiding gevonden de AFM aansprakelijk te stellen voor de door haar geleden schade. Terwijl de belegger in onwetendheid verkeerde van de ontwikkelingen rondom Ahold had hij op vrijdag 21 februari 2003 gehandeld in aandelen Ahold en ook optieposities met betrekking tot dat aandeel ingenomen. De belegger stelt dat bij een adequate taakuitoefening van AFM de handel in aandelen Ahold uiterlijk aan het einde van donderdag 20 februari 2003 door Euronext Amsterdam zou zijn stilgelegd. In dat geval zou hem het op de ingenomen effectenpositie geleden verlies van € 512.385,= – zijnde het koersverschil tussen de gemiddelde aankoopkoers van vrijdag 21 februari (€ 9,65) en de slotkoers van maandag 24 februari 2003 (€ 3,59) – bespaard zijn gebleven. De belegger verwijt de AFM dat zij onvoldoende gereageerd heeft op de evidente niet-naleving door Ahold van art. 28h FR. De AFM zou daarmee haar zorgplicht hebben geschonden, haar onderzoeksplicht hebben verzaakt en haar bevoegdheden om toezicht te houden ten onrechte niet hebben benut, aldus de belegger. In de procedure heeft de AFM gemeend Ahold in vrijwaring te moeten oproepen. Daartoe stelde de AFM dat de openbaarmakingsverplichting in eerste instantie op Ahold rustte en dat in tweede instantie het toezicht op de naleving daarvan bij Euronext Amsterdam thuishoort. Aan de AFM zou in deze geen taak zijn toebedeeld.

3. Dat ook de toezichthouders op de financiële markten kunnen falen bij het uitoefenen van hun toezicht en dat zij aansprakelijk kunnen zijn voor de daardoor veroorzaakte schade staat wel vast. Zie Rechtbank Amsterdam 7 juni 2000, «JOR» 2000/153, m.nt. KF in de Nusse Brink-zaak en Hof Den Haag 27 mei 2004, «JOR» 2004/206, m.nt. Van Ravels en Van Andel in de zaak Vie d’Or. Zie over dit onderwerp uitgebreider de oratie van A.A. van Rossum, Falend toezicht. De aansprakelijkheid van de economische en de financiële toezichthouder, 2001 en I. Giessen, ‘Aansprakelijkheid voor gebrekkig toezicht. Een beschouwing over de grondslagen van de aansprakelijkheid van (financiële) toezichthouders jegens gedupeerde derden’, in: AV&S 2002, p. 97–109. In de kern komt het aan op de vraag of het optreden van – in dit geval – de AFM beantwoordt aan hetgeen van een

redelijk handelend toezichthouder gevergd mag worden. Naar mag worden aangenomen, zullen daarbij in dit geval met name een rol spelen (i) de aard en het doel van het toezicht van de AFM, (ii) het wettelijke toezichtsinstrumentarium en het gebruik dat daarvan is gemaakt en (iii) de wijze waarop onderzoek door de AFM is uitgevoerd.

