

MET DE BILLEN BLOOT

Over de plicht van beursvennootschappen om fraudeonderzoeken openbaar te maken

mr. G.T.J. Hoff¹

1. Inleiding

Niets menselijks lijkt beursvennootschappen soms vreemd. In haar hoogmoed maakte Fortis in het emissieprospectus waarmee in september 2007 € 13,4 miljard werd opgehaald om de overname van ABN AMRO te financieren de slechtst denkbare keuze. Besloten werd om te *jokken*. In plaats van bekend te maken dat Fortis een subprime-blootstelling had van € 8,8 miljard werd bekendgemaakt dat Fortis slechts “some exposure” had en dat de verwachte verliezen in 2007 op deze financiële instrumenten “non-material” zouden zijn.² Zou Fortis destijds open kaart hebben gespeeld, dan had de geschiedenis – naar stellig mag worden aangenomen – een andere loop gehad.³ Bij die onjuiste voorstelling van zaken bleef het overigens niet. Hoewel het water Fortis tot boven de lippen was gestegen, *pochten* haar bestuurders Votron (ceo) en Mittler (cfo) in mei en juni 2008 bij diverse gelegenheden publiekelijk nog dat de solvabiliteitsontwikkeling “op plan”, “op koers”, “on track” en “on target” lag.⁴ Beursvennootschappen plegen de beeldvorming niet alleen actief naar hun hand te zetten. Passief kan dat ook door uit welbegrepen eigen belang belangrijke feiten en gebeurtenissen voor de buitenwacht te *verzwijgen*. Zo is bekend dat beursvennootschappen de neiging kunnen vertonen om openbaarmaking van negatief nieuws – zoals bijvoorbeeld het geval dat een beursvennootschap zich (mogelijk) schuldig heeft gemaakt aan één of meer vormen van frauduleus handelen⁵ – tot het laatst mogelijke moment, als het niet meer anders kan, uit te stellen. Soms gebeurt dat

1 Mr. G.T.J. Hoff is advocaat te Haarlem.

2 Zie OK 5 april 2012, JOR 2013/41 m.nt. Bulten. Het door Fortis ingestelde cassatieberoep daartegen is verworpen (HR 6 december 2013, JOR 2014/65). De auteur van deze bijdrage is één van de advocaten van de VEB in deze zaak geweest. Dat verklaart ook de bijzondere toonzetting van de eerste alinea van deze bijdrage; het is een partijstandpunt. Gepoogd is de rest van deze bijdrage zonder enige bias als bijdrage aan het wetenschappelijke debat te schrijven.

3 De door VEB aangespannen rechtszaak is inmiddels geëindigd in een voorwaardelijke schikkingsovereenkomst. De schikking zal op grond van de Wet collectieve afwikkeling massaschade nog goedgekeurd moeten worden door het Hof Amsterdam.

4 Zie daarvoor niet alleen de hiervoor aangehaalde uitspraak van de OK, maar ook Cbb 4 maart 2014, JOR 2014/133 m.nt. Stevens.

5 Ingezien moet worden dat het plegen van fraude niet als zodanig strafbaar is gesteld. Frauduleuze handelingen worden in het commune strafrecht omschreven als opzettelijke valsheids- en bedrogmisdrijven, of als handelen in strijd met strafbepalingen van economisch orderingsrecht, zoals fiscaal of economisch strafrecht.

in de ijdele hoop dat de problemen van voorbijgaande aard zullen blijken te zijn. Illustratief daarvoor is de gang van zaken in de volgende gevallen.⁶

Koninklijke Ahold

Ahold meldde in een persbericht van 24 februari 2003 dat het resultaat over 2002 significant lager zou zijn dan verwacht en dat de jaarcijfers over 2000 en 2001 en de interim-resultaten over 2002 moesten worden herzien. De oorzaak hiervan was gelegen in overwaardering van inkomsten in verband met programma's voor promotionele bijdragen bij US Foodservice. Ook werd door Ahold gemeld dat een aantal internationale joint ventures niet langer integraal geconsolideerd kon worden. Het besluit om over te gaan naar proportionele consolidatie hield verband met informatie die voorheen niet voor de controlerende accountants van Deloitte beschikbaar was. In reactie op het persbericht daalde de beurskoers met ongeveer 63%. Het persbericht heeft geleid tot een onderzoek van Euronext Amsterdam naar een mogelijke overtreding van de publicatieplicht van art. 28h Fondsenreglement (oud) door Ahold en uiteindelijk een advies van de toenmalige Adviescommissie Fondsenreglement aan het bestuur van Euronext een schriftelijke waarschuwing aan Ahold te geven.⁷ Zo oordeelde de commissie dat Ahold op of kort na 13 januari 2003 – en dat is de datum waarop externe deskundigen aan de auditcomité van de raad van commissarissen over het onderzoek naar de gang van zaken rond de ICA Control Letter en de ICA Sideletter rapporteerden – de gerezen (gerede) twijfel over de mogelijkheid tot consolidatie van joint venture ICA Ahold onder Dutch GAAP voor het boekjaar 2002 openbaar had moeten maken. Ook oordeelde de commissie dat Ahold de publicatieplicht had 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 stelde dat Ahold zo nodig later inzicht had kunnen bieden in de exacte omvang van de fraude.

SBM Offshore

In een persbericht van 10 april 2012 informeerde SBM Offshore, een olieplatformbouwer, de financiële markten onder meer als volgt:

“The Company has recently become aware of certain sales practices involving third parties and which may have been improper. Outside counsel and forensic accountants, reporting to both the Management and Supervisory Boards, have been engaged to investigate these practices thoroughly. The Company has also taken the necessary steps to terminate any such practices. SBM Offshore has disclosed its internal investigation to appropriate authorities and is taking remedial action to enhance its compliance programme.”

SBM Offshore heeft daarmee in algemene termen het onderzoek naar de mogelijke omkoping van onder meer werknemers van het Braziliaanse staatsoliebedrijf Petrobras bekendgemaakt. In diverse persberichten nadien heeft SBM Offshore een *update*

6 Andere voorbeelden zijn Volkswagen (de sjoemelsoftware om testresultaten te beïnvloeden) en het inmiddels gefailleerde Royal Imtech (de boekhoudfraude in Polen en Duitsland).

7 Zie Adviescommissie Fondsenreglement 7 mei 2004, JOR 2004/208 m.nt. Hoff.

gegeven van de resultaten van het onderzoek⁸ en van de uitkomsten van de gesprekken over een schikking van \$ 240 miljoen met onder meer het Nederlandse Openbaar Ministerie.⁹

Ordina

In het TV-programma Zembla werd op 2 oktober 2014 onthuld dat de ICT-dienstverlener Ordina zich schuldig zou hebben gemaakt aan diverse onregelmatigheden bij overheidsaanbestedingen. In reactie op deze uitzending daalde de beurskoers van Ordina met ongeveer een kwart. Uit onder meer de uitzending bleek dat sedert 30 mei 2014 diverse telefonische contacten en besprekingen hadden plaatsgevonden tussen journalisten van Zembla en de ondernemingsleiding. Tijdens die contacten zijn door Zembla van een klokkenluider afkomstige e-mails en interne documenten van Ordina waaruit de onregelmatigheden zouden blijken getoond. Daarop heeft Ordina opdracht gegeven aan een advocatenkantoor om een onderzoek uit te voeren.

