

Het Van der Heijden Instituut werd in 1966 door prof.mr. W.C.L. van der Grinten en prof.mr. J.M.M. Maeijer opgericht als studiecentrum voor rechts- personen- en vennootschapsrecht. Het heeft ten doel om, in de lijn van een indertijd te Nijmegen door prof.mr. E.J.J. van der Heijden gevestigde traditie, op alle mogelijke wijzen bij te dragen tot de ontwikkeling en verdieping van deze onderdelen van het privaatrecht. Nadien is het onderzoeksterrein van het Van der Heijden Instituut uitgebreid met het fiscale recht inzake ondernemingen en het effectenrecht. Het Van der Heijden Instituut is onderdeel van het Onderzoek- centrum Onderneming & Recht van de Faculteit der Rechtsgeleerdheid, Radboud Universiteit Nijmegen. In de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut ver- schijnen monografieën, proefschriften, congresbundels en uitkomsten van onderzoek naar de werking van regelgeving op het aangegeven onderzoeksterrein. Tevens verschijnen in deze Serie publicaties van de Vereniging voor Effectenrecht en Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation*. De wetenschappelijke leiding van het Van der Heijden Instituut en de redactie van de Serie zijn in handen van prof.mr. G. van Solinge, prof.mr. M. van Olffen en prof.mr. M.P. Nieuwe Weme.

[www.kluwer.nl](http://www.kluwer.nl)

ISBN 978-90-13-08562-4  
NUR 827-715



9 789013 085624

 Kluwer  
a Wolters Kluwer business

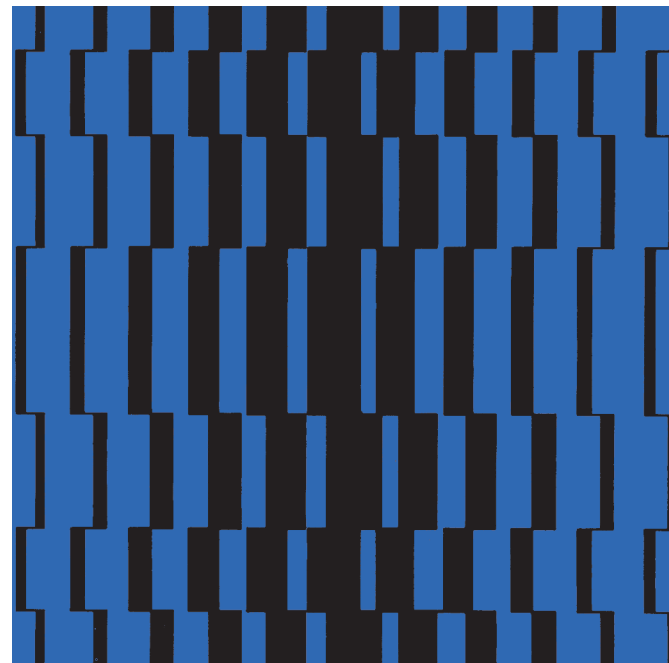
Mr. G.T.J. Hoff

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie

107



# Openbaarmaking van koersgevoelige informatie



Mr. G.T.J. Hoff

SERIE VANWEGE HET VAN DER HEIJDEN INSTITUUT

 Kluwer  
a Wolters Kluwer business

Deel 107

# OPENBAARMAKING VAN KOERSGEVOELIGE INFORMATIE

Een wetenschappelijke proeve op het gebied van de Rechtsgeleerdheid

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor  
aan de Radboud Universiteit Nijmegen  
op gezag van de rector magnificus prof. mr. S.C.J.J. Kortmann  
volgens besluit van het college van decanen  
in het openbaar te verdedigen op woensdag 30 maart 2011,  
om 15.30 uur precies

door

Gerardus Theodorus Johannes Hoff  
geboren op 20 februari 1962  
te Haarlem

Deventer: Kluwer 2011

## INHOUDSOPGAVE

<b>Voorwoord</b>	XIII
<b>Hoofdstuk 1. Inleiding</b>	
1.1 Aanleiding en doelstelling van het onderzoek	1
1.2 Afbakening van het onderzoek	6
1.3 Onderzoeksopzet	6
<b>Hoofdstuk 2. Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Amerikaanse benadering</b>	
2.1 Inleiding	9
2.2 De federale effectenwetgeving van de USA: a bird's-eye view	11
2.2.1 Ontstaansgeschiedenis van de federale effectenwetgeving	11
2.2.2 De Securities Act of 1933	13
2.2.3 De Securities Exchange Act of 1934	15
2.3 Het belang van de disclosure philosophy voor de federale effectenwetgeving	16
2.4 Periodic reporting requirements van de Securities Exchange Act	22
2.5 General rule of nondisclosure en de uitzonderingen daarop	27
2.5.1 Inleiding	27
2.5.2 Transacties in het eigen fonds: disclose or abstain	28
2.5.3 Informatieverplichtingen volgens de regelgeving van de Amerikaanse effectenbeurzen	29
2.5.4 Leaks and unusual market activity	32
2.5.5 Duty to disclose gebaseerd op Rule 10b-5	33
2.5.6 Selective disclosure	33
2.6 Gevolgen van Rule 10b-5 voor de duty to disclose van uitgevende instellingen	33
2.7 Een affirmative duty to disclose	38
2.8 Een duty to correct of een duty to update	42
2.9 Een affirmative duty to disclose; nadere uitwerking	43
2.9.1 Inleiding	43
2.9.2 Wat zijn facts?	44
2.9.3 Materiality	45
2.9.4 Qualitative materiality	51

2.10	Bad news	56
2.11	Negotiations	60
2.12	Afsluitende opmerkingen	65

### **Hoofdstuk 3. Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Europese benadering**

3.1	Inleiding	67
3.2	Bouwen aan één Europese effectenmarkt	70
3.3	De Lamfalussy-procedure en enige recente ontwikkelingen	75
3.3.1	Rapport van het Comité van Wijzen	75
3.3.2	Betrokkenheid van ESC en CESR bij de vernieuwde regelgevingsprocedure	76
3.3.3	Vier niveaus van besluitvorming en handhaving volgens de Lamfalussy-procedure	77
3.3.4	Institutionele schermutselingen	81
3.3.5	Resultaten van de Lamfalussy-procedure in het kader van de Richtlijn marktmisbruik	83
3.3.6	Recente ontwikkelingen	85
3.4	De openbaarmakingsplicht van emittenten van financiële instrumenten in de Richtlijn marktmisbruik	95
3.4.1	Inleiding	95
3.4.2	Een eerste schets van de openbaarmakingsplicht	96
3.4.3	Herziening van de Richtlijn marktmisbruik	104
3.4.4	Mate van harmonisatie	112
3.4.5	Een historische terugblik: a bird's-eye view	114
3.4.6	De doelstellingen van de openbaarmakingsplicht	123
3.5	Samenhang met de Richtlijn markten voor financiële instrumenten	126
3.6	Samenhang met de Transparantierichtlijn	129
3.7	Omzetting van de Richtlijn marktmisbruik, de Richtlijn markten voor financiële instrumenten en de Transparantierichtlijn in de Nederlandse wetgeving	135
3.7.1	Inleiding	135
3.7.2	Omzetting door de Nederlandse wetgever	136
3.7.3	Richtlijnconforme interpretatie	139
3.7.4	Prejudiciële procedure	141