4. Het vertrekpunt voor een beoordeling van de vraag of de AFM in het onderhavige geval tekort is geschoten in haar taakuitoefening behoort dan ook een analyse te zijn van de wettelijke taak en verantwoordelijkheid van de AFM bij het toezicht op de naleving van de verplichting van uitgevende instellingen om koersgevoelige informatie terstond openbaar te maken. Het eerste dat dan opvalt is dat dit toezicht in de loop der tijd nogal versnipperd is vormgegeven. Met de implementatie van een – thans in één tekst samengebracht – drietal EG-richtlijnen in het Fondsenreglement en de aanwijzing van Euronext Amsterdam in de Regeling aanwijzing bevoegde autoriteiten Wet toezicht effectenverkeer 1995 als bevoegde autoriteit is gekozen voor een vorm van zelfregulering. Het toezicht op de naleving van de openbaarmakingsverplichting van uitgevende instellingen is daarmee – reeds sedert 1983 – in handen gelegd van Euronext Amsterdam, waaraan daartoe een privaatrechtelijk instrumentarium ter beschikking staat. Nadien heeft de wetgever er echter voor gekozen om ook de AFM een rol te geven in het kader van dit toezicht. Art. 6 lid 1 Wte 1995 voorziet namelijk in een aanwijzingsbevoegdheid van de AFM. Deze bevoegdheid is aan de AFM toegekend voor het geval de AFM vaststelt dat een uitgevende instelling zich niet houdt of heeft gehouden aan de regels van de effectenbeurs waaraan die instelling zich, in verband met de toelating van effecten tot de notering aldaar, heeft onderworpen. De bevoegdheid van de AFM is echter een indirecte; niet de uitgevende instelling wordt geattendeerd op de niet-naleving van de beursregels, maar de houder van de effectenbeurs. Zonodig kan de AFM in dat geval tevens een aanwijzing geven aan de beurshouder betreffende een door die beurshouder jegens de uitgevende instelling te volgen gedragslijn. Ik merk hierbij nog op dat het gebruik van het werkwoord “vaststellen” in artikel 6 lid 1 Wte 1995 niet betekent dat de AFM eerst een toezichtmaatregel mag nemen indien de overtreding van de beursregel voor haar een vaststaand feit is. Dat volgt niet alleen uit de strekking van deze bepaling – te weten een adequaat toezicht op de naleving van onder meer artikel 28h FR – maar is ook de visie van de AFM zelf. De AFM stelt dat zij in het geval een uitgevende instelling haar bedrijfsinformatie geeft Euronext Amsterdam onmiddellijk informeert indien de AFM redenen heeft om aan te nemen dat de uitgevende instelling de geldende beursregels niet naleeft (zie het persbericht van de AFM van 4 maart 2003, te raadplegen op www.autoriteit-afm.nl).

5. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat met de introductie van deze aanwijzingsbevoegdheid van art. 6 lid 1 Wte 1995 niet is beoogd wijziging te brengen in de aard van het toezicht dat wordt gekenmerkt door de grote mate van ruimte die aan de erkende effectenbeurzen is gelaten voor zelfregulering en controle. De aanwijzingsbevoegdheid zou slechts zijn opgenomen teneinde in voorkomend geval de naleving van de door de beurshouder gestelde regels te kunnen waarborgen. Zie hiervoor met name het Advies van de Raad van State en het Nader rapport en de Memorie van toelichting, Kamerstukken II 1993/94, 23 874, A, p. 1–2 en nr. 3, p. 7–8 en 41–41. Dat met deze taakverdeling een zekere rangorde in het toezicht is aangebracht, is toe te juichen. Ook toezichthouders horen elkaar nu eenmaal niet voor de voeten te lopen.

6. Gelet op het voorgaande heeft de rechtbank dan ook terecht als uitgangspunt genomen dat de AFM geen directe toezichthoudende taak heeft ten aanzien van de nakoming van de verplichting van een uitgevende instelling tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Het primaat hoort bij Euronext Amsterdam te liggen. Met deze constatering is mijns inziens nog niet het antwoord gegeven op de vraag wat de toezichthouder in de tweede lijn behoort te doen in een geval als het onderhavige waarin de bestuursvoorzitter van Ahold de AFM informeerde over de wel zeer bijzondere omstandigheden waarin Ahold was komen te verkeren. Het ging hier om buitengewoon koersgevoelige informatie en allerminst om een routinekwestie. Bovendien betreft het hier een geval dat – gezien het vorenstaande – niet in eerste instantie op het bordje van de AFM thuishoort. Ik hoef er niet lang over na te denken wat ik in dat geval als bestuurslid van de AFM (iedereen mag er zo zijn eigen fantasieën op nahouden) gedaan zou hebben. Ik zou de nogal voor de hand liggende vraag hebben gesteld of Ahold inmiddels over deze kwestie contact had opgenomen met de Commissaris voor de Notering van Euronext