Pas nadat Ordina had vernomen van de voorgenomen uitzending heeft Ordina meteen een persbericht uitgebracht. Het persbericht meldde dat "Ordina in de periode juni-juli 2014, naar aanleiding van aanwijzingen van televisieprogramma Zembla, een intern onderzoek [heeft] laten uitvoeren door het advocatenkantoor De Brauw Blackstone Westbroek naar mogelijke onregelmatigheden bij een tweetal aanbestedingsprocedures bij de overheid in de periode 2006/2007 en 2009. Over de intensiteit van het onderzoek meldde het persbericht dat 'De Brauw Blackstone Westbroek meer dan een half miljoen (digitale) documenten en bestanden van Ordina [heeft] doorzocht' en dat een groot aantal destijds betrokken personen uitvoerig [is] geïnterviewd". Tot slot werd gemeld dat "op 29 augustus jongstleden Zembla Ordina wederom [heeft] benaderd met een aantal andere cases, uit dezelfde periode, bij de overheid" en dat "de aanwijzingen van Zembla voor mogelijke onregelmatigheden bij deze cases momenteel in opdracht van Ordina door De Brauw Blackstone Westbroek [worden] onderzocht".

Met deze korte beschrijvingen is de problematiek – zo zou ik menen – herkenbaar ingeleid. Duidelijk is dat (aanwijzingen voor) fraude op uiteenlopende manieren bij de beursvennootschap aan de oppervlakte kunnen komen. Die aanwijzingen kunnen van een journalist komen. Maar ook van medewerkers, klanten en, al dan niet anonieme, klokkenluiders. Een dergelijke aanwijzing kan zijn ontdekt door de eigen compliance-afdeling of gesignaleerd worden door de interne of de controlerend

8 Zie bijv. het persbericht van 28 maart 2013 ('Update on internal investigation'). In het persbericht wordt na bijna één jaar onderzoek gemeld: "As the investigation is not yet concluded, SBM Offshore cannot make any definitive statements regarding the findings of the investigation. The initial feedback received to date is that there are indications that substantial payments were made, mostly through intermediaries, which appear to have been intended for government officials." In een persbericht van 2 april 2014 ('SBM Offshore Findings of Internal Investigation') worden de eindbevindingen van het onderzoek gerapporteerd. Desondanks wordt SBM Offshore nog steeds achtervolgd door informatielekken en geruchtvorming.

9 Zie bijv. het persbericht van 12 november 2014 ('SBM Offshore achieves settlement with Dutch Public Prosecutor's Office over alleged improper payments. United States Department of Justice closes out the matter').

accountant. Een beursvennootschap behoort deze signalen uiteraard serieus te nemen. Om die reden wordt veelal opdracht gegeven een intern onderzoek in te stellen, waarvan de resultaten met de autoriteiten (de toezichthouder en/of het Openbaar Ministerie) worden gedeeld. Zie daarover de bijdrage van Paul Olden aan deze bundel.

Een belangwekkende vraag is vervolgens of beursvennootschappen wettelijk verplicht zijn om het (doen) uitvoeren van een dergelijk fraudeonderzoek openbaar te maken, en zo ja, wanneer dat dient te gebeuren. De aanleiding om deze vraag nader onder ogen te zien, zijn de minst genomen prikkelende uitlatingen van mr. Peter Wakkie in NRC Handelsblad.¹⁰ In een paginagroot artikel geeft Wakkie, die zelf ruime ervaring heeft met het afwikkelen van fraudes bij onder meer Ahold, enkele lessen om een fraudezaak te overleven. Zijn eerste wijze les luidde: houd je mond, en dat werd in het artikel als volgt uitgewerkt.

"Wees op je hoede voor de afdeling communicatie. 'Die zijn voor transparantie. Met openheid herwin je het vertrouwen, zeggen ze dan. Maar daar moet je niet naar luisteren', zegt Wakkie. Natuurlijk, je moet soms iets zeggen, maar houd het dan bij 'feitelijke, nietszeggende verklaringen'. Geroutineerd somt hij op: 'Zeg dat je het serieus neemt, dat je grondig onderzoek doet, dat je meewerkt met de autoriteiten. En verder niks.'"

De ervaring leert dat met het klimmen van de jaren juristen zich apodictisch plegen uit te laten (met doodoeners als "Het is nu eenmaal zo" of "Zo doen wij het altijd") en zich minder plegen te storen aan de na de studietijd gewijzigde wet- en regelgeving. Is dat mogelijk hier ook het geval of wordt de genialiteit van Wakkie door mij onderschat? Een andere mogelijkheid is uiteraard dat bij Wakkie het doel (het overleven van de beursvennootschap) de middelen (de doofpotbenadering) heiligt of – enigszins anders verwoord – dat nood in dit geval wet breekt.

Hoe dient de hiervoor opgeworpen vraag vanuit een effectenrechtelijk perspectief beantwoord te worden? Ik beantwoord deze vraag nog volgens het regime van de Wet op het financieel toezicht (Wft), hoewel de Verordening Marktmissbruik vanaf 3 juli 2016 ons op dit terrein de weg moet wijzen.¹¹ Materieel zal dat naar mijn oordeel niet veel uitmaken.

2. Het wettelijk openbaarmakingsregime

Gelijk bekend, dient een beursvennootschap op grond van art. 5:25i lid 2 Wft voorwetenschap die rechtstreeks op haar betrekking heeft (ofwel: koersgevoelige informatie) onverwijld openbaar te maken. Volgens art. 5:53 lid 1 Wft is informatie koersgevoelig, indien deze informatie voldoet aan vier cumulatieve vereisten. Dat is het geval als de informatie:

- a. concreet is;

¹⁰ NRC Handelsblad van 19 december 2015 ('Fraude ontdekt? Zeg niks en zorg voor de cash').

¹¹ Verordening (EU) Nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik. Zie J. Italianer en A.W. van der Vegt, MAD II: Mutually Assured Destruction?, Ondernemingsrecht 2016/15 voor een inleiding op deze verordening.

- b. rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap;
- c. niet reeds openbaar is gemaakt; en
- d. bij openbaarmaking significante invloed op de beurskoers van de beursvennootschap zou kunnen hebben.