### **Hoofdstuk 4. Werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht**

4.1	Inleiding	143
4.2	Uitgevende instelling	145
4.2.1	Inleiding	145
4.2.2	Uitgevende instelling; nadere uitwerking	148

4.2.3	Intermezzo; de transparantienorm geldt uitsluitend voor uitgevende instellingen	151
4.3	Financiële instrumenten	153
4.3.1	Inleiding	153
4.3.2	Enkele kanttekeningen bij de opsomming van financiële instrumenten	156
4.3.3	Financiële instrumenten; nadere uitwerking	158
4.4	Toelating tot de handel op een gereglementeerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit in Nederland	162
4.4.1	Inleiding	162
4.4.2	Toelating van financiële instrumenten tot de handel	163
4.4.3	Toelating tot de handel op een gereglementeerde markt	168
4.4.4	Toelating tot de handel met instemming van de uitgevende instelling	172
4.4.5	Met instemming van de uitgevende instelling is een verzoek om toelating tot de handel gedaan	176
4.4.6	Toelating tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit	177
4.4.7	Intermezzo; zoek de verschillen tussen een gereglementeerde markt en een multilaterale handelsfaciliteit	180
4.5	De marktreglementering van Euronext Amsterdam	182
4.5.1	Inleiding	182
4.5.2	Noteringsvereisten	183
4.5.3	Toelating tot de notering	187
4.5.4	Rechtskarakter van de noteringsovereenkomst	188
4.5.5	Varia	194
4.6	<i>Revisited</i> : het begrip ‘uitgevende instelling’ in verband met de openbaarmakingsplicht met betrekking tot afgeleide financiële instrumenten	196
4.7	Samenloop met andere informatieverplichtingen	202
4.8	Beëindiging van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie	204
4.9	Synthese: de werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie	208

## Hoofdstuk 5. Koersgevoelige informatie

5.1	Inleiding	211
5.2	Gebruik van het begrip ‘voorwetenschap’ als grondslag voor zowel het transactie- en tipverbod als de openbaarmakingsplicht	212
5.3	De begrippen ‘voorwetenschap’ en ‘koersgevoelige informatie’ zijn eender en toch verschillend	217
5.4	Informatie die concreet is	223

5.5	Informatie die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling	233
5.6	Informatie die niet openbaar is gemaakt	237
5.7	Significante invloed op de koers	240
5.7.1	Inleiding	240
5.7.2	Wat is de betekenis van ‘significante’ invloed op de koers?	241
5.7.3	Overige aspecten van het koersgevoeligheidsvereiste	249
5.7.4	Eigen visie op het koersgevoeligheidsvereiste	256
5.8	Bekendheid van de uitgevende instelling met de openbaar te maken informatie	262
5.9	Beoordelingsvrijheid als onderdeel van de toetsingsmaatstaf voor uitgevende instellingen	264
5.10	Is informatie al ‘rijp’ voor openbaarmaking?	270
5.11	Uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie	271
5.11.1	Inleiding	271
5.11.2	Geen melding van het uitstelbesluit aan de AFM	272
5.12	Rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel	278
5.12.1	Lopende onderhandelingen	280
5.12.2	Goedkeuring van een besluit of een overeenkomst	283
5.12.3	Bepaalde toezichts- en steunmaatregelen	286
5.12.4	Overlegfase voorafgaand aan de jaarrekeningprocedure	288
5.12.5	Andere rechtmatige belangen bij uitstel van openbaarmaking	290
5.13	Geen misleiding van het publiek is te duchten	293
5.14	Waarborgen van de vertrouwelijkheid	300
5.15	Een beroep op de uitstelregeling ingeval niet aan alle voorwaarden van de uitstelregeling is voldaan	308
5.16	Bijzondere toepassingsvraagstukken	309
5.16.1	Duty to update	310
5.16.2	Meerdere koersgevoelige feiten die elkaar opheffen	310
5.16.3	Koersgevoelige informatie die door ontwikkelingen wordt achterhaald	311
5.16.4	Koersgevoelige informatie die op meerdere uitgevende instellingen betrekking heeft	311
5.17	Revisited: gebruik van het begrip ‘voorwetenschap’ als grondslag voor zowel het transactie- en tipverbod als de openbaarmakingsplicht	312

## **Hoofdstuk 6. Staalkaart van koersgevoelige informatie**

6.1	Inleiding	317
6.2	Enkele inspiratiebronnen	319
6.3	Financiële positie en/of resultaten	326
6.3.1	Periodieke financiële resultaten	326

6.3.2	Winstwaarschuwingen	332
6.3.3	Toekomstgerichte informatie	348
6.3.4	Dividend	358
6.3.5	Substantiële stelselwijziging van financiële verslaggeving	358
6.3.6	Verschillen tussen de financiële verslaggeving volgens IFRS en US GAAP	359
6.3.7	Wijziging van de waarde van activa; impairment test	359
6.3.8	Wijziging van accountant	362
6.3.9	Juridische procedures	363
6.3.10	Frauduleuze handelingen	364
6.3.11	Toezihtsinformatie	369
6.3.12	Afnemers en debiteuren	371
6.3.13	Faillissement en surseance van betaling	371
6.4	Kapitaal, zeggenschap en financiering	372
6.4.1	Uitgifte van aandelen of obligaties	372
6.4.2	Splitsing van aandelen	374
6.4.3	Wijziging van de rechten van de effectenhouders	374
6.4.4	Inkoop van eigen aandelen; kapitaalvermindering	375
6.4.5	Wijziging in het effectenhoudersbestand	376
6.4.6	Kredietfaciliteiten en zekerheden	378
6.4.7	Verslechtering van de financiële situatie; negatief eigen vermogen	383
6.5	Organisatie, beleid en strategie	387
6.5.1	Wijziging in de samenstelling van bestuur of raad van commissarissen	387
6.5.2	Strategische koerswijziging	392
6.5.3	Overnames en desinvesteringen	393
6.5.4	Openbaar bod	403
6.5.5	Reorganisatie	414
6.5.6	Aandeelhoudersactivisme	415
6.6	Geruchten en onjuiste marktperceptie	416
6.6.1	Onware geruchten	417
6.6.2	Geruchten die geheel of ten dele op waarheid berusten	423
6.7	Een 'schone' effectenmarkt?	426
6.8	Opmaken van de balans	429

**Hoofdstuk 7. Wijze van openbaarmaking van koersgevoelige informatie**

7.1	Inleiding	431
7.2	Wie is bij de uitgevende instelling verantwoordelijk voor de naleving van de openbaarmakingsplicht?	433
7.3	Informatiemanagement	439

---

7.4	Instellen van een disclosure committee	444
	7.4.1 Inleiding	444
	7.4.2 Functionering van het disclosure committee	450
7.5	Overige aspecten van interne procedures ten aanzien van het informatiemanagement	451
7.6	Maatregelen ter bevordering van een verantwoorde omgang met koersgevoelige informatie	456
	7.6.1 Inleiding	456
	7.6.2 De insiderlijst	457
	7.6.3 Het insiderreglement	467
7.7	De timing van de openbaarmaking	471
7.8	Wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van gereglementeerde informatie	474
7.9	Het persbericht van de uitgevende instelling	477
	7.9.1 Wijze van openbaarmaking door middel van een persbericht	477
	7.9.2 Het uitbrengen van een persbericht; praktische uitwerking	484
	7.9.3 Nadere voorschriften ten aanzien van de openbaarmaking door middel van een persbericht	486
	7.9.4 Zorgvuldige redactie van een persbericht	491
7.10	Taalregeling	493
7.11	De corporate website van de uitgevende instelling	496
7.12	Het openbaar register van de AFM	498
7.13	Afsluitende opmerkingen	503

## **Hoofdstuk 8. Selectieve openbaarmaking van (koersgevoelige) informatie**

8.1	Inleiding	505
8.2	De kern van de wettelijke regeling	510
8.3	Regulation Fair Disclosure	512
	8.3.1 De aanloop naar Regulation FD	512
	8.3.2 A novel and bold idea: a new issuer disclosure rule	516
	8.3.3 De achtergrond van Regulation FD	518
	8.3.4 Een tussenbalans	520
8.4	Terug naar de wettelijke regeling van selectieve openbaarmaking	520
	8.4.1 Betekenis van de wettelijke regeling	520
	8.4.2 Selectieve openbaarmaking: door wie?	526
	8.4.3 Selectieve openbaarmaking: aan wie?	527
	8.4.4 Selectieve openbaarmaking: in de normale uitoefening van werk, beroep of functie	530
	8.4.5 Selectieve openbaarmaking: doelbewust of niet doelbewust?	533
	8.4.6 Geen openbaarmakingsplicht bij een geheimhoudingsverplichting	536



