

Omgang met koersgevoelige informatie

(i) - Inleiding

Het onderwerp van vanmiddag 'omgang met koersgevoelige informatie' heeft eigenlijk een Januskop.

Het ene deel van het hoofd toont het strenge gezicht van de fraudeofficier van het Amsterdamse parket. Hij verbiedt u om met voorwetenschap effectentransacties te verrichten en hij verbiedt u ook anderen te tippen. Zijn werkwijze is bepaald niet zachtzinnig; bij het krieken van de dag worden verdachten van *insider trading* van hun bed gelicht om vervolgens onderworpen te worden aan indringende verhoren van de opsporingsambtenaren van de FIOD-ECD. De fraudeofficier blijkt ook de sociale netwerken op zijn duimpje te kennen. Daar kunnen de schoonfamilie van een *asset manager*, de uitbater van een restaurant waar een hooggeplaatste functionaris van een beursfonds wel eens een vorkje prikte en ook de intieme vriend van een commissaris over meepraten. De fraudeofficier spant strafrechtelijk schrikdraad om *corporate* Nederland heen om ons op deze wijze enig normbesef bij te brengen.

Geheel anders zijn de gelaatstrekken van het andere deel van de Januskop. Het is het blijmoedige gezicht van de beursvoorzitter van Euronext Amsterdam die beursgenoteerde ondernemingen aanmoedigt om iets – bij voorkeur iets positiefs – te vertellen over hun bedrijfsactiviteiten, de resultaten daarvan en de vooruitzichten. Een beursvoorzitter die ook hulpvaardig is door een Leidraad op te laten stellen met onderwerpen waarover de markt graag geïnformeerd wil worden. Een beursvoorzitter die er niet voor schroomt om af en toe ook zijn duimen omhoog te steken als hij vindt dat één van "zijn" beursgenoteerde ondernemingen het erg goed heeft gedaan. Gaat er onverhoopt toch iets niet goed, dan wordt een prettig gesprek gevoerd en beterschap beloofd. Ik moet toegeven dat er sinds kort ook publiekelijk waarschuwingen worden uitgedeeld. Dat doet de beursvoorzitter overigens pas nadat een commissie van wijze mannen – de Adviescommissie Fondsenreglement, ook wel vernoemd naar haar voorzitter: de commissie Herkströter – hem daarover heeft geadviseerd.

Deze Januskop illustreert de uiteenlopende wijze waarop vooralsnog met het onderwerp van vanmiddag werd omgegaan.

Na de lezing van Joost Italianer over handel met voorwetenschap zal mijn deel gaan over de doorlopende verplichting van een beursvennootschap om koersgevoelige informatie terstond openbaar te maken. Die verplichting is thans nog ondergebracht in artikel 28h van het Fondsenreglement (FR). Primair is het Euronext Amsterdam die als bevoegde autoriteit toeziet op de naleving van deze verplichting, maar af en toe kijkt de AFM over de schouder van de effectenbeurs mee. De AFM mag de effectenbeurs er immers op wijzen dat beursregels niet worden nageleefd (artikel 6 lid 1 Wte).

U weet wellicht al dat de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie als gevolg van de implementatie van de Richtlijn Marktmisbruik zal worden overgebracht naar artikel 47 van de Wet toezicht effectenverkeer.

Wat zal er allemaal onder dit nieuwe regime veranderen?

Op het eerste gezicht niet wereldschokkend lijkt de vervanging van het woord terstond uit artikel 28h FR door het woord onverwijld in artikel 47 Wte. Bij mij roept het woord

terstond associaties op met meteen en blindelings, terwijl het woord onverwijld iets meer tijdruimte lijkt te bieden. Het geeft aan dat iets zonder verwijl, d.w.z. zonder nodeloze vertraging dient te gebeuren. Anders gezegd: dat informatie zo snel als redelijkerwijs mogelijk openbaar moet worden gemaakt.

(ii) - *Wat is koersgevoelige informatie?*

Interessanter is de omschrijving van het begrip koersgevoelige informatie in het conceptwetsvoorstel. Aangeknoopt wordt bij de begripsomschrijving van voorwetenschap in artikel 46 lid 4 Wte. Het gaat dan om:

(...) een bijzonderheid die betrekking heeft op de vennootschap, welke bijzonderheid niet openbaar is gemaakt en bij openbaarmaking ervan een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten (...)