Het eerste dat opvalt is dat op beursvennootschappen een doorlopende plicht rust om koersgevoelige informatie, indien en zodra deze zich aandient, openbaar te maken. Behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling (zie § 3 hierna) is door beursvennootschappen aan die openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie niet te ontkomen. Geen onderwerp is daarvan uitgezonderd en niet wordt in detail aangegeven wanneer openbaarmaking dient plaats te vinden, anders dan een generieke omschrijving van het begrip “koersgevoelige informatie”. Daarin onderscheidt de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zich wezenlijk van de publicatieplicht van de federale effectenwetgeving van de USA. In de federale effectenwetgeving wordt juist vooral de nadruk gelegd op de naleving door beursvennootschappen van gedetailleerde en ook nog eens uitputtend omschreven *reporting requirements*.¹² Die voorschriften zijn bijvoorbeeld te vinden in SEC Regulation S-K, item 103, dat handelt over legal proceedings. Onderdeel daarvan is het voorschrift dat beursvennootschappen in hun periodieke financiële informatie “any material pending legal proceeding” moeten beschrijven, “known to be contemplated by government authorities”. Voordien is publicatie nog niet vereist.

Art. 5:53 lid 1 Wft betreft een nationale omzetting van art. 1 onder 1 Richtlijn Marktmissbruik¹³ en moet dus richtlijnconform geïnterpreteerd worden. Deze richtlijn beoogt volledige harmonisatie.

Aan de hand van twee bestanddelen van het begrip “koersgevoelige informatie” – te weten het concreetheids- en het koersgevoelighedsvereiste – wil ik proberen iets meer reliëf te geven aan de plicht van beursvennootschappen tot openbaarmaking van fraudeonderzoeken.

2.1. *Het concreetheidsvereiste*

Het eerste bestanddeel van koersgevoelige informatie is het vereiste dat de informatie “concreet” dient te zijn. Die eis impliceert dat de openbaar te maken informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Gelet op de met de publicatieplicht van koersgevoelige informatie nagestreefde doelstelling is dat ook begrijpelijk. Die doelstelling is immers het beleggend publiek in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen op basis van door de beursvennootschap verschaft

12 Zie voor het onderwerp van mijn bijdrage bijvoorbeeld: David M. Stuart en David A. Wilson, Disclosure obligations under the Federal Securities Laws in government investigations, *The Business Lawyer*; Vol. 64, August 2009, p. 973 e.v.; Alison B. Miller, Navigating the disclosure dilemma: corporate illegality and the federal securities laws, *The Georgetown Law Journal* 2014, p. 1647 e.v.

13 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik) (PbEU 2003, L 96).

informatie over de ontwikkeling van haar bedrijfsactiviteiten, resultaten en vooruitzichten. Heel eenvoudig zal het intussen niet zijn om uitsluitend met behulp van dit bestanddeel “concrete informatie” heldere grenzen te trekken. Welke informatie dient de beursvennootschap openbaar te maken en welke informatie niet of nog niet?

Diverse argumenten zijn mijns inziens aan te voeren voor de stelling dat min of meer concrete aanwijzingen dat de beursvennootschap zich schuldig heeft gemaakt aan frauduleus handelen en/of (ernstige) integriteitschendingen aangemerkt kunnen worden als “concrete” informatie.

In de eerste plaats kan gewezen worden op de Richtlijn Marktmissbruik en art. 1 lid 1 van de daarbij behorende Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.¹⁴ Daaruit volgt dat “informatie geacht [wordt] concreet te zijn indien zij betrekking heeft (...) op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde (...) gebeurtenis op de koers (...)”. Ook een onzekere, *toekomstige* gebeurtenis kan dus onder omstandigheden aanleiding geven tot een openbaarmakingsplicht. Heeft de bewuste gebeurtenis (mogelijk) in het verleden plaatsgevonden, dan zie ik niet in dat aan het onzekere karakter daarvan als zodanig een argument ontleend kan worden tegen het aannemen van een openbaarmakingsplicht in een dergelijk geval. Alsdan zal nog wel (preciezer) bepaald moeten worden wanneer er voor de beursvennootschap aanleiding zal bestaan om aan die vooralsnog niet vastgestelde gebeurtenis in het verleden ruchtbaarheid te geven.

Gecompliseerd zijn gevallen waarin een situatie of een gebeurtenis zich voordoet in de gedaante van een volgende fase in een voortgaand proces, zoals in geval van onderhandelingen over een fusie of een overname. Die onderhandelingen vangen aan, komen in een volgend stadium waarin mogelijk over steeds meer modaliteiten overeenstemming wordt bereikt totdat uiteindelijk een overeenkomst tussen partijen wordt gesloten. Een ander voorbeeld is onderzoek dat door de beursvennootschap wordt uitgevoerd. Dat kan liggen op het terrein van research & development (productontwikkeling of -innovatie) of vormen van frauduleus handelen waaraan de beursvennootschap zich schuldig gemaakt zou kunnen hebben. Wanneer is in dit soort gevallen sprake van concrete informatie die door de beursvennootschap openbaar gemaakt moet worden? In een prejudiciële procedure is door het Europese Hof van Justitie antwoord gegeven op de vraag of in het geval sprake is van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te laten plaatsvinden, ook die tussenstappen zelf alreeds “concrete informatie” (en mogelijk dus ook koersgevoelige informatie als aan de overige begripsbestanddelen wordt voldaan) kunnen opleveren.

¹⁴ Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (PbEU 2003, L 339/70).

Hoewel deze aan het Europese Hof van Justitie voorgelegde vraag erop gericht is om vast te stellen wanneer aanleiding bestaat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie na te leven met betrekking tot een onzekere toekomstige situatie of gebeurtenis (of een tussenstap in een voortgaand proces om een bepaalde situatie of gebeurtenis tot stand te brengen) meen ik dat de bij de beantwoording van deze vraag te hanteren paradigma's ook een rol zullen kunnen spelen bij het geven van een antwoord op de vraag of, en zo ja, wanneer de openbaarmakingsplicht behoort te gelden in het geval een beursvennootschap onderzoek doet naar door haar eerder gepleegd (mogelijk) frauduleus handelen. Anders dan een op handen zijnde fusie of overname is een (mogelijk) bij de beursvennootschap plaatsgevonden hebbende fraude niet een onzekere toekomstige situatie of gebeurtenis, maar een voorsnog niet vastgestelde gebeurtenis in het verleden. Principieel bestaat er mijns inziens geen verschil tussen een onzekere toekomstige situatie of gebeurtenis en een nog niet vastgestelde (en daarmee ook een onzekere) situatie of gebeurtenis in het verleden. In beide gevallen gaat het erom of met de naleving van de openbaarmakingsplicht gewacht mag worden totdat de situatie of gebeurtenis definitief vaststaat en zeker is of dat die openbaarmakingsplicht alreeds in een eerder stadium moet worden nageleefd. In dat geval zouden ook de tussenstappen die in het onderzoek worden gezet om de fraude aan het licht te brengen of bij een ophanden zijnde fusie of overname, kunnen leiden tot activering van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.