8.4.7	Geoorloofde uitwisseling van koersgevoelige informatie op grond van het Besluit marktmisbruik Wft	539
8.5	Selectieve contacten met marktdeelnemers: een verdieping	542
8.6	Selectieve contacten met beleggingsanalisten	543
8.6.1	Inleiding	543
8.6.2	Uitwisseling van koersgevoelige informatie	546
8.6.3	Uitwisseling van overige bedrijfsinformatie	550
8.6.4	Zorgvuldige behandeling en structurering van de contacten met beleggingsanalisten	557
8.7	Selectieve contacten met institutionele beleggers	563
8.7.1	Inleiding	563
8.7.2	Een continue en constructieve dialoog met institutionele beleggers?	564
8.7.3	Legitimatie van selectieve contacten	574
8.7.4	Bezwaren tegen selectieve contacten	582
8.7.5	Op weg naar spelregels voor selectieve contacten	590
8.7.6	Afsluitende opmerkingen	605

## Hoofdstuk 9. Toezicht en handhaving

9.1	Inleiding	607
9.2	De AFM als toezichthouder	611
9.2.1	Organisatie en werkwijze van de AFM	611
9.2.2	Aard en intensiteit van het toezicht op de naleving van de openbaarmakingsplicht	616
9.2.3	Geheimhoudingsplicht van de AFM	619
9.2.4	Financiering van het toezicht	623
9.3	Intermezzo; inzet van het bestuursrecht	625
9.4	Toezihtsbevoegdheden van de AFM	632
9.4.1	Inleiding	632
9.4.2	Inlichtingenbevoegdheid van de AFM	633
9.4.3	Toezihtsbevoegdheden van de toezichtsmedewerkers van de AFM	633
9.4.4	Medewerkingsplicht	637
9.4.5	Rechtsbescherming	640
9.5	Bestuursrechtelijke handhaving	642
9.5.1	De aanwijzing	643
9.5.2	De last onder dwangsom	652
9.5.3	De bestuurlijke boete	655
9.5.4	Openbaarmaking van de bestuurlijke boete en de last onder dwangsom	668
9.5.5	Normoverdragend gesprek	674
9.5.6	Aangifte bij het Openbaar Ministerie	674

*Inhoudsopgave*

---

9.6	Handhavingsbeleid van de AFM	675
9.7	Evaluatie van de handhavinginstrumenten	681
9.8	Rechtsbescherming	683
9.9	Bestuursrechtelijke of strafrechtelijke handhaving?	694
9.10	Strafrechtelijke handhaving	698
9.10.1	Inleiding	698
9.10.2	Opportuniteit van de strafbaarstelling van de openbaarmakingsplicht	702
9.10.3	Betekenis van opzet en schuld	707
9.10.4	Strafbaarheid van opdrachtgevers en feitelijke leidinggevers	713
9.10.5	Strafrechtelijke sancties	717

**Hoofdstuk 10. Samenvatting en conclusies**

10.1	Inleiding	721
10.2	Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Amerikaanse benadering	721
10.3	Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Europese benadering	722
10.4	Werkingsfeer van de openbaarmakingsplicht	725
10.5	Koersgevoelige informatie	727
10.6	Staalkaart van koersgevoelige informatie	732
10.7	Wijze van openbaarmaking van koersgevoelige informatie	734
10.8	Selectieve openbaarmaking van (koersgevoelige) informatie	738
10.9	Toezicht en handhaving	742

<b>Summary and conclusions</b>	747
--------------------------------	-----

**Registers**

Jurisprudentie	771
Literatuur	777
Afkortingen	797
Trefwoorden	801

<b>Curriculum vitae</b>	805
-------------------------	-----

## Hoofdstuk 10

### SAMENVATTING EN CONCLUSIES

#### 10.1 Inleiding

In deze studie zijn de relevante facetten van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie, een permanente of doorlopende informatieverplichting die op grond van art. 5:25i Wft hoofdzakelijk voor uitgevende instellingen geldt waarvan de financiële instrumenten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, minutieus in kaart gebracht. De aanleiding voor het onderzoek is geweest het opnemen van een geheel vernieuwde openbaarmakingsplicht in de Richtlijn marktmisbruik en vooral ook de omzetting van die richtlijn in de Nederlandse financiële toezichtswetgeving met ingang van 1 oktober 2005. Zoals aangegeven in *hoofdstuk 1* is in het bijzonder onderzoek gedaan naar de Europese grondslag van de openbaarmakingsplicht, de werkingssfeer en de inhoud daarvan. Ook is onderzoek verricht naar de wijze waarop koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen openbaar moet worden gemaakt. Tot slot is aandacht besteed aan het toezicht op de naleving en de handhaving van deze openbaarmakingsplicht. Aangezien de federale effectenwetgeving van de USA in zekere zin beschouwd kan worden als de overzeese bakermat van de effectenwetgeving zoals die thans in Nederland geldt, is ervoor gekozen om deze studie aan te vangen met een inleidende schets van de wijze waarop de *duty to disclose material nonpublic information* aldaar is geregeld. Het onderzoek is afgesloten op 1 september 2010.

#### 10.2 Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Amerikaanse benadering

In *hoofdstuk 2* is een schets gegeven van de wijze waarop de evenknie van de in Nederland voor beursgenoteerde uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de federale effectenwetgeving van de USA is geregeld. Als belangrijkste *feature* van deze regeling kan worden genoemd dat de federale effectenwetgeving, anders dan bij ons geldt, geen permanente of doorlopende verplichting aan uitgevende instellingen oplegt om *material nonpublic information* onverwijld openbaar te maken. Opmerkelijk genoeg is juist het omgekeerde het geval: uitgangspunt van de federale effectenwetgeving blijkt een *general rule of nondisclosure* te zijn. Gebleken is dat de federale

effectenwetgeving de nadruk vooral legt op de naleving door uitgevende instellingen van gedetailleerde en ook nog eens uitputtend omschreven *reporting requirements*, die op gezette tijdstippen bij de SEC gedeponereerd moeten worden. Pas met de totstandkoming van de *Sarbanes-Oxley Act* is iets meer aandacht gekomen voor doorlopende *real time issuer disclosures* door middel van *current reports*.

Intussen bestaat er wel een aantal uitzonderingen op genoemde *general rule of nondisclosure* waardoor het principiële verschil met de Europese benadering van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie minder groot is dan men wellicht zou denken. Het is met name de aan de anti-fraudebepalingen van de *Securities Exchange Act* ten grondslag liggende eis dat mededelingen niet misleidend mogen zijn die uitgevende instellingen in de praktijk zal beletten om relevante bedrijfsinformatie voor een langere periode achter te houden. Verder noopt de eis van *completeness* uitgevende instellingen ertoe inzicht te bieden in al hun wel en wee. Opmerkelijk is dat als het gaat om de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie de beursreglementering in de USA geen rol van betekenis blijkt te vervullen.