Het eerste dat opvalt is dat voorwetenschap en (openbaar te maken) koersgevoelige informatie een identieke begripsomschrijving krijgen. Het moeilijk te bestrijden fenomeen van *insider trading* wordt eigenlijk weggedefinieerd. De Europese wetgever denkt kennelijk dat zolang beursvennootschappen zich maar houden aan de plicht om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken, er geen risico van transacties door *insiders* bestaat.

Het tweede dat opvalt in de omschrijving is dat openbaarmaking een significante invloed op de koers moet hebben. Mij is in elk geval niet duidelijk wat de diepere betekenis is om nu juist dit woord te gebruiken in plaats van het woord "aanzienlijke" waarover de Richtlijn Marktmisbruik toch duidelijk spreekt. U zult in de toelichting op het conceptwetsvoorstel vergeefs zoeken naar een uitleg.

Intussen heeft de Commissie in een richtlijn van 22 december 2003 (2003/124/EG) een helpende hand uitgestoken en de volgende nadere omschrijving gegeven van het begrip koersgevoelige informatie. Het moet gaan om:

(...) informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren (...)

Heel veel duidelijker wordt het er niet op. Mij dunkt dat in deze omschrijving meer waarde wordt gehecht aan de materialiteit van de informatie - d.w.z. dat de informatie relevant moet zijn voor de oordeelsvorming van beleggers - dan aan de mogelijk invloed die informatie bij openbaarmaking zou kunnen hebben op de beurskoers.

Dat het moet gaan om voor beleggers relevante informatie (*material information*) is ook in lijn met de constatering dat steeds meer afstand wordt genomen van de open norm dat koersgevoelige informatie in zijn algemeenheid openbaar gemaakt moet worden zonder dat daarbij precies wordt aangegeven wat en wanneer gepubliceerd moet worden. Wet- en regelgeving bevatten steeds meer transparantiebevorderende voorschriften. U ziet dat bijvoorbeeld op terreinen zoals wisselingen in de bestuurssamenstelling, beloning van bestuurders, effectentransacties van *insiders*, transacties waarbij een tegenstrijdig belang is betrokken, openbare biedingen en beschermingsconstructies.

Het zou thans te ver voeren om gedetailleerd in te gaan op de diverse voorbeelden die er te geven zijn van koersgevoelige informatie en de interessante vragen die daarover gesteld kunnen worden. Ik wil u wel wijzen op een aantal kwesties die zich in verband daarmee kunnen aandienen:

- Ten eerste: in de uitspraken van de Adviescommissie Fondsenreglement wordt steeds opnieuw benadrukt dat openbaarmaking van koersgevoelige informatie niet mag worden opgehouden doordat de onderneming nog geen inzicht heeft in de exacte proporties daarvan en de mogelijke invloed op de verwachtingen voor de verslagperiode. U denkt hierbij meteen aan het voorbeeld van de winstwaarschuwing, in welk geval de Commissie heeft gesteld dat zodra de feiten in voldoende mate vaststaan een publicatie in algemene bewoordingen dient te geschieden, zonodig ter toelichting vergezeld van informatie over de achterliggende gebeurtenissen.

Een ander voorbeeld levert de Ahold-zaak op. In dat geval stelde de Adviescommissie dat Ahold artikel 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. Zonodig - zo stelt de Commissie - had Ahold later nader inzicht kunnen bieden in de exacte omvang van de ontdekte fraude."

Betwijfeld mag 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 zenuwachtig gedrag 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? Ik roep bij u in herinnering de mededeling van Adecco in januari van dit jaar dat de cijfers over 2003 moesten worden uitgesteld wegens "substantiële zwakheden" in de boekhouding, terwijl een half jaar later na een 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.

- Een volgende kwestie. Het is intussen mogelijk dat een onderneming onverwacht wordt geconfronteerd met complexe feiten die nadere bestudeerd zullen moeten worden alvorens de betekenis en de koersgevoeligheid ervan voor de onderneming kan worden vastgesteld. De uitspraak van de Adviescommissie inzake DPA heeft ons geleerd dat enig uitstel van publicatie dan geoorloofd kan zijn, op voorwaarde dat het management er onverwijld toe overgaat zich de vereiste duidelijkheid en zekerheid te verschaffen omtrent die complexe feiten. Ook de Ahold-zaak levert hiervan een voorbeeld op. Zo is meteen na de ontdekking van de ICA *Sideletter* door Ahold aan externe adviseurs opdracht

gegeven tot onderzoek 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 terecht niet verweten.