Weinig verrassend wordt voornoemde vraag door het Europese Hof van Justitie positief beantwoord.¹⁵ Ook de tussenstappen van een in de tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden kunnen "concrete informatie" als bedoeld in art. 1 onder 1 Richtlijn Marktmissbruik opleveren. Daarbij maakt het niet uit of die tussenstappen als vaststaand of voltooid gelden, dan wel dat sprake is van nog te zetten tussenstappen (mits maar redelijkerwijze mag worden aangenomen dat die zullen plaatsvinden). Het Hof van Justitie vindt voor deze uitleg steun in de gebruikelijke taalkundige betekenis van de termen situatie of gebeurtenis, maar ook in de systematiek van de Richtlijn Marktmissbruik. Voor deze uitleg kan daarenboven steun worden gevonden in de doelstellingen van de Richtlijn Marktmissbruik. Die doelstellingen houden in het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers in deze markten. Als niet de uitleg zou worden aanvaard dat ook tussenstappen van een voortgaand proces "concrete informatie" kunnen opleveren, dan zou dit afbreuk doen aan deze doelstellingen. Concreet vertaald zou dit namelijk inhouden dat het insiders van de beursvennootschap vrij zou staan gebruik te maken van voorwetenschap over bijvoorbeeld het feit dat een fraudeonderzoek is ingesteld of (tussentijdse) resultaten van het onderzoek ten nadele van degenen die daarvan niet op de hoogte zijn. Dat lijkt inderdaad niet in overeenstemming te zijn met het einddoel van de Richtlijn Marktmissbruik.

In zijn uitspraak heeft het Hof van Justitie ook meer duidelijkheid verschaft over de mate van waarschijnlijkheid die vereist is om aan te nemen dat een situatie zal

¹⁵ HvJ EU 28 juni 2012, JOR 2012/259 m.nt. Hoff (Geltl/Daimler).

ontstaan of dat een toekomstige gebeurtenis zal plaatsvinden. Ook *toekomstige* situaties of gebeurtenissen kunnen namelijk, als gezegd, “concrete informatie” opleveren en aldus de grondslag zijn voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Welke eisen moeten gesteld worden aan de uitdrukking dat “redelijkerwijs mag worden aangenomen” dat een bepaalde situatie zal ontstaan of een bepaalde gebeurtenis zal plaatsvinden volgens de al eerder aangehaalde Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking? Vereist die uitdrukking dat de mate van waarschijnlijkheid groot is of mag bij de beantwoording van die vraag mede betrokken worden de omvang van de gevolgen voor de beursvennootschap, bijvoorbeeld in die zin dat als een situatie of gebeurtenis een grote geschiktheid heeft tot beïnvloeding van de beurskoers (bijvoorbeeld een potentieel omvangrijke boekhoudfraude) voldoende is dat het onzeker maar niet onwaarschijnlijk is dat die toekomstige situatie of gebeurtenis daadwerkelijk zal plaatsvinden.

Om te komen tot een beantwoording van deze vraag stelt het Hof van Justitie twee uitersten tegenover elkaar om daarna, vanwege de aan elk van deze uitersten verbonden ongewenste gevolgen, te kiezen voor de gulden middenweg. Aan de ene kant wordt niet aanvaard dat de mate van waarschijnlijkheid groot moet zijn, omdat een dergelijke restrictieve uitleg van de uitdrukking “redelijkerwijze mag worden aangenomen” ertoe zou leiden dat insiders informatie die (nog) niet aan die strenge eis voldoet vrijelijk zouden mogen gebruiken bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Aan de andere kant verwerpt het Hof van Justitie een uitleg die erop neerkomt dat informatie over situaties of gebeurtenissen alreeds als concrete informatie kan worden aangemerkt als het onwaarschijnlijk is dat zij zullen plaatsvinden. In dat geval zouden beursvennootschappen ertoe genoopt kunnen worden informatie openbaar te maken die niet concreet is of geen invloed kan hebben op de beurskoers.

Het Hof van Justitie kiest er uiteindelijk voor dat *toekomstige* situaties of gebeurtenissen eerst als “concrete informatie” kunnen worden aangemerkt als op basis van een globale beoordeling van reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zullen ontstaan of plaatsvinden. Daarbij dienen de per geval reeds beschikbare gegevens over die toekomstige situatie of gebeurtenis in hun geheel worden beschouwd. Het voorgaande betekent dat een *ex ante*-analyse van de op dat moment beschikbare informatie gemaakt moet worden door de beursvennootschap die een beslissing moet nemen over de naleving van de plicht tot openbaarmaking van bepaalde informatie. Is een toekomstige situatie of gebeurtenis op de grondslag van de beschikbare gegevens reëel te veronderstellen, dan dient – mits voldaan wordt aan de overige bestanddelen van koersgevoelige informatie – openbaarmaking daarvan door de beursvennootschap plaats te vinden (behoudens uiteraard toepasselijkheid van de uitstelregeling).

Het Hof van Justitie wijst er verder op dat de bestanddelen “concrete informatie” en het “koersgevoeligsvereiste”, inhoudende dat openbaarmaking van de bewuste informatie een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van (afgeleide) financiële instrumenten (zie § 3.2 hierna) elkaar niet wederzijds beïnvloeden. Van

die wederzijdse beïnvloeding zou sprake zijn indien wordt aangenomen dat naarmate de gepleegde fraude waarschijnlijker is sprake kan zijn van voorwetenschap, hoewel het gewicht van de bewuste fraude niet erg groot is. Omgekeerd zou een voor de beursvennootschap omvangrijke fraude reeds in een vroegtijdig stadium van het onderzoek daarover reeds voorwetenschap kunnen opleveren. Volgens het Hof van Justitie zijn deze twee bestanddelen van het begrip “voorwetenschap” (en daarmee van koersgevoelige informatie) minimumvoorwaarden en aan elk van deze voorwaarden zal voldaan moeten worden, omdat het nu eenmaal twee van elkaar te onderscheiden voorwaarden zijn. Het Hof van Justitie heeft daarmee het in de Amerikaanse rechtspraak ontwikkelde *probability/magnitude*-criterium voor de uitleg van het begrip “voorwetenschap” van de hand gewezen.¹⁶

In de tweede plaats heeft CESR in haar *guidance* algemene uitgangspunten of richtsnoeren geformuleerd voor de beoordeling van de concreetheid van informatie in de zin van de Richtlijn Marktmissbruik en de daarbij behorende Uitvoeringsrichtlijn.¹⁷ De relevante passage daaruit luidt als volgt:

“The precise nature of information is to be assessed on a case-by-case basis and depends on what the information is and the surrounding context. However, the following general points can be made. CESR considers that in determining whether a set of circumstances exists or an event has occurred, a key issue is whether there is firm and objective evidence for this as opposed to rumours or speculation, i.e. if it can be proved to have happened or to exist. When considering what may be reasonably be expected to come into existence, the key issue is whether it is reasonable to draw this conclusion based on ex ante information available at the time (...).”