Als gezegd, aangenomen wordt dat op grond van de anti-fraudebepalingen van de *Securities Exchange Act* voor uitgevende instellingen een *affirmative duty to disclose* bestaat teneinde misleiding van beleggers te voorkomen. Als maatstaf voor deze openbaarmakingsplicht is door de *Supreme Court of the United States* eenduidig gekozen voor de invloed die informatie waarschijnlijk zal hebben op het nemen van beleggingsbeslissingen door een imaginaire redelijk handelende belegger. In elk geval wordt daarbij geen (rechtstreekse) relatie gelegd met de invloed die van openbaarmaking van die informatie zou kunnen uitgaan op de koers van de door de uitgevende instellingen uitgegeven effecten. Is het plaatsgrijpen van een (mogelijk) openbaar te maken gebeurtenis onzeker, zoals bijvoorbeeld het eindresultaat van overnameonderhandelingen, dan dient bij de beantwoording van de vraag of een beleggingsbeslissing van een redelijk handelende belegger door nieuwe informatie beïnvloed zou worden, rekening te worden gehouden met twee factoren. Die factoren zijn: (i) de mate van waarschijnlijkheid dat een onzekere gebeurtenis zich uiteindelijk zal voordoen (*probability*) en (ii) de relatieve omvang van de betekenis die deze gebeurtenis heeft voor de uitgevende instelling (*magnitude*). Ondanks de roep van uitgevende instellingen om meer *guidance* te geven over de begripsinhoud van *material nonpublic information* blijft de Amerikaanse toezichthouder, de *Securities and Exchange Commission* (SEC), daarin terughoudend.

De implicaties van de *duty to disclose material nonpublic information* zijn in dit onderzoek uitgewerkt aan de hand van twee voorbeelden: *bad news* en *negotiations*.

### 10.3 Openbaarmaking van koersgevoelige informatie: de Europese benadering

De Europese grondslag van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – het onderwerp van *hoofdstuk 3* – is te vinden in de Richtlijn

marktmisbruik. Met deze in januari 2003 tot stand gekomen richtlijn is in Europees verband gekozen voor een integrale aanpak van het fenomeen marktmisbruik. In de Richtlijn marktmisbruik wordt onder het begrip ‘marktmisbruik’ verstaan: handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. De Europese wetgever heeft met de Richtlijn marktmisbruik één gemeenschappelijk rechtskader willen creëren dat erop gericht is de integriteit van de effectenmarkten in de Europese Unie te verzekeren en het vertrouwen van beleggers in die markten te vergroten. Zo staan alle verbods- en gebodsbepalingen van de Richtlijn marktmisbruik in het teken van het tegengaan van marktmisbruik.

Onderdeel van de in de Richtlijn marktmisbruik voorkomende gebodsbepalingen is de verplichting van “emittenten van financiële instrumenten” om “voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken, voorzover deze rechtstreeks betrekking heeft op de betrokken emittent”. Voorwetenschap wordt in de richtlijn omschreven als: “niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten”. Deze informatieverplichting geldt voor alle emittenten (of uitgevende instellingen) van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt die gelegen of werkzaam is op het grondgebied van één van de lidstaten.

In vergelijking met de Amerikaanse benadering valt op dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de Europese benadering een doorlopend of permanent karakter heeft. Indien en zodra informatie als voorwetenschap gekwalificeerd kan worden en die informatie rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft (in deze studie verder aangeduid als: koersgevoelige informatie), dient deze informatie door de uitgevende instelling in beginsel onverwijld openbaar gemaakt te worden. Slechts met inachtneming van strikte voorwaarden is het de uitgevende instelling toegestaan de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. Die voorwaarden zijn, dat: het uitstel de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling beschermt, het uitstel waarschijnlijk geen misleiding van het publiek tot gevolg heeft en de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen. Opvallend is verder dat de Richtlijn marktmisbruik naast een algemene ook een bijzondere openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kent. Zo is in de Richtlijn marktmisbruik een regeling getroffen voor openbaarmaking van koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling in vervolg op een selectieve openbaarmaking van deze informatie aan een of meer derden.

Hinderlijk is dat een (heldere) toelichting op de regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de Richtlijn marktmisbruik en op de daarvoor in dat verband gebruikte kernbegrippen ontbreekt. De regeling roept daardoor vele voor de hand liggende vragen op, zoals: wat zijn precies “emittenten van financiële instrumenten”, waarom is voor het vaststellen van de inhoud van de

openbaarmakingsplicht aangeknoopt bij het begrip ‘voorwetenschap’, wat is de precieze betekenis van “rechtmatige belangen” bij uitstel van openbaarmaking en waarom is ervoor gekozen om in aanvulling op de doorlopende openbaarmakingsplicht een regeling te treffen voor een bijzondere openbaarmakingsplicht die voor de uitgevende instelling geldt in vervolg op een selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie? Een antwoord op al deze vragen zoekt men tevergeefs in de Europese brondocumenten.

De in de Richtlijn marktmisbruik opgenomen openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kent een voorgeschiedenis. Sinds een begin werd gemaakt met de bouwwerkzaamheden die erop gericht waren om te komen tot de eenmaking van de Europese effectenmarkt zien wij in beleidsdocumenten en richtlijnen van de toenmalige Europese Economische Gemeenschap de contouren van een dergelijke openbaarmakingsplicht zich steeds scherper aftekenen. Opmerkelijk is dat het opnemen van de openbaarmakingsplicht in de Richtlijn marktmisbruik gepaard is gegaan met een koerswijziging die in de toelichtende stukken door de Europese wetgever niet of nauwelijks gemotiveerd is. Waar de openbaarmakingsplicht voor wat betreft uitgevende instellingen van aandelen voorheen aanknoopte bij “belangrijke nieuwe feiten – in de Engelse taalversie van de bewuste richtlijn aangeduid als “any major new developments” – op haar arbeidsterrein die niet algemeen bekend zijn en die gezien hun gevolgen voor de vermogens- en financiële situatie van en de algemene gang van zaken bij de vennootschap, tot een aanzienlijke verandering van de koers van haar aandelen kunnen leiden” wordt thans een rigoureuus andere koers ingezet. De openbaarmakingsplicht gaat gelden voor “voorwetenschap (...), voorzover deze rechtstreeks betrekking heeft op de betrokken emittent”. Het is de vraag of de implicaties van deze koerswijziging door de Europese wetgever voldoende doorgedacht zijn.

Met de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie blijken verschillende doelstellingen nagestreefd te worden. In de eerste plaats moet worden genoemd dat daarmee beoogd wordt marktefficiëntie en beleggersbescherming te bevorderen. Deze doelstellingen volgen met zoveel woorden uit de preambule van de Transparantierichtlijn. Hoewel de openbaarmakingsplicht op zichzelf geen deel uitmaakt van deze richtlijn, vertoont zij wel nauwe verwantschap met de daarin geregelde onderwerpen. In de tweede plaats kan genoemd worden dat met de openbaarmakingsplicht wordt beoogd de marktintegriteit te waarborgen. Naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zal een nuttige bijdrage kunnen leveren aan het voorkomen van marktmisbruik.

Voor een goed begrip van de regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de Richtlijn marktmisbruik, is enige kennis van de Lamfalussy-procedure onmisbaar. In de Richtlijn marktmisbruik zijn namelijk slechts de kernbeginselen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie opgenomen (het zogeheten eerste niveau van de Lamfalussy-procedure). Waar toegestaan door de richtlijn, kunnen deze kernbeginselen uitgewerkt worden door middel van technische uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie

waarbij toepassing dient te worden gegeven aan de comitologieprocedure (tweede niveau). Zo heeft de Europese Commissie in uitvoeringsrichtlijnen op het tweede niveau verduidelijkt wat moet worden verstaan onder enkele bestanddelen van het begrip ‘voorwetenschap’, zoals ‘concrete informatie’ en het ‘koersgevoelighedsvereiste’. In aanvulling daarop heeft de *Committee of European Securities Regulators* (CESR), een samenwerkingsverband van de nationale toezichthouders van de lidstaten, op diverse terreinen nog aanvullende *guidance* gegeven door middel van niet-bindende gemeenschappelijke richtsnoeren (derde niveau). Deze bijzondere wijze waarop de regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie inhoud en vorm is gegeven, is ook een duidelijke aanwijzing dat met de Europese regeling van de openbaarmakingsplicht volledige harmonisatie in de Europese Unie is beoogd.