(iii) - Uitstel van openbaarmaking

Als uitgangspunt heeft dus te gelden dat de beursvennootschap verplicht is koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Niettemin heeft de wetgever in het conceptwetsvoorstel onderkend dat het een beursvennootschap in bijzondere omstandigheden toegestaan dient te zijn, de openbaarmaking uit te stellen. Dat kan slechts indien cumulatief aan drie vereisten wordt voldaan:

- Het uitstel moet een rechtmatig belang van de beursvennootschap dienen.
- Het uitstel mag geen misleiding van het publiek tot gevolg hebben.

en

- De beursvennootschap moet in staat zijn de vertrouwelijkheid van de koersgevoelige informatie te waarborgen

Een enkel woord over elk van deze vereisten.

Blijkens de door de Commissie vastgestelde richtlijn wordt onder “rechtmatig belang” van de beursvennootschap verstaan:

- aan de gang zijnde onderhandelingen wanneer openbaarmaking de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen kan beïnvloeden

Bekend is dat partijen die bijvoorbeeld met fusieplannen naar buiten zijn gegaan, zelden nog terug kunnen zonder zeer aanzienlijke afbreukschade. Te denken valt onder meer aan negatieve publiciteit, ontevreden aandeelhouders, koerseffecten en het management dat als aangeschoten wild door moet. Vanuit dit perspectief bezien is het van groot belang dat de beursvennootschap niet genoopt wordt mededelingen te doen die prematuur zijn.

- Ook een rechtmatig belang is: het geval van een *two tier board* bestuursstructuur waarbij door het bestuur genomen besluiten of gesloten overeenkomsten door een ander orgaan van de beursvennootschap nog moeten worden goedgekeurd voordat zij definitief worden. In dat geval is uitstel uitsluitend toegestaan indien het niet mogelijk is het publiek correct te informeren door te verkondigen dat weliswaar het bestuur het besluit heeft genomen doch dat dit besluit nog onderworpen is aan de goedkeuring van een ander orgaan.

Ik laat thans onbesproken dat de door de richtlijn gebezigde terminologie niet aansluit bij het Nederlandse vennootschapsrecht. Het besluit is immers pas genomen als beide organen erover hebben besloten. Waar het hier om gaat is dat de door een beursvennootschap gedane mededeling dat een besluit van het bestuur nog is onderworpen aan goedkeuring van een ander orgaan mogelijk ten onrechte kan suggereren dat die goedkeuring nog geen uitgemaakte zaak is. In dat geval is uitstel totdat de goedkeuring is verkregen mogelijk.

Uitstel van openbaarmaking is slechts toegestaan indien uitstel geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft. De richtlijn Marktmisbruik is minder veeleisend door slechts te verlangen dat uitstel waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft. Dat lijkt mij ook juist omdat waar aangenomen wordt dat een plicht tot openbaarmaking geldt per definitie zal gelden dat het achterhouden van koersgevoelige informatie als misleidend moet worden aangemerkt. Mijns inziens moet dit vereiste aldus worden verstaan dat het uit den boze is om tijdens het lopen van onderhandelingen deze te ontkennen. Een "geen commentaar" mededeling door de beursvennootschap is dan op haar plaats.

Ten slotte is er nog een derde vereiste. Uitstel van openbaarmaking is toegestaan indien de beursvennootschap gedurende het uitstel in staat is de vertrouwelijkheid van de koersgevoelige informatie te waarborgen. Dat zijn grote woorden maar het betekent met name:

- dat toegang tot de informatie wordt ontzegd aan anderen dan degenen die die informatie nodig hebben
- dat degene die toegang tot de informatie heeft zich rekenschap geeft van de daarmee samenhangende plichten en op de hoogte is van de sancties die aan overtreding zijn verbonden

en

- dat de beursvennootschap maatregelen heeft genomen waardoor onmiddellijke openbaarmaking mogelijk is ingeval zij er niet in is geslaagd de desbetreffende informatie geheim te houden.