Uit deze *guidance* blijkt dat het bestanddeel “concrete informatie” flexibel ingevuld moet worden, afhankelijk van en toegesneden op de bijzondere omstandigheden van het geval. Soms geldt het vereiste dat sprake moet zijn van “firm and objective evidence”. Ik zou dat de bovengrens van het bestanddeel “concrete informatie” willen noemen. Dat geldt bijvoorbeeld voor een overname of een reorganisatie waartoe het bestuur van de beursvennootschap zelf heeft besloten. In andere gevallen zal de reikwijdte van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bepaald worden door – wat ik zou noemen – de ondergrens van het bestanddeel “concrete informatie”. Daarvan is sprake indien op basis van een globale beoordeling van de beschikbare informatie reëel is te veronderstellen dat een bepaalde (toekomstige) situatie of gebeurtenis zich voordoet of zal voordoen. Het gaat dan bijvoorbeeld om serieus te nemen verdenkingen dat de beursvennootschap zich schuldig heeft gemaakt aan onwettig handelen.

Soms kan betwijfeld worden of de financiële markten daadwerkelijk gediend zijn met premature mededelingen die veelal meer vragen oproepen dan beantwoorden. Dat soort mededelingen zal al snel allerlei speculaties en paniekreacties van beleggers in de hand werken. Uitgangspunt behoort mijns inziens te zijn dat beleggers er baat bij hebben dat een afgewogen beoordeling van de situatie door

¹⁶ Zie G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. RUN), Kluwer 2011, p. 45-51.

¹⁷ CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, mei 2009, CESR/09-219.

de beursvennootschap plaatsvindt, zodat voorkomen wordt dat overhaaste en daardoor misschien misleidende mededelingen worden gedaan. Dat de beursvennootschap een verwijt van marktmanipulatie als bedoeld in art. 5:58 lid 1 onderdeel d Wft wordt gemaakt, is in het geval van een iets te overhaast gedane mededeling niet ondenkbeeldig. Openbare mededelingen in algemene bewoordingen behoren dan ook een uitzondering te zijn en zijn alleen dan gerechtvaardigd indien de feiten en omstandigheden in voldoende mate vaststaan.

Het gevaar van een prematuur gedane mededeling kan worden geïllustreerd aan de hand van het geval van het Zwitserse uitzendconcern Adecco. Adecco meldde in een persbericht op 12 januari 2004 dat zij de publicatie van haar jaarcijfers over 2003 uitstelde wegens "material weaknesses in internal controls". Het aandeel Adecco daalde vervolgens met 35% en van de beurswaarde van Adecco verdampte daarmee circa € 3,4 miljard. In een aanvullend persbericht van 16 januari 2004 heeft Adecco de onder het belegend publiek ontstane onzekerheid met een aantal geruststellende mededelingen trachten weg te nemen. Zo meldde het bestuur dat "it firmly believes that while certain material weaknesses in the Adecco's internal controls and practices, have been brought to light, the Board remains strongly confident about the Company and its future". Ook werd een beknopte toelichting gegeven op de aard van de zwakheden in de administratieve procedures. Na afloop van een omvangrijk onderzoek naar mogelijke boekhoudfraude heeft Adecco in een persbericht van 1 juni 2004 bericht dat haar accountant weliswaar eerder had geweigerd een goedkeurende verklaring bij de jaarrekening af te geven, maar dat de accountant gezien de onderzoeksresultaten had aangegeven dit alsnog te zullen doen en dat herziening van de jaarcijfers niet nodig was. Vervolgens herstelde de beurskoers zich.

2.2. *Het koersgevoeligheidsvereiste*

Een verdere begrenzing van het begrip "koersgevoelige informatie" is gelegen in het belangrijke bestanddeel dat openbaarmaking van de bewuste informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de beursvennootschap uitgegeven aandelen of daarvan afgeleide financiële instrumenten. Op welke relevantiestandaard heeft de wetgever hier precies het oog? Wanneer is informatie koersgevoelig, zodat die informatie – behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling – onverwijld door de beursvennootschap openbaar gemaakt moet worden?

Twee ogenschijnlijk met elkaar onverenigbare maatstaven strijden hier om voorrang. De ene maatstaf kent een *kwantitatieve* invulling. Informatie is koersgevoelig indien openbaarmaking van de bewuste informatie "significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten". Betoogd is wel dat die koersinvloed "aanwijsbaar"¹⁸ zou moeten zijn, dat het gaat om een koerswijziging "van niet onbetekenende mate"¹⁹ of dat "een zekere, te kwantificeren drempelwaarde"²⁰

¹⁸ *Kamerstukken II 1996-1997, 25095, 5, p. 4.*

¹⁹ Hof Amsterdam 24 oktober 2003, JOR 2004/44 (Flexovit).

²⁰ F.G.H. Kristen, Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht (diss. Tilburg), Wolf Legal Publishers 2004, p. 355-361 en 371.

gehanteerd moet worden. Verschillen van inzicht over toepassing van deze maatstaf liggen dan al snel op de loer. Moet de beursvennootschap een fraaie winststijging openbaar maken als het beursklimaat in een baissestemming verkeert? Denk ook aan de situatie waarin een beursvennootschap een winstwaarschuwing moet afgeven, maar te verwachten is dat die winstwaarschuwing geen effect meer zal sorteren, omdat die winstwaarschuwing door analisten al werd verwacht en reeds is verdisconteerd in de beurskoers. Of een mededeling van de beursvennootschap dat sprake is van een boekhoudkundige fraude, maar dat nog niets te zeggen valt over de vermoedelijke omvang daarvan. Is het wel juist om de naleving van de publicatieplicht op deze wijze afhankelijk te stellen van marktvariabelen en onzekerere inschattingen?

De andere maatstaf kent een *kwalitatieve* invulling, hetgeen betekent dat aansluiting wordt gezocht bij het fenomeen van de redelijk handelende belegger. Voor de activering van de publicatieplicht is in dat geval voldoende dat de redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van de bewuste informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren.²¹ Toegegeven moet worden dat aan de toepassing van deze maatstaf ook enkele onzekerheden kleven. Die onzekerheden zijn minder groot dan zij lijken. Uitgangspunt behoort namelijk te zijn dat de beursvennootschap niet voor beleggers behoort te beslissen of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is. Ook beleggers hebben nu eenmaal recht op hun eigen irrationaliteit. Om dezelfde reden is het wel geopperde bezwaar niet valide, dat de maatstaf van de redelijk handelende belegger onbruikbaar zou zijn omdat deze geen inherente begrenzing zou kennen – beleggers zouden immers alles wel interessant vinden – en de publicatieplicht steeds verder zal uitdijen.

Het is intussen maar zeer de vraag of de hier geschetste tegenstelling tussen enerzijds de kwantitatieve en anderzijds de kwalitatieve invulling van het koersgevoelighedsvereiste op goede gronden wordt gemaakt. Is het niet veeleer zo dat de vaststelling *dat* bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de doorsnee belegger, tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie *dus* invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de beursvennootschap uitgegeven financiële instrumenten. Of anders gezegd; hebben wij hier niet feitelijk van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille?