Amsterdam en – als die vraag bevestigend werd beantwoord – wat de uitkomst van dat overleg was geweest. Wat voor de hand ligt, gebeurt echter niet altijd. Zo ook in dit geval. Gevraagd werd door de AFM of Ahold “zich ervan bewust was dat de informatie onder artikel 28h FR viel”. Weinig verrassend maar nietszeggend was het antwoord: “Ja, daar zijn wij ons terdege van bewust”. Daarmee was de kous voor de AFM af. Aldus heeft de AFM de zaak volledig aan Euronext Amsterdam overgelaten, zonder te weten of Euronext Amsterdam met deze zaak bekend was. Gelijk bekend, is dit een niet erg passende handelwijze wanneer instellingen met elkaar moeten samenwerken.

7. De rechtbank volgt de AFM in haar stelling dat zij op grond van de door Ahold telefonisch verstrekte informatie niet zonder meer kon vaststellen dát Ahold in strijd handelde met haar verplichting tot onmiddellijke openbaarmaking van koersgevoelige informatie. In lijn met de vaststelling dat de AFM wettelijk geen directe toezichthoudende rol heeft, neemt de rechtbank vervolgens aan dat de AFM ook niet verplicht was om zelfstandig hiernaar een onderzoek in te stellen. De rechtbank achtte in dit geval toereikend dat de AFM zou hebben vastgesteld dat Ahold zich bewust was van haar verplichtingen uit hoofde van art. 28h FR. Tot die verplichtingen rekent de rechtbank ook de verplichting van Ahold om Euronext Amsterdam te informeren wanneer Ahold meende niet tot onmiddellijke openbaarmaking te moeten overgaan.

8. Op dit oordeel van de rechtbank valt het nodige af te dingen. Ik doel dan niet op het oordeel dat de AFM niet gehouden was zelfstandig een onderzoek in te stellen naar de naleving van art. 28h FR door Ahold, maar wel op het oordeel dat – gelet op het feit dat het toezicht gefragmenteerd vorm is gegeven en dat de bestuursvoorzitter van Ahold zich in feite meldt bij het “verkeerde loket” met uiterst koersgevoelig nieuws – de mededeling van Ahold dat zij zich ervan bewust was dat de informatie koersgevoelig was, de AFM in alle redelijkheid gerust kon stellen dat Ahold zou doen wat zij had behoren te doen en dat de AFM ook niet bij Euronext Amsterdam hoefde te verifiëren of Ahold dat ook daadwerkelijk had gedaan. Daarnaast wijs ik erop dat de rechtbank over het hoofd ziet dat de transparantieplicht van art. 28h FR voorop staat. Openbaarmaking van koersgevoelige informatie kan uitsluitend worden uitgesteld op grond van het feit dat bekendmaking van bepaalde gegevens de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling zou kunnen schaden en nadat de uitgevende instelling van Euronext Amsterdam daarvoor een ontheffing heeft verkregen. Wie vertrouwd is met deze materie weet overigens dat de praktijk een ander beeld laat zien. Gewoonlijk wordt in dit soort situaties de (wijze van) openbaarmaking en de timing van de berichtgeving informeel afgestemd met de Commissaris voor de Notering van Euronext Amsterdam.