U ziet aldus een wezenlijk verschil met het huidige regime waarbij de beursvennootschap aan Euronext Amsterdam ontheffing moet vragen van de verplichting tot openbaarmaking (artikel 28h slot FR). Het is thans de beursvennootschap zelf die op eigen risico een besluit tot uitstel dient te nemen.

(iv) - Openbaarmaking

Hoe dient de koersgevoelige informatie openbaar gemaakt te worden? Het conceptwetsvoorstel laat dit voorsnog over aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur te stellen regels (artikel 47 lid 8). Aangenomen mag worden dat dit zal gebeuren door uitgifte van een persbericht. Zoals wel eerder is gezegd: het persbericht is nog steeds de minst slechte manier van openbaarmaken.

In aanvulling op deze regeling wordt door het conceptwetsvoorstel nog wel bepaald (i) dat de beursvennootschap dient te beschikken over een website en (ii) dat de openbaar gemaakte koersgevoelige informatie gedurende twee jaar op deze website toegankelijk moet worden gehouden (artikel 47 lid 2).

(v) - Selectieve informatieverstrekking

Over het dubieuze fenomeen van selectieve informatieverstrekking bevat het conceptwetsvoorstel de volgende stelregels (artikel 47 lid 4).

Ten eerste: indien een beursvennootschap koersgevoelige informatie in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie doelbewust meedeelt aan een derde, dan dient de beursvennootschap die koersgevoelige informatie gelijktijdig openbaar te maken, zodat die informatie meteen voor een ieder toegankelijk wordt.

Ten tweede: indien de koersgevoelige informatie niet doelbewust wordt meegedeeld dan maakt de beursvennootschap die informatie onverwijld nadien openbaar. Van niet doelbewuste informatieverstreking is bijvoorbeeld sprake indien de c.f.o. last heeft van een *slip of the tongue* tijdens een – kennelijk toch niet zo goed voorbereide – analistenpresentatie of *road show* of in het geval de c.f.o. te goeder trouw meende dat de bewuste informatie reeds eerder openbaar was gemaakt.

Met deze stelregels wordt beoogd selectieve informatieverstreking aan banden te leggen. Echter, deze stelregels zijn weer niet van toepassing indien de persoon aan wie de koersgevoelige informatie wordt medegedeeld terzake daarvan gehouden is tot geheimhouding (artikel 47 lid 5). In dat geval is selectieve informatieverstreking dus toch weer toegestaan.

Ik heb mij wel afgevraagd of hiermee de sluisdeuren niet toch erg wijd worden opengezet. U zult mij wellicht tegenwerpen dat selectieve informatieverstreking toch nog steeds alleen maar is toegestaan (i) in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie én (ii) in het geval een geheimhoudingsovereenkomst wordt gesloten.

Maar ja, wat is de normale uitoefening van werk, beroep of functie door een beursvennootschap?

Blijkens het Uitzonderingsbesluit dat op grond van artikel 46 lid 4 Wte is opgesteld, is het toegestaan dat een potentiële bidder zich tot (groot)aandeelhouders wendt om te polsen of zij bereid zijn in te gaan op een eventueel uit te brengen bod. Dit polsen behoort tot de normale uitoefening van werk, beroep of functie, mits dit beperkt blijft tot de (groot)aandeelhouders waarvan het voor de bidder noodzakelijk is te weten of deze aandeelhouders op het bod zullen ingaan. Het is goed om voor ogen te houden dat het hier dus gaat om het polsen van (groot)aandeelhouders door de bidder in het kader van een voorgenomen kapitaalmarkttransactie. Een transactie waarbij iedere aandeelhouder voor zichzelf zal moeten besluiten om al dan niet op het bod van de bidder in te gaan.