Gesignaleerd moet worden dat de regeling van de openbaarmakingsplicht in de Richtlijn marktmisbruik fragmentarisch is geweest. De wijze waarop koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen openbaar gemaakt moet worden, is namelijk pas later in de Transparantierichtlijn van december 2004 geregeld. Daarnaast moet de invloed genoemd worden die op de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie uitgaat van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten van april 2004. In deze richtlijn worden definities gegeven van enkele begrippen die voor de vaststelling van de werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van belang zijn. Te noemen zijn in dit verband de begrippen ‘effecten’, ‘financiële instrumenten’ en ‘gereguleerde markt’.

Institutionele veranderingen in het toezicht op de financiële sector zijn op komst. De rol van CESR zal binnenkort worden overgenomen door de *European Securities and Markets Authority* (ESMA). Met het oog op de versterking van het financiële toezicht in de Europese Unie zal de Richtlijn marktmisbruik bovendien worden gewijzigd teneinde te voorzien in samenwerking tussen de nationale bevoegde autoriteiten bij de uitvoering van grensoverschrijdende onderzoeksactiviteiten. Tevens zal worden voorzien in een opdracht aan ESMA om technische standaarden te ontwikkelen voor bijvoorbeeld het doen van verzoeken om inlichtingen of het laten uitvoeren van onderzoeksactiviteiten door een andere nationale bevoegde autoriteit.

#### 10.4 Werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht

In *hoofdstuk 4* wordt na een bespreking van drie centrale begrippen uit het effectenrecht – te weten de begrippen: (i) uitgevende instelling, (ii) financiële instrumenten en (iii) toelating tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit in Nederland – de legpuzzel gemaakt van de werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.

De openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldt voor alle uitgevende instellingen die financiële instrumenten hebben uitgegeven die met haar



instemming zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen gereglementeerde markt waarvoor een vergunning als bedoeld in art. 5:26 lid 1 Wft is verleend (art. 5:25i lid 1 onderdeel a Wft). Onder het begrip ‘uitgevende instelling’ vallen niet alleen de traditionele beursvennootschappen, maar ook bijvoorbeeld coöperaties, beleggingsinstellingen en de overheid. De openbaarmakingsplicht neemt een aanvang op het moment waarop met instemming van de uitgevende instelling een verzoek is gedaan om toelating van de financiële instrumenten tot de handel op een gereglementeerde markt. Indien en zodra de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten niet langer zijn toegelaten tot de handel op een dergelijk handelsplatform zal de openbaarmakingsplicht eindigen. De openbaarmakingsplicht is eveneens van toepassing op uitgevende instellingen die financiële instrumenten hebben uitgegeven die met haar instemming zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor een vergunning als bedoeld in art. 2:96 Wft is verleend, of waarvoor met haar instemming verzocht is om toelating.

Gebleken is dat niet de Wet op het financieel toezicht maatgevend is voor de werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen, maar dat de marktreglementering van Euronext Amsterdam daarvoor uiteindelijk van doorslaggevend belang is. Als gezegd, komt daar nog bij dat de openbaarmakingsplicht slechts geldt indien financiële instrumenten met instemming van de uitgevende instelling zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam, dat wil zeggen: hetzij de door Euronext Amsterdam onderhouden gereglementeerde markt, hetzij de multilaterale handelsfaciliteit. Die beperking is aangebracht, omdat uitgevende instellingen slechts zijn onderworpen aan de openbaarmakingsplicht indien de door haar uitgegeven financiële instrumenten ook met haar instemming zijn toegelaten tot de handel op één van genoemde handelsplatformen. Is dat niet het geval, dan geldt deze informatieverplichting niet voor deze uitgevende instelling. Deze beperking is van belang omdat de situatie zich kan voordoen dat niet alleen door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten tot de handel op één van genoemde handelsplatformen kunnen zijn toegelaten, maar dat ook andere financiële instrumenten waarvan de waarde is afgeleid van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op die handelsplatformen. Dat is bijvoorbeeld het geval indien Euronext Amsterdam opties op het aandeel van de uitgevende instelling toelaat tot de handel of een beleggingsonderneming een tot de handel toegelaten *structured product* gecreëerd heeft waarvan het aandeel van de uitgevende instelling de onderliggende waarde (of één van de onderliggende waarden) is. De werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht van de uitgevende instelling wordt hierdoor echter niet beïnvloed. Gewoonlijk zullen die andere uitgevende instellingen – in de gegeven voorbeelden Euronext Amsterdam en de beleggingsonderneming – als *free rider* kunnen profiteren van de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling van de onderliggende waarde(n), maar zonder risico is dit mijns inziens niet. Wordt de openbaarmakingsplicht niet (tijdig) nageleefd door de uitgevende instelling, dan zijn mijns inziens ook Euronext Amsterdam en de beleggingsonderneming in gelijke mate in overtreding.



Opvallend is ten slotte nog de uitbreiding die het begrip ‘financieel instrument’ in art. 1:1 Wft als gevolg van de Richtlijn marktmisbruik en de Richtlijn markten voor financiële instrumenten heeft ondergaan. Tot het begrip ‘financieel instrument’ worden ook diverse afgeleide financiële instrumenten gerekend. Hiervoor is gesignaleerd welke problemen kunnen ontstaan indien deze afgeleide financiële instrumenten effecten als onderliggende waarde(n) hebben en deze financiële instrumenten worden uitgegeven door andere uitgevende instellingen dan de uitgevende instelling van de onderliggende effecten. Geheel andere problemen kunnen ontstaan waar het gaat om de afgeleide financiële instrumenten als vermeld in art. 1:1 onder d tot en met j Wft. Geldt met betrekking tot deze financiële instrumenten ook de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie, en zo ja, wie dient in dat geval als uitgevende instelling te worden aangemerkt? Is dat soms de koper of verkoper op wiens voorstel een koopovereenkomst inzake een financieel instrument (niet zijnde een effect) tot stand is gekomen als bedoeld in art. 5:25i lid 1 onderdeel b Wft? Mijn slotsom luidt dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – ondanks de ogenschijnlijk andersluidende voorschriften van art. 6 lid 1 van de Richtlijn marktmisbruik en van art. 5:25i lid 1 onderdeel b Wft – voor dergelijke afgeleide financiële instrumenten niet zou dienen te gelden. Redengevend daarvoor is dat de aard van deze afgeleide financiële instrumenten en daarmee de informatie die voor de koersvorming van deze instrumenten van belang is, alsook de structuur van de markt waarop die financiële instrumenten verhandeld worden, conceptueel wezenlijk anders zijn. De openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen behoort naar mijn mening dan ook beperkt te blijven tot uitgevende instellingen van effecten en van afgeleide financiële instrumenten die effecten als onderliggende waarde(n) hebben (als bedoeld in de omschrijving van ‘financieel instrument’ in art. 1:1 onder a en d Wft).