De AFM benadrukt dat het de eigen verantwoordelijkheid is van de beursvennootschap om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.²² Welke informatie koersgevoelig is, verschilt per onderneming en sector en is ook afhankelijk van het marktsentiment en recente markt- en bedrijfsontwikkelingen. Verder hangt de koersgevoeligheid van informatie af van hoe actueel de informatie is, in welke mate deze informatie iets toevoegt aan al bestaande informatie over hetzelfde onderwerp en in hoeverre het nieuwe informatie is. Ook zal de mate van koersgevoeligheid worden bepaald door de aard van de betrokken financiële instrumenten.

²¹ Zie art. 1 lid 2 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.

²² Zie de brochure van de AFM: 'Koersgevoelige informatie' (augustus 2009), p. 7-9.

Mijns inziens kan er geen redelijke twijfel over bestaan dat concrete informatie over een door een beursvennootschap ingesteld fraudeonderzoek al spoedig koersgevoelig zal zijn. Soms zal die informatie directe gevolgen (kunnen) hebben voor de huidige of toekomstige resultaten van een onderneming. Ook wanneer dit niet het geval is, kan die informatie voor beleggers van belang zijn indien zij bijvoorbeeld betrekking heeft op de integriteit van de ondernemingsleiding (of het gebrek daaraan). Dat wordt treffend verwoord in een uitspraak van een *US District Court*:²³

“Management’s willingness to engage in practices that probably or obviously are illegal, and its decision to put the corporation at risk by so doing, may be critically important factors to investors. Investors may prefer to steer away from an enterprise that circumvents fair competitive bidding and opens itself to accusations of misconduct. Furthermore, regardless of financial motives, investors may not want to associate themselves with such an enterprise.”

Mijn slotsom luidt dat de noodzaak kan bestaan om reeds het instellen van een fraudeonderzoek door middel van een persbericht openbaar te maken, omdat de aard en ernst van de mogelijke onregelmatigheden alreeds concreet en koersgevoelig kunnen zijn. Het staat de beursvennootschap dan niet vrij om publicatie te verdagen, omdat er nog geen “firm and objective evidence” zou bestaan. In vervolg hierop moet de vraag nog wel onder ogen worden gezien of het de beursvennootschap mogelijk vrij zou staan een beroep te doen op de uitstelregeling.

3. Uitstelregeling

De plicht van een beursvennootschap koersgevoelige informatie (ofwel informatie die voldoet aan de vereisten van art. 5:53 lid 1 Wft en rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap) onverwijld openbaar te maken, lijdt uitzondering indien een beroep gedaan kan worden op de wettelijke uitstelregeling (art. 5:25i lid 3 Wft). Onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie kan alleen maar worden uitgesteld, indien wordt voldaan aan de drie cumulatieve voorwaarden van de wettelijke uitstelregeling. Die voorwaarden zijn:

- a. het uitstel dient een rechtmatige belang van de beursvennootschap;
- b. van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten; en
- c. de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie kan worden gewaarborgd.

Blijkens de wetsgeschiedenis is het de beursvennootschap slechts “in uitzonderlijke gevallen” toegestaan openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen.²⁴ Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden in uitzonderlijke gevallen uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie tijdelijk wordt toegestaan. De beursvennootschap dient een besluit tot uitstel van openbaarmaking zelf te nemen. De beursvennootschap draagt daarmee zelf de verantwoordelijkheid voor dit uitstel. Het is ook niet nodig om de AFM – hetzij vooraf, hetzij achteraf – te

²³ Zie *Roeder v. Alpha Industries, Inc.* 814 F.2d 22 (1st Cir. 1987).

²⁴ *Kamerstukken II 2004-2005, 29827, 3, p. 12.*

informereren over het door de beursvennootschap genomen uitstel.²⁵ Uiteraard kan de AFM wel achteraf toetsen of de beursvennootschap op goede gronden een besluit tot uitstel van openbaarmaking heeft genomen en of het uiteindelijke moment van openbaarmaking door haar juist is gekozen.

Het uitstel mag slechts voortduren zolang aan elk van deze drie voorwaarden wordt voldaan. Wordt niet langer aan één of meer van deze voorwaarden voldaan, dan dient de beursvennootschap de koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Dit betekent dat het bij toepassing van de uitstelregeling aanbeveling verdient een *leak strategy* te bepalen in het geval de achtergehouden koersgevoelige informatie door de beursvennootschap onverhoopt niet langer meer vertrouwelijk kan worden gehouden. Onderdeel daarvan is het voorhanden hebben van een (zo nodig steeds te actualiseren) noodpersbericht dat de beursvennootschap bij geruchtvorming en/of opmerkelijke omzet- en koersbewegingen terstond moet uitbrengen.²⁶

Bij AMvB zijn regels gesteld met betrekking tot deze uitzondering op de hoofdregel van onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 4 Wft). Daarbij is bepaald wat onder een rechtmatig belang van een beursvennootschap bij uitstel kan worden verstaan en aan welke vereisten een beursvennootschap dient te voldoen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te waarborgen. Deze regels zijn neergelegd in art. 4 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.

3.1. *Rechtmatig belang*

Het begrip “rechtmatig belang” bij uitstel van openbaarmaking is nogal onbepaald. De wetgever heeft in de uitvoeringsregelgeving van de Wft om die reden iets meer zicht gegeven op de reikwijdte daarvan. Dat is gebeurd door enkele voorbeelden op te sommen van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking. Geen van de in het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft uitgewerkte gevallen van een rechtmatig belang komt in dit geval – uitstel van openbaarmaking van (het instellen van) een fraudeonderzoek – voor toepassing in aanmerking.²⁷ Het betreft hier echter niet meer dan enkele voorbeelden die een rechtmatig belang van de beursvennootschap bij uitstel van openbaarmaking

25 Dit is wezenlijk anders geregeld in de Verordening Marktmisbruik. In art. 17 lid 4 Verordening Marktmisbruik is de verplichting aan beursvennootschappen opgelegd om de toezichthouder op de hoogte te stellen van het feit dat uitstel van openbaarmaking is genomen en op welke wijze aan de voorwaarden voor uitstel is voldaan. Naar te verwachten valt, zal deze bepaling een grote impact hebben op de handhaving van de openbaarmakingsplicht door de AFM.