Het is u wellicht nog niet bekend dat de AFM zeer recent in veel ruimere mate heeft toegestaan dat (potentiële) aandeelhouders worden gepolst. Zo acht de AFM blijkens een mededeling van 6 mei 2004 polsen toegestaan om

- een indruk te krijgen van het stemgedrag van de aandeelhouder in situaties waarbij de algemene vergadering van aandeelhouders haar goedkeuring dient te geven aan een voorstel van het bestuur (zoals bijvoorbeeld ingeval van een bedrijfs- of juridische fusie); of
- een mening te krijgen van een (potentiële) aandeelhouder over een voorgenomen ingrijpende, strategische beslissing in het bijzonder in het geval de verwachting bestaat dat een individuele aandeelhouder of een groep aandeelhouders (in)direct een wezenlijk negatieve invloed kan uitoefenen op die beslissing (zoals bijvoorbeeld ingeval van transacties in het kader van herstructurerings, MBO's, een acquisitie of het afstoten van een (onderdeel van een) onderneming of het aangaan van duurzame samenwerkingsverbanden).

Het gaat hier niet meer om voorgenomen kapitaalmarkttransacties, maar om besluitvorming die in de algemene vergadering van aandeelhouders (AvA) dient plaats te vinden. Deze mededeling van de AFM heeft mij hogelijk verbaasd. Want lazen we niet in het rapport van de Commissie Tabaksblad waarvan de inkt nog nat is:

- Goede *corporate governance* veronderstelt een volwaardige deelname van aandeelhouders aan de besluitvorming in de algemene vergadering van aandeelhouders.
- De algemene vergadering van aandeelhouders dient zodanige invloed te kunnen uitoefenen op het beleid van het bestuur en de raad van commissarissen, dat zij een volwaardige rol speelt in het systeem van de "*checks and balances*" in de vennootschap.
- Het bestuur of in voorkomende gevallen de raad van commissarissen zal alle aandeelhouders en andere partijen op de financiële markt gelijkelijk en gelijktijdig informeren over aangelegenheden die invloed kunnen hebben op de koers van het aandeel.
- Indien de wet of statuten van de vennootschap een goedkeuringsrecht aan de algemene vergadering van aandeelhouders verleent (denk bijvoorbeeld aan de ingrijpende besluiten van het ontwerpartikel 2:107a BW) lichten het bestuur en de raad van commissarissen de algemene vergadering van aandeelhouders door middel van een "aandeelhouderscirculaire" in over alle feiten en omstandigheden die relevant zijn voor de te verlenen goedkeuring.

In de mededeling van de AFM wordt geen enkele bespiegeling gewijd aan *corporate governance*, terwijl daar toch alle reden voor was. Hebben de regels van *good corporate governance* wel iets te betekenen voor Nederlandse beursvennootschappen? Is de belegger nog wel een factor die ons interesseert? Hebben we slechts op papier een aandeelhoudersdemocratie of gelden voortaan nog uitsluitend de meedogenloze wetten van de effectenmarkt waar alleen *volume* en *numbers* ertoe doen? Ik hoor het antwoord op deze vragen wellicht van terzake meer deskundigen.

(vi) - *Petroplus*

Ik heb u eerder verteld dat de Adviescommissie Fondsenreglement in een aantal uitspraken heeft geoordeeld dat voor de beursvennootschap een publicatieplicht ontstaat "*zodra de feiten en omstandigheden in voldoende mate vaststaan*". Een dergelijke publicatieplicht ontstaat bijvoorbeeld indien - in positieve of negatieve zin - sprake is van een substantiële afwijking van eerder gepubliceerde (historische) resultaten of van een substantiële afwijking van een eerder gepubliceerde prognose. De beursvennootschap zal in dat geval terstond een winstwaarschuwing moeten afgeven.

In de kern draait het hier dus om de vraag *wanneer* de feiten en omstandigheden in voldoende mate vaststaan. De resultaten van een beursvennootschap staan uiteraard niet vanzelf vast. Die resultaten dienen eerst te worden vastgesteld met behulp van de ruwe informatie die vanuit de groepsonderdelen beschikbaar komt. Het is de vraag of dit een aangelegenheid is die uitsluitend het bestuur dient aan te gaan of dat ook de raad van commissarissen hier nog een rol van betekenis mag vervullen. U voelt al direct aan dat dit onvermijdelijk tot enige vertraging in de openbaarmaking zal kunnen leiden, en dat dat

de vraag oproept of de beursvennootschap dan nog wel blijft binnen de grens die wordt getrokken door de plicht om koersgevoelige informatie terstond openbaar te maken.

In de zaak Petroplus oordeelde de Adviescommissie dat Petroplus uiterlijk op 15 mei 2002 toen de kwartaalcijfers bekend werden bij de raad van bestuur een persbericht had dienen uit te geven.