9. In deze procedure heeft de AFM zich – daarbij gesteund door het wettelijke toezichtregime – met overtuiging gepresenteerd als een toezichthouder op afstand, die zonodig achteraf in de richting van Euronext Amsterdam corrigerend kan optreden indien eenmaal is komen vast te staan dat Ahold art. 28h FR heeft overtreden en Euronext Amsterdam in de visie van de AFM daartegen niet of niet adequaat optreedt. Dit beeld komt niet altijd overeen met de realiteit. Zo is in de VPV-strafzaak gebleken dat de eerste lijn en tweede lijn toezichthouder soms innig met elkaar samenwerken en dat de AFM zich soms actiever betoont dan uit het bepaalde in art. 6 lid 1 Wte 1995 zou kunnen worden afgeleid (zie voor dit vonnis van de Rechtbank Amsterdam «JOR» 2005/74 m.nt. Kristen). Het strafdossier leert dat de AFM als een bok op de haverkist zat en precies op de hoogte gesteld wilde worden van de stand van de onderhandelingen van VPV met het Ministerie van Financiën om aldus toch vooral tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie zeker te stellen. Ook wijs ik op het bepaalde in art. 31 lid 6 Wte 1995. Deze bepaling voorziet nadrukkelijk – zulks in afwijking van de voor de AFM geldende strenge geheimhoudingsplicht – in de mogelijkheid dat de AFM toezichtinformatie verstrekt aan Euronext Amsterdam “met het oog op de controle op de naleving van de voor die effectenbeurs te hanteren regels”. Kortom, informatie-uitwisseling tussen de toezichthouders teneinde elkaar in staat te stellen toezicht te kunnen houden. Met name in het onderhavige geval zou die informatie-uitwisseling wel eens van cruciaal belang kunnen zijn geweest. Wat was namelijk het geval? Reeds in de aanloop tot de bewuste donderdag 20 februari 2003 daalde de beurskoers van het aandeel Ahold bij steeds sterker stijgende omzetten. De Commissaris voor de Notering van Euronext Amsterdam zal bij uitstek in staat zijn geweest een dergelijke opvallende marktbeving op waarde te

schatten en eventueel naar aanleiding daarvan maatregelen te nemen – zoals bijvoorbeeld het zoeken van contact met de uitgevende instelling om een mogelijke verklaring hiervoor te vernemen of in laatste instantie zelfs het opleggen van een handelsmaatregel – indien hij bekend was met de informatie die de bestuursvoorzitter van Ahold reeds aan de AFM had verstrekt. Naar mag worden aangenomen, zal deze procedure in appel een vervolg krijgen.

10. Tot slot dient in dit verband nog gewezen te worden op de vernieuwde toezichtstructuur die zal ontstaan nadat de Wet Marktmisbruik in werking zal zijn getreden (zie Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 1–2). Naar verwachting zal dit in de tweede helft van 2005 plaatsvinden. Het toezicht op de naleving van de in art. 47 Wte neergelegde verplichting van uitgevende instellingen tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie zal dan van Euronext Amsterdam worden overgeheveld naar de AFM en daarmee in één hand komen. In deze toezichtstructuur zal de AFM zich voortaan rechtstreeks met de uitgevende instelling kunnen verstaan over de wijze waarop de openbaarmakingsverplichting wordt nageleefd. Zo zal de AFM bij niet naleving van de openbaarmakingsverplichting de aandacht van de uitgevende instelling daarop kunnen vestigen en zonodig deze mededeling vergezeld kunnen doen gaan van een aanwijzing om ten aanzien van met name aan te geven punten een bepaalde gedragslijn te volgen (art. 28 lid 1 en 2). De AFM kan bovendien de aanwijzing versterken door daaraan een dwangsom te verbinden (art. 48b) en de AFM kan voorts die aanwijzing publiceren (art. 48n). Achteraf kan de AFM een bestuurlijke boete opleggen aan de uitgevende instelling indien de openbaarmakingsverplichting of de aanwijzing van de AFM niet naar behoren is nageleefd (art. 48c). Ook die bestuurlijke boete kan weer worden gepubliceerd (art. 48m). Daarnaast kan de AFM aan Euronext Amsterdam een aanwijzing geven om de handel in bepaalde effecten op te schorten, te onderbreken of door te halen, indien het toezicht op de naleving van art. 47 Wte daartoe aanleiding geeft (art. 48 lid 2). Ook deze aanwijzing kan de AFM openbaar maken. Zie verder over deze materie het lezenswaardige artikel van D.R. Doorenbos, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’, in: Ondernemingsrecht 2005-3, p. 75–83.

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