26 Zie ook art. 3 lid 2 sub c Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.

27 Die uitgewerkte gevallen in de AMvB zijn bijvoorbeeld: (i) informatie die bij openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van onderhandelingen waarbij de beursvennootschap partij is, kan beïnvloeden; of (ii) door het bestuur van de beursvennootschap genomen besluiten voordat de op grond van Boek 2 BW of de statuten door de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan vereiste goedkeuring is verleend, samen met de gelijktijdige aankondiging door de beursvennootschap dat deze goedkeuring nog geen feit is, aan een correcte beoordeling daarvan door het publiek in de weg kan staan.

kunnen opleveren. Ook andere rechtmatige belangen van de beursvennootschap zijn denkbaar.²⁸

Indien de aard en ernst van de mogelijke onregelmatigheden koersgevoelig zijn, dan zal (het instellen van) een fraudeonderzoek openbaar gemaakt moeten worden door middel van een persbericht. Een rechtmatig belang bij uitstel daarvan laat zich moeilijk denken. De in de rechtspraak wel verdedigde gedachte dat de eerste voorwaarde van de uitstelregeling niet meer zou inhouden dan een belangenafweging, in die zin dat het belang van de beursvennootschap bij het tijdelijk achterhouden van bepaalde informatie afgewogen dient te worden tegen het belang van beleggers bij tijdige kennisneming van deze informatie, dient mijns inziens verworpen te worden.²⁹ Met een dergelijke belangenafweging zou namelijk miskend worden dat beursvennootschappen voor alles wettelijk verplicht zijn koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Om een beroep te kunnen doen op de uitstelregeling zal een beursvennootschap een concreet en legitiem eigen belang dienen te hebben bij het nemen van uitstel van openbaarmaking. Dat belang van de beursvennootschap moet voldoende zwaarwichtig zijn om het primaat van de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft terzijde te kunnen stellen. Het enkele feit dat het een beursvennootschap op enig moment (nog) niet uitkomt om negatieve bedrijfsinformatie openbaar te maken, kwalificeert niet als een rechtmatig belang. Hetzelfde geldt voor het achterhouden van informatie om het imago van het bedrijf te beschermen. Ook geen rechtmatig belang levert op het uitstellen van publicatie, louter omdat (nog) geen volledige duidelijkheid kan worden gegeven.³⁰ Het komt mij ten slotte voor dat naleving van de openbaarmakingsplicht niet behoeft te leiden tot een gedwongen zelfincriminatie van de beursvennootschap, zodat ook aan het "nemo tenetur"-beginsel geen rechtmatig belang bij enig uitstel van openbaarmaking kan worden ontleend.

3.2. *Geen misleiding van het publiek te duchten*

Uitstel van openbaarmaking is slechts toegestaan indien van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is.³¹ Deze voorwaarde behoeft enige toelichting, omdat het door de beursvennootschap genomen uitstel uit de aard der zaak impliceert dat bepaalde informatie door de beursvennootschap doelbewust wordt achtergehouden. Teneinde te voorkomen dat elk beroep op deze uitstelgrond illusoir wordt, zal aan het begrip "misleiding" in deze context dan ook een andere dan de gebruikelijke betekenis moeten worden toegekend.

Bij de uitleg van het begrip "misleiding" zou bijvoorbeeld kunnen worden aangeknoopt bij het doel waarmee de informatie door de beursvennootschap wordt

28 Zie Nota van toelichting bij Besluit marktmisbruik Wft (Stb. 2008, 578), p. 43.

29 In deze zin ook Rb. Rotterdam 9 februari 2012, JOR 2012/145 m.nt. Van der Velden (Fortis/AFM).

30 Zie 'Snelgids Koersgevoelige Informatie' (p. 5), uitgegeven door de AFM.

31 Met "te duchten" zou volgens de wetsgeschiedenis in het strafrecht worden bedoeld op de graad van waarschijnlijkheid die bestaat wanneer naar de gewone loop der dingen zonder buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is. Zie *Kamerstukken II 2004-2005*, 29827, 3, p. 31 en 35.

achtergehouden. Een relevante vraag is dan of het door de beursvennootschap met uitstel van openbaarmaking nagestreefde doel wel geoorloofd is. Mocht blijken dat dit niet het geval is, bijvoorbeeld als de beursvennootschap opzettelijk informatie achterhoudt met het doel een verkeerde voorstelling van zaken te geven, dan moet worden aangenomen dat misleiding van het publiek als gevolg van het achterhouden van deze informatie te duchten is. In dat geval zou ook geredeneerd kunnen worden dat een rechtmatig belang bij uitstel ontbreekt. Ook is het mogelijk dat bij de uitleg van het begrip "misleiding" rekening wordt gehouden met de door een beursvennootschap gedane mededelingen die op gespannen voet staan met de achtergehouden informatie. Aangenomen mag worden dat misleiding van het publiek te duchten zal zijn als de beursvennootschap zelf mededelingen doet die in strijd zijn met de achtergehouden informatie. Indien de openbaarmaking van een door de beursvennootschap ingesteld fraudeonderzoek wordt uitgesteld, dan mag de beursvennootschap gedurende het genomen uitstel dat niet ontkennen.

Hiervoor heb ik gesteld dat het begrip "rechtmatig belang" enigszins onbepaald is. Het komt mij verdedigbaar voor dat de eerste twee voorwaarden van de uitstelregeling in samenhang met elkaar kunnen worden uitgelegd. Vooral de tweede voorwaarde dat van het genomen uitstel geen misleiding van het publiek te duchten mag zijn, zal inhoud en kleur kunnen geven aan het voor uitstel vereiste rechtmatig belang en een drempel voor beursvennootschappen kunnen opwerpen om al te gemakkelijk tot uitstel te besluiten. Daar komt nog bij dat de tweede voorwaarde van de uitstelregeling ook als een omslagpunt zou kunnen dienen, in die zin dat een beursvennootschap bijvoorbeeld aanvankelijk tot uitstel heeft mogen besluiten, maar dat haar op enig moment niet langer meer een beroep toekomt op een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking. Nogmaals: mijns inziens zal ingeval een fraudeonderzoek is ingesteld niet of nauwelijks ruimte bestaan om een rechtmatig belang aanwezig te achten voor uitstel van openbaarmaking daarvan.

3.3. Waarborgen van de vertrouwelijkheid

Ten slotte geldt de voorwaarde dat uitstel van openbaarmaking slechts is toegestaan indien de beursvennootschap in staat is de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie te waarborgen. Art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft bepaalt hierover:

"Om de vertrouwelijkheid van informatie, bedoeld in art. 5:25i, derde lid, onderdeel c, van de wet te kunnen waarborgen controleert de uitgevende instelling de toegang tot de informatie en treft de uitgevende instelling afdoende maatregelen waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie."

Voor de invulling van deze derde uitstelvoorwaarde is van belang – maar niet beslissend – of de beursvennootschap voldoende maatregelen heeft genomen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie te waarborgen. Ingezien moet worden dat ook als de beursvennootschap aan deze eis voldoet, zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin geconcludeerd moet worden dat de

vertrouwelijkheid van achtergehouden informatie (niet) langer kan worden gewaarborgd. In dat geval herleeft de verplichting voor de beursvennootschap om de koersgevoelige informatie op grond van de hoofdregel van art. 5:25i lid 2 Wft onverwijld openbaar te maken. Het gaat hier dus niet om een inspanningsverbintenis van de beursvennootschap, maar om een resultaatsverbintenis.³²

Een belangrijke maatregel die de beursvennootschap in elk geval dient te nemen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te waarborgen, is het beperken van de toegang tot koersgevoelige informatie tot die personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie (*need to know*-beginsel). Om dit doel te bereiken, kunnen diverse instrumenten worden ingezet. Te denken valt aan het gebruik van codenamen, nummers van kopieën, beveiliging van het computernetwerk met wachtwoorden e.d. Bevorderlijk voor het waarborgen van vertrouwelijkheid is verder nog de verplichting van beursvennootschappen om de op de insiderlijst voorkomende personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen nemen van koersgevoelige informatie op de hoogte te stellen van de in afdeling 5.4.2 Wft (Regels ter voorkoming van marktmisbruik) gestelde verboden en de hoogte van de sancties die op overtreding daarvan zijn gesteld (art. 5:59 lid 1 Wft). Een laatste voorbeeld is het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst. Het sluiten van een dergelijke overeenkomst legitimeert de beursvennootschap om koersgevoelige informatie selectief aan een derde mede te delen, indien dit althans geschiedt in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie (art. 5:25i lid 5 Wft j° lid 6 Wft). Met het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst beoogt de beursvennootschap te voorkomen dat deze informatie voortijdig openbaar wordt gemaakt. Het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst zal er tevens toe strekken de derde waarmee de overeenkomst wordt gesloten de inhoud van het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 sub a Wft nog eens uitdrukkelijk onder de aandacht te brengen.