## 10.5 Koersgevoelige informatie

In *hoofdstuk 5* zijn de samenstellende onderdelen van het begrip ‘voorwetenschap’ onder de loep genomen. Omdat het begrip ‘voorwetenschap’ als omschreven in art. 5:53 lid 1 Wft niet alleen ten grondslag is gelegd aan de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen, maar ook aan het voor *insiders* geldende transactie- en tipverbod (art. 5:56 onderscheidenlijk art. 5:57 Wft) is onder meer nagegaan of dit begrip wel voldoende aansluit bij de eisen die aan de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen gesteld dienen te worden. Immers, het doel van de openbaarmakingsplicht is dat beleggers worden voorzien van actuele, volledige en betrouwbare informatie over de prestaties van en de ontwikkelingen bij de uitgevende instelling. Aldus worden beleggers in staat gesteld om goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. Dat is een geheel ander doel dan met het transactie- en het tipverbod wordt nagestreefd. In dat geval beogen de verbodsbepalingen tegen te gaan dat *insiders* op de effectenmarkt gebruik maken

van een informatievoorsprong door transacties in financiële instrumenten te verrichten of dat die informatievoorsprong door *insiders* met anderen wordt gedeeld zonder dat dit gerechtvaardigd wordt door de normale uitoefening van hun functie. Een dergelijke informatievoorsprong kan voor *insiders* ontstaan als gevolg van het feit dat informatie aan hen in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris van een uitgevende instelling – ter kennis is gekomen. Gelet op deze wezenlijk andere ratio ligt het niet voor de hand aan de omvang van deze informatievoorsprong al te hoge eisen te stellen. Het zal immers de bedoeling zijn een drempel voor *insiders* op te werpen om transacties in financiële instrumenten te verrichten indien en zodra een informatievoorsprong hen (of anderen na een tip van een *insider*) in staat stelt met meer kennis een transactie te verrichten.

Dat onderzoek is gedaan naar het gebruik van één en hetzelfde begrip ‘voorwetenschap’ in de regelgeving van zowel de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen als van het transactie- en het tipverbod, heeft ook nog een andere reden. Die reden is dat deze gelijkschakeling een trendbreuk betekende met de in het verleden in Europese richtlijnen ingeslagen weg, zonder dat de Europese wetgever daarvoor enige motivering, laat staan een deugdelijke, heeft gegeven.

Uit het verrichte onderzoek naar de samenstellende onderdelen van het begrip ‘voorwetenschap’ is meer dan eens de onbruikbaarheid van dit begrip in verband met de naleving van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen gebleken, indien althans met het gebruik van dit begrip ook beoogd zou worden de alom erkende doelstellingen van de openbaarmakingsplicht na te streven. Zo zal het gebruik van dit begrip uitgevende instellingen er bijvoorbeeld toe kunnen nopen informatie in een (te) vroeg stadium openbaar te maken. Informatie kan zeer wel voldoende concreet zijn voor een *insider* om met behulp van transacties in financiële instrumenten die informatie te gebruiken, maar nog onvoldoende concreet zijn om een verplichting tot openbaarmaking van die informatie door een uitgevende instelling te rechtvaardigen. Het gesignaleerde probleem wordt treffend geïllustreerd door de voorbeelden die CESR heeft gegeven van het begrip ‘concrete informatie’. Aan de ene kant noemt CESR het geval dat de informatie specifiek genoeg is om een redelijk handelende belegger in staat te stellen op basis van die informatie (nagenoeg) risicoloos een beleggingsbeslissing te laten nemen. Met het oog op de naleving van de openbaarmakingsplicht is dit voorbeeld zonder meer bruikbaar en ligt het ook in lijn met de wijze waarop het koersgevoeligsvereiste in een uitvoeringsrichtlijn van de Richtlijn marktmisbruik is omschreven. Waar echter CESR aan de andere kant als voorbeeld van ‘concrete informatie’ het geval noemt dat de informatie voldoende geschikt is om meteen op de effectenmarkt gebruikt te worden, begeeft zij zich op een gevaarlijk spoor. In dat geval zal de informatie onvoldoende specifiek zijn voor de redelijk handelende belegger om (nagenoeg) risicoloos een beleggingsbeslissing te nemen, maar wel voldoende specifiek voor professionele marktdeelnemers om daarvan meteen gebruik te kunnen maken door de inzet van bepaalde financiële instrumenten of handelsstrategieën. Hoewel dit voorbeeld goed bruikbaar is voor het gebruik dat van het

begrip ‘voorwetenschap’ kan worden gemaakt in verband met het transactie- of het tipverbod is het onbruikbaar in verband met de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Immers, bij een keuze uit twee gelijkwaardige maatstaven die beide bepalend kunnen zijn voor de naleving van de openbaarmakingsplicht zal de keuze noodzakelijkerwijs moeten vallen op de maatstaf waaraan het eerst zal worden voldaan en dat is de maatstaf die in het tweede door CESR gegeven voorbeeld gehanteerd moet worden. Een dergelijke keuze zou echter haaks staan op de maatstaf van de redelijk handelende belegger waarvoor in een uitvoeringsrichtlijn van de Richtlijn marktmisbruik is gekozen.

Een ander voorbeeld van de onbruikbaarheid van het gebruik van één en hetzelfde begrip is dat het mogelijk is dat koersgevoelige informatie openbaar is gemaakt (bijvoorbeeld door een niet toegestane wijze van openbaarmaking door de uitgevende instelling via een mededeling in de algemene vergadering of een interview in een krant), en dus geen grondslag meer kan vormen voor de toepassing van het transactieverbod, maar dat de uitgevende instelling nog wel haar openbaarmakingsplicht op de daarvoor voorgeschreven wijze zal moeten naleven.

In het onderzoek is bijzondere aandacht uitgegaan naar het koersgevoelighedsvereiste dat van het begrip ‘voorwetenschap’ prominent deel uitmaakt. Geëist wordt dat openbaarmaking van de informatie door de uitgevende instelling “significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten” (art. 5:53 lid 1 Wft). Gebleken is dat de wetgever voor de omschrijving van het koersgevoelighedsvereiste bewust geen aansluiting heeft gezocht bij de bewoordingen van de Richtlijn marktmisbruik, waarin over “aanzienlijke invloed” wordt gesproken, maar bij die van een uitvoeringsrichtlijn. In die uitvoeringsrichtlijn wordt het fenomeen van de redelijk handelende belegger geïntroduceerd. Informatie is volgens deze uitvoeringsrichtlijn koersgevoelig wanneer een redelijk handelende belegger daarvan waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren. De wetgever heeft aangenomen dat met deze begripsomschrijving een volledige uitwerking is gegeven aan de richtlijnneis, zodat het niet meer nodig is ook nog vast te stellen dat openbaarmaking van de bewuste informatie “aanzienlijke invloed” op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten zou kunnen hebben. Of die aanname wel verenigbaar is met de bedoeling van de Europese wetgever is vanwege het ontbreken van een heldere toelichting op de Richtlijn marktmisbruik niet vast te stellen. Ondertussen geven de doctrine, CESR en het Hof van Justitie van de Europese Unie *mixed messages* af over de beantwoording van deze belangwekkende vraag.

Mijn eigen visie hierop is dat de Europese wetgever zich op een heilloos spoor heeft begeven door de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen te koppelen aan de mogelijke invloed die openbaarmaking van informatie op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten zou kunnen hebben. Die beurskoers blijkt om diverse redenen niet altijd een betrouwbaar kompas te zijn voor het vaststellen van de ‘waarde’ die aan bepaalde

informatie over een uitgevende instelling moet worden toegekend. Bij de openbaarmakingsplicht dient het voor alles te gaan om het verschaffen van actuele, volledige en betrouwbare informatie die door beleggers waarschijnlijk relevant wordt gevonden voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Wanneer men dat doel voor ogen houdt, past bij een omschrijving van het koersgevoeligheidsvereiste zeker niet een eenzijdige focus op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Het fenomeen van de redelijk handelende belegger – ook al is de wijze waarop dat fenomeen in de uitvoeringsrichtlijn is omschreven omgeven met enkele onzekerheden die schuil gaan in het gebruik van vage aanduidingen als “waarschijnlijk” en “ten dele” – biedt daarentegen wel dat betrouwbare kompas om te bepalen welke informatie koersgevoelig is en dus openbaar gemaakt moet worden en wanneer dat dient te geschieden.

Soms zijn tegenstellingen minder groot dan zij op het eerste gezicht lijken of worden voorgesteld. Het is maar zeer de vraag of de tegenstelling tussen de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste langs de lijnen van het fenomeen van de redelijk handelende belegger dan wel van de invloed die mogelijk uitgaat op de beurskoers van financiële instrumenten 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 uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten? Of anders gezegd: hebben wij hier niet feitelijk van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille?