De Commissie oordeelde dat de wijze waarop een beursvennootschap precies invulling geeft aan de rol van de raad van commissarissen een *interne* aangelegenheid van de beursvennootschap is die los dient te worden gezien van het door de beursvennootschap voldoen aan externe verplichtingen zoals verwoord in artikel 28h FR. Dit betekent dat zodra de feiten in voldoende mate vaststaan weinig of geen ruimte bestaat voor het bestuur om uitgebreid overleg te voeren met de raad van commissarissen. De Commissie stelt dat zonodig telefonisch overleg met de raad van commissarissen kan plaatsvinden.

Met de Commissie ben ik van mening dat beursvennootschappen niet mogen talmen met het naar buiten brengen van slecht nieuws, en dat met het afgeven van een winstwaarschuwing niet kan worden geacht tot een eerstvolgende reguliere vergadering met de raad van commissarissen. Wel pleit ik ervoor – en dat is misschien een beetje napleiten omdat ik bij deze zaak betrokken was – dat een korte tijd beschikbaar blijft voor de beursvennootschap om de zich geleidelijk aftekenende gegevens te bestuderen, om op basis daarvan een 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 belegend publiek.

Waar de Adviescommissie stelt dat de beursvennootschap een persbericht had moeten uitgeven uiterlijk op het moment dat de kwartaalcijfers bekend werden bij de raad van bestuur verhindert zij dat de raad van commissarissen zijn rol met betrekking tot de vaststelling en publicatie van kwartaalcijfers naar behoren kan spelen. Die uitleg leidt ertoe dat het bestuur tegenover de raad van commissarissen kan komen te staan, omdat het bestuur op eigen houtje (dus zonder voorafgaande raadpleging van de raad van commissarissen) tot publicatie moet overgaan, op gevaar af dat achteraf kan blijken dat de raad van commissarissen het met de inhoud van die publicatie niet eens is. Deze door mij signaleerde spanning kan zelfs tot hoogspanning leiden bij het regime voor de structuurvennootschap waar een hiërarchische verhouding bestaat tussen het bestuur en de raad van commissarissen. Kortom; een stelregel als geformuleerd door de Commissie komt mij onwenselijk voor; ook het effectenrecht dient *good corporate governance* te respecteren. *Good corporate governance* brengt mee dat geen regels gelden die de goede verhoudingen tussen bestuur en raad van commissarissen onnodig in de waagschaal stellen.

Als u nog niet geheel overtuigd bent, dan zou ik u nog willen wijzen op de voorschriften van de commissie Tabaksblat. Ik doel dan op de volgende voorschriften:

- Het bestuur is verantwoordelijk voor de kwaliteit en de volledigheid van de openbaar gemaakte financiële berichten. De raad van commissarissen ziet er op toe dat het bestuur deze verantwoordelijkheid vervult.
- De auditcommissie beoordeelt hoe de externe accountant wordt betrokken bij de inhoud en publicatie van financiële berichten, anders dan de jaarrekening.

- De externe accountant ontvangt de financiële informatie die ten grondslag ligt aan de vaststelling van de kwartaal- en/of halfjaarcijfers en overige tussentijdse financiële berichten, en wordt in de gelegenheid gesteld om op alle informatie te reageren.

Ook deze voorschriften geven aan dat het effectenrecht in harmonie moet proberen te leven met het vennootschapsrecht. Ik verzet mij in elk geval tegen de hegemonie van de effectenmarkten indien die zouden verlangen dat een beursvennootschap – net als Lucky Luke – sneller zou moeten schieten dan haar schaduw. Het wordt tijd dat we erkennen dat de invloed van financiële persberichten op de effectenmarkten groot is en soms zelfs groter dan de invloed die uitgaat van het jaarverslag of de jaarrekening. In de huidige constellatie is de aandacht van het toezicht (raad van commissarissen, auditcommissie en de externe accountant) in veel sterkere mate gericht op de jaarrekening dan op de andere financiële persberichten. Om die reden wordt het toezicht terecht meer betrokken bij deze berichten. Het zou mooi zijn als het effectenrecht daar ook rekening mee zou houden.

(vii) - Handhaving

Ik zou tot slot nog een aantal opmerkingen willen maken met betrekking tot de voorgestelde handhaving van artikel 47 Wte.