Niet wordt vereist dat daadwerkelijk vaststaat dat de vertrouwelijkheid op een of andere wijze is doorbroken. Voldoende is mijns inziens dat er concrete signalen zijn dat de vertrouwelijkheid van de door de beursvennootschap achtergehouden informatie niet meer is verzekerd.³³ Zo kunnen bepaalde marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren, een dergelijk signaal opleveren. Voorop staat evenwel dat in het algemeen niet op speculatie of onware geruchten in de markt hoeft te worden gereageerd. Dit wordt anders als bijvoorbeeld marktgeruchten geheel of ten dele op waarheid berusten. Een verplichting tot openbaarmaking kan voor de beursvennootschap ontstaan als sprake is van ontwikkelingen in de markt die significant afwijken van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor andere (overtuigende) verklaringen door de beursvennootschap kan worden gegeven. In dat geval is er immers gereede twijfel aan het voortduren van de vertrouwelijkheid van de informatie.

32 Zie ook Hof Amsterdam (nzp Arnhem) 10 juli 2012, JOR 2015/70 m.nt. Hoff (SdB/VEB).

33 Zie ook Hof Amsterdam (nzp Arnhem) 10 juli 2012, JOR 2015/70 m.nt. Hoff (SdB/VEB).

Het moge duidelijk zijn dat vanwege het grote aantal bij omvangrijke fraudeonderzoeken betrokkenen – te denken valt aan de leden van het onderzoeksteam, degenen die binnen en buiten het verband van de beursvennootschap gehoord worden of waarbij informatie wordt opgevraagd, klokkenluiders e.d. – het voor de beursvennootschap schier onmogelijk zal zijn om vertrouwelijkheid te kunnen waarborgen. Daar komt nog bij dat een beursvennootschap er niet zelden voor kiest haar belangrijkste relaties – grote klanten, banken – alvast proactief gerust te stellen. Ook aan het onderhouden van deze selectieve contacten kleven grote risico's van ongeoorloofde verspreiding van koersgevoelige informatie.³⁴

4. Handhaving

Een enkele opmerking maak ik ten slotte nog over de wijze waarop de AFM de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zou kunnen bevorderen. In de eerste plaats dient vastgesteld te worden dat de AFM in ruim tien jaar tijd – en wel vanaf 1 oktober 2005, het tijdstip waarop de van de Europese Richtlijn Marktmissbruik afkomstige openbaarmakingsplicht in de Nederlandse wetgeving is omgezet – relatief weinig gehandhaafd heeft. De boetebesluiten zijn nog steeds op één hand te tellen.³⁵ Opvallend is dat de AFM op het terrein van de (tijdige) openbaarmaking van fraudeonderzoeken niet één keer haar reuksporen heeft uitgezet, terwijl die praktijk bij de grote advocaten- en accountantskantoren als nooit tevoren floreert en nieuwsberichten over omkoping en belastingontduiking bij beursfondsen steeds meer voorkomen. Het is mijn vaste overtuiging dat de naleving van de publicatieplicht van koersgevoelige informatie pas *au sérieux* wordt genomen als handhaving door de AFM daadwerkelijk plaatsvindt. Daar zal ongetwijfeld een preventieve werking van uitgaan. Niets menselijks is beursvennootschappen tenslotte vreemd.

In de tweede plaats denk ik aan de verkorting van de doorlooptijd van de procedure die leidt tot het opleggen van een bestuurlijke boete. De doorlooptijd van het publicatieplichtige *event* tot aan de oplegging van de bestuurlijke boete door de AFM bedraagt ongeveer een tot twee jaar, zo leert de ervaring. Uiteraard moet de boeteprocedure op zorgvuldige wijze doorlopen worden, maar deze termijnen staan wat mij betreft toch echt in schril contrast met de behoefte van beleggers aan openheid van zaken.

Er valt nog wel meer te wensen als het gaat om handhaving door de AFM. De AFM moet de boetebesluiten, waarbij een bestuurlijke boete in verband met een overtreding van de publicatieplicht is opgelegd, openbaar maken. Ook hier speelt een transparantie-issue. Op verzoek van de beboete beursvennootschap is de AFM bereid het verplicht openbaar te maken boetebesluit te schonen van zogenaamd

34 Zie daarover uitgebreider G.T.J. Hoff, Het onderhouden van selectieve contacten door beursvennootschappen: een pleidooi voor verscherpte dijkbewaking, *Ondernemingsrecht* 2011/102, p. 513-517.

35 Te denken valt aan de bestuurlijke boetes die zijn opgelegd aan Koninklijke Numico (2008), Vedior (2009), Fortis (2010), Wavin (2011) en Royal Imtech (2015).

bedrijfsvertrouwelijke gegevens. Niet zelden laat de AFM de oren daarbij iets te veel naar de beursvennootschap hangen. Een voorbeeld daarvan is een boetebesluit dat aan Fortis is opgelegd.³⁶ Het boetebesluit bevat een compleet feitenrelaas. In de openbare versie is veelvuldig feitelijke informatie die onderdeel is van het boetebesluit op verzoek van Fortis weggelaten. Dat is op een zodanige wijze gebeurd dat met name het hoofdstuk over de feitelijke gang van zaken onleesbaar is geworden. In dit geval zou de AFM de kwalificatie van "veiligheidsdienst" van de financiële sector niet misstaan. Mijns inziens bestaat voor het op deze wijze rigoureuus kuisen van het boetebesluit geen wettelijke grondslag. Die grondslag kan mijns inziens niet in de voor de AFM geldende geheimhoudingsbepaling van art. 1:89 Wft worden gevonden. De openbaarmakingsplicht van de AFM van een bestuurlijke boete (art. 1:97 e.v. Wft) vormt daarop namelijk een uitzondering, zonder dat die publicatieplicht vervolgens in enig opzicht, laat staan voorzien van een (adequate) wettelijke grondslag, wordt geclausuleerd.

³⁶ Zie het persbericht van 27 augustus 2010 ('AFM legt boetes op aan Ageas, voorheen Fortis, voor niet tijdig publiceren koersgevoelige informatie').