Mijn keuze voor het fenomeen van de redelijk handelende belegger als *de* maatstaf voor de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste heb ik ook nog onderbouwd met een wetsystematisch argument. Uit de wettelijke regelingen van het prospectus en het biedingsbericht komt een beeld naar voren dat – min of meer – diezelfde redelijk handelende belegger als maatstaf moet worden genomen bij het samenstellen van deze documenten. Niet goed te begrijpen valt waarom de norm voor openbaarmaking van koersgevoelige informatie dan opeens geheel anders en met een eenzijdige focus op de beurskoers zou moeten luiden.

Gelet op de bijzondere wijze waarop aan de openbaarmakingsplicht in art. 5:25i Wft inhoud en vorm is gegeven, heb ik bepleit dat aan uitgevende instellingen een zekere beoordelingsvrijheid wordt toegekend. Onder beoordelingsvrijheid wordt in dit verband verstaan dat een zekere mate van vrijheid aan uitgevende instellingen toekomt om vast te stellen of bepaalde informatie al dan niet voldoet aan de bestanddelen van koersgevoelige informatie als bedoeld in art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft. Een dergelijke beoordelingsvrijheid zou tevens impliceren dat terughoudendheid wordt betracht in het toezicht op de naleving en de handhaving van de openbaarmakingsplicht.

In hoofdstuk 5 is ook de uitstelregeling onderzocht. In uitzonderlijke gevallen is het de uitgevende instelling toegestaan te besluiten tot uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Daarvoor is vereist, dat: (i) het uitstel een rechtmatig

belang van de uitgevende instelling dient, (ii) van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is en (iii) de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen (art. 5:25i lid 3 Wft). Van elk van deze voorwaarden is de precieze betekenis nader vastgesteld en de functie van deze drie voorwaarden is kritisch tegen het licht gehouden. Naar mijn mening kunnen deze drie voorwaarden niet onafhankelijk van elkaar verklaard worden, maar dienen zij steeds in onderlinge samenhang te worden gezien. Zo zal de voorwaarde dat van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is inhoud en 'kleur' kunnen geven aan de eerste voorwaarde, inhoudende dat de uitgevende instelling een rechtmatig belang bij uitstel dient te hebben. Daarmee zullen sommige belangen niet eens meer kunnen kwalificeren als rechtmatig belang en zal die voorwaarde in een ander geval waar uitstel aanvankelijk rechtmatig is genomen een rol kunnen vervullen om te bepalen tot hoelang het uitstel mag voortduren. Verdedigd is verder dat de eerste voorwaarde van de uitstelregeling meer inhoudt dan een belangenafweging, in die zin dat het belang van de uitgevende instelling bij het tijdelijk achterhouden van bepaalde informatie afgewogen dient te worden tegen het belang van beleggers bij tijdige kennisneming van deze informatie. Om een beroep te kunnen doen op de uitstelregeling zal een uitgevende instelling een concreet en legitiem belang moeten hebben bij het nemen van uitstel van openbaarmaking. Dat belang dient voldoende zwaar te zijn om het primaat van de wettelijke openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft terzijde te kunnen stellen. Het enkele feit dat het een uitgevende instelling op enig moment (nog) niet uitkomt om negatieve bedrijfsinformatie openbaar te maken, kwalificeert mijns inziens niet als een rechtmatig belang.

Hoewel de Richtlijn marktmisbruik in een lidstaatoptie voorziet de melding van een door een uitgevende instelling genomen uitstel van openbaarmaking aan de bevoegde autoriteit voor te schrijven, is de Nederlandse wetgever hiertoe (nog) niet overgegaan. Hierdoor zal de AFM slechts achteraf kunnen toetsen of door de uitgevende instelling terecht een beroep is gedaan op de uitstelregeling en wordt ontdekking van een overtreding aan het toeval overgelaten. In deze studie is bepleit een dergelijke melding alsnog voor te schrijven, omdat een melding door een uitgevende instelling van een door haar genomen uitstelbesluit voor de AFM een nuttig instrument zal kunnen zijn om zo nodig proactief toezicht te houden op de naleving door de uitgevende instelling van de aan uitstel van openbaarmaking verbonden voorwaarden. De AFM zal daardoor 'op scherp' staan en zal – als daarvoor aanleiding bestaat – tijdig in kunnen grijpen. Zonder enige melding van de uitgevende instelling zal de AFM in elk geval niet goed in staat zijn om de ontwikkelingen op de beurs, zoals omzet- en koersontwikkelingen, op waarde te schatten. Bovendien geldt dat indien de AFM op enig moment signalen zou krijgen dat de aan de uitstelregeling verbonden voorwaarden niet worden nageleefd, als gevolg van de voorafgaande melding niet onnodig tijd verloren gaat met het door de AFM nog uit te voeren onderzoek.

Aangezien uit het onderzoek is gebleken dat aan het gebruik van het begrip 'voorwetenschap' in verband met de naleving van de openbaarmakingsplicht grote

bezwaren verbonden zijn, is aan het slot van hoofdstuk 5 de vraag nog onder ogen gezien op welke wijze deze bezwaren te redresseren zijn. Een oplossing zou bijvoorbeeld kunnen worden gevonden in het vervangen van het begrip ‘voorwetenschap’ door een ander begrip dat voortaan voor de naleving van de openbaarmakingsplicht wordt gebruikt. Overwogen zou kunnen worden om terug te keren naar de formuleringen uit de Noteringsrichtlijn, met een voorkeur voor de Engelse taalversie daarvan (“any major new developments”) (zie onder § 10.3). Deze oplossing geniet mijn voorkeur, maar vereist – vanwege de in de Richtlijn marktmissbruik tot uitgangspunt genomen volledige harmonisatie – wel dat de Europese wetgever daartoe eerst wetgevende stappen zet. Ook zou met behulp van een uitvoeringsrichtlijn op het tweede niveau van de Lamfalussy-procedure een meer op de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen toegesneden uitleg kunnen worden gegeven van het bestanddeel ‘concrete informatie’ dat onderdeel is van het begrip ‘voorwetenschap’. Een andere oplossing zou gelegen kunnen zijn in een verruimd gebruik dat van de uitstelregeling door uitgevende instellingen mag worden gemaakt. Met het verruimde gebruik dat dan van de uitstelregeling mag worden gemaakt, zou tot uitdrukking worden gebracht dat met het nemen van enig uitstel door de uitgevende instelling onder bijzondere omstandigheden een groter belang kan zijn gemoeid dan met een overhaast naleven van de openbaarmakingsplicht teneinde toch vooral maar te voorkomen dat de uitgevende instelling het risico zou lopen de openbaarmakingsplicht, doordat die gekoppeld is aan het begrip ‘voorwetenschap’, te overtreden. Een nadeel van deze oplossing is echter dat de zeggingskracht van de eerste voorwaarde van de uitstelregeling, inhoudende dat de uitgevende instelling een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking moet hebben, mogelijk te veel aan betekenis verliest. Een ander nadeel is dat het begrip ‘voorwetenschap’ als grondslag voor de naleving van de openbaarmakingsplicht hierdoor op een gekunstelde manier gedenatureerd zou worden. Als gezegd, mijn voorkeur gaat uit naar de eerste oplossing door ofwel op het eerste niveau van de Lamfalussy-procedure dan wel op het tweede niveau een meer op de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen aangepaste begripsomschrijving te formuleren.