Het zal u niet verbazen dat de AFM blijkens het conceptwetsvoorstel de bevoegdheid zal krijgen om een bestuurlijke boete op te leggen in geval van overtreding van artikel 47 Wte. Ook zal de AFM kunnen overgaan tot het opleggen van een last onder dwangsom. Publicatie van de boete en/of de last onder dwangsom behoort ook tot de mogelijkheden.

Het instrumentarium dat de AFM nog moet missen is de directe aanwijzingsbevoegdheid van artikel 28 Wte; het geven van een aanwijzing aan de beursvennootschap om binnen een door de AFM te stellen termijn een bepaalde gedragslijn te volgen. Dit is mijns inziens een flexibeler instrument dan de last onder dwangsom omdat de AFM meer inhoudelijke bemoeienis kan hebben bij het formuleren van datgene wat gepubliceerd zal moeten worden, en hoe dat moet worden gedaan.

Ingrijpender zijn echter de voorstellen om artikel 47 Wte ook strafrechtelijk te handhaven.

De Wet op de economische delicten (WED) zal in een strafbaarstelling voorzien van het niet of niet tijdig openbaar maken van koersgevoelige informatie door een beursvennootschap (artikel 1 onder 2 WED). Indien deze nalatigheid opzettelijk wordt begaan, zal sprake zijn van een misdrijf (in dat geval zal er een besef bij het bestuur zijn dat sprake is van het achterhouden van koersgevoelige informatie). Indien geen opzet wordt aangenomen, zal sprake zijn van een overtreding (in dat geval had het bestuur beter behoren te weten of heeft zich het koersgevoelige karakter van de informatie niet gerealiseerd).

De beursvennootschap zal voortaan ook geconfronteerd kunnen worden met het strafrecht indien de publicatieplicht niet of niet naar behoren wordt nageleefd. Tevens zal de bestraffing zich kunnen uitstrekken tot de bestuurders en/of de commissarissen die voor het achterhouden van de informatie aansprakelijk kunnen worden gesteld als feitelijk leidinggevers (artikel 51 Sr).

Dat is nog niet alles. In artikel 67 Sv zal in lid 1 onder c ook artikel 47 Wte worden opgenomen. Artikel 67 Sv somt de gevallen op waarin voorlopige hechtenis mag worden bevolen. Die gevallen verdienen grote aandacht omdat dit ook (mede) bepalend is voor de toepasselijkheid van andere dwangmiddelen. U moet daarbij denken aan:

- aanhouding buiten heterdaad ten behoeve van verhoor (artikel 54 lid 1 Sv)
- de in verzekeringstelling (artikel 58 lid 1 Sv)
- de (hulp) officierlijke doorzoeking van plaatsen (artikel 96c Sv) en woningen (artikel 97 Sv) ter inbeslagneming van bijvoorbeeld administratie en computerbestanden
- onderzoek naar telecommunicatie (artikel 126m Sv)

Ik heb u voorgehouden dat de beursvennootschap een eigen afweging dient te maken *wat* koersgevoelige informatie is en *wanneer* die informatie openbaar gemaakt moet worden. Hetzelfde geldt voor de beslissing om de openbaarmaking van koersgevoelig informatie om bepaalde redenen uit te stellen. Het nemen van dit soort beslissingen wordt er zeker niet eenvoudiger op indien het niet naleven van artikel 47 Wte wordt bedreigd met een strafbaarstelling. Daarbij geldt dat reeds spoedig zal kunnen worden aangenomen dat sprake is van voorwaardelijk opzet (of kansopzet) indien een beursvennootschap bewust informatie (tijdelijk) achterhoudt of niet beschikt over een adequaat functionerend managementinformatiesysteem.

(viii) - Tot besluit

Na deze weinig opwekkende slotmededelingen wordt het hoog tijd om een borrel te nemen. Ik rond af. De omgang met koersgevoelige informatie blijft een worsteling met een weerbarstige materie. In het bijzonder omdat geen *hard and fast rules* zijn op te stellen. Om die reden is de omgang met koersgevoelige informatie meer een *art* dan een *science*. Ik hoop u ten slotte ook duidelijk gemaakt te hebben dat het wenselijk zou zijn dat ook de effectenmarkten rekening houden met regels van *good corporate governance*.