### 10.6 Staalkaart van koersgevoelige informatie

Zonder daarbij naar volledigheid te streven, is in *hoofdstuk 6* een staalkaart van koersgevoelige informatie gepresenteerd. Uit dit overzicht is gebleken dat het begrip ‘koersgevoelige informatie’ niet te vangen is in een eenvoudige formule. Met behulp van de feiten en omstandigheden van elk individueel geval zal gepoogd moeten worden lastige vragen, zoals welke informatie koersgevoelig is en wanneer deze informatie openbaar moet worden gemaakt, te beantwoorden. Maatstaf voor de beantwoording van deze vragen is het oordeel van de redelijk handelende belegger. Informatie die waarschijnlijk door deze maatman relevant wordt gevonden voor het nemen van beleggingsbeslissingen – dat wil in het jargon zeggen: *to buy, hold or*



*sell* – is koersgevoelig en zal door uitgevende instellingen door middel van onder meer een persbericht onverwijld openbaar gemaakt moeten worden. Daarbij zal het gaan om nog niet eerder door de uitgevende instelling openbaar gemaakte informatie die voor het beleggend publiek een beeld geeft van of inzicht biedt in de prestaties en de vooruitzichten van de uitgevende instelling of in belangrijke feiten of gebeurtenissen rondom de uitgevende instelling die met die prestaties en/of vooruitzichten verband houden of daarop invloed kunnen uitoefenen.

Uitgaande van de in de staalkaart gegeven reeks van voorbeelden van koersgevoelige informatie is niet gebleken dat deze maatstaf voor uitgevende instellingen onwerkbaar zou zijn. Sommige voorbeelden zijn eenvoudig en dadelijk te herkennen. Dat geldt bijvoorbeeld voor feiten en gebeurtenissen die het directe gevolg zijn van door uitgevende instellingen zelf genomen besluiten, zoals een wijziging in de samenstelling van het bestuur en/of de raad van commissarissen, een reorganisatie of een wijziging in de financieringsstructuur van de onderneming. Gebleken is dat ten aanzien van een aantal lastiger voorbeelden – zoals bijvoorbeeld winstwaarschuwingen of geruchten – enkele algemeen geldende gezichtspunten geformuleerd kunnen worden. Op weer andere terreinen – zoals overnames en samenwerkingsverbanden – blijken niet of nauwelijks problemen te spelen bij de hantering van het begrip ‘koersgevoelige informatie’, omdat uitgevende instellingen gewoonlijk een beroep kunnen doen op de uitstelregeling totdat de *deal* (nagenoeg) is gedaan.

Belangwekkend is verder nog te constateren dat van uitgevende instellingen in bijzondere situaties een zogeheten *early warning* verwacht mag worden. Uit enkele adviezen van de voormalige Adviescommissie Fondsenreglement van Euronext Amsterdam, die hun betekenis onder het nieuwe regime hebben behouden, kan worden afgeleid dat uitgevende instellingen bij bijvoorbeeld onverwachte tegenvallers (of meevallers) verplicht zijn een mededeling in algemene bewoordingen te doen. Een dergelijke mededeling kan niet worden opgehouden omdat nog niet alle feiten *en detail* bekend zijn of de uitgevende instelling nog niet weet welke remedies denkbaar zijn om het ongunstige tij eventueel te keren. Als bijvoorbeeld voor de uitgevende instelling voldoende duidelijk is dat de resultaatsontwikkeling significant achterblijft bij (of significant beter is dan) een eerder afgegeven prognose of in het verleden behaalde resultaten dan wel dat sprake is van een bijzonder incident met significante gevolgen voor de resultaten en/of het vermogen van de uitgevende instelling, dan zal de uitgevende instelling onverwijld met een persbericht uit moeten komen. Eenzelfde *early warning* zal moeten worden gegeven ingeval een (waarschijnlijk) omvangrijke fraude is ontdekt. Ook dan kan de uitgevende instelling zich er niet achter verschuilen dat de omvang van de fraude nog niet helemaal bekend is.

Gesignaleerd is verder dat persberichten een beperkt inzicht bieden in de redenen waarom een uitgevende instelling geoordeeld heeft dat bepaalde informatie koersgevoelig is, welke relevantiestandaard daarbij is aangelegd en hoe de uitgevende instelling is omgegaan met de *timing* van het persbericht. In die zin hebben de door

mij onderzochte en beschreven voorbeelden een beperkte gebruikswaarde. Elk nadeel heeft echter zijn voordeel. Zo ook in dit geval. Uit de onderzochte gevallen blijkt namelijk dat uitgevende instellingen er duidelijk voor blijken te kiezen om persberichten uit te geven wanneer een coherente boodschap over een bepaalde situatie of gebeurtenis bij de uitgevende instelling te melden is. Daarom zou de openbaarmakingsplicht mijns inziens in beginsel ook moeten gelden voor belangrijke feiten en gebeurtenissen (beter gezegd: *major new developments*) waarover met een zekere mate van precisie een eenduidige boodschap is te verkondigen. In aansluiting op de slotsom van hoofdstuk 5, waarin na een analyse van de samenstellende onderdelen van het begrip ‘voorwetenschap’ als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft geconcludeerd is dat dit begrip onbruikbaar is in verband met de naleving door uitgevende instellingen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie, kan thans geconstateerd worden dat die conclusie ook door uitgevende instellingen in de praktijk getrokken blijkt te zijn.

Ten slotte blijkt uit de gepresenteerde staalkaart dat op steeds meer terreinen allerlei transparantiebevorderende voorschriften worden uitgevaardigd. Dergelijke voorschriften worden niet alleen aan uitgevende instellingen opgelegd, maar in toenemende mate ook aan houders van een substantiële deelneming in een uitgevende instelling. Lang niet altijd staan deze transparantiebevorderende voorschriften in het teken van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Ook hedendaagse inzichten in goede corporate governance leiden ertoe dat transparantiebevorderende voorschriften aan diverse marktdeelnemers worden opgelegd.

### 10.7 Wijze van openbaarmaking van koersgevoelige informatie

In *hoofdstuk 7* is voorop gesteld dat de wijze waarop de openbaarmaking van koersgevoelige informatie georganiseerd wordt, mede bepalend is voor de mate waarin de met de naleving van de openbaarmakingsplicht gemoeide doelstellingen worden gerealiseerd. Met het oog op deze doelstellingen zouden wellicht zelfs in abstracte termen materiële en formele eisen gesteld kunnen worden aan de wijze van openbaarmaking van deze voor beleggers zo relevante informatie. Omdat de door de uitgevende instelling openbaar te maken informatie volledig en juist dient te zijn, alsook begrijpelijk moet zijn voor beleggers, is het voorstelbaar dat materiële eisen worden gesteld aan bijvoorbeeld de bewoordingen van een persbericht, de wijze waarop een boodschap in een persbericht moet worden gepresenteerd en de taal of de talen waarin een persbericht moet worden verwoord. Daarnaast zouden als formele eisen aan de wijze van openbaarmaking kunnen worden gesteld dat koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling zo spoedig mogelijk aan beleggers beschikbaar gesteld dient te worden en dat zo veel mogelijk beleggers gelijktijdig over dezelfde informatie van de uitgevende instelling moeten kunnen beschikken. Het is tegen deze achtergrond dat de onderscheiden instrumenten die



deel uitmaken van het voor art. 5:25i Wft geldende openbaarmakingsregime beoordeeld dienen te worden.

In eerste instantie zal aan de daadwerkelijke openbaarmaking van koersgevoelige informatie een intern proces vooraf gaan waarin door de uitgevende instelling moet worden vastgesteld of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is, en mocht dat het geval zijn, *wanneer* deze informatie dan openbaar moet worden gemaakt. Teneinde deze vragen te kunnen beantwoorden, is het nodig om de voor de bedrijfsvoering van de uitgevende instelling relevante feiten vast te stellen, deze te verzamelen en te interpreteren, zodat daaruit vervolgens conclusies kunnen worden getrokken. Dit uit verschillende fases bestaande interne proces zal door de uitgevende instelling georganiseerd dienen te worden. Daartoe zal de uitgevende instelling dit proces – uiteraard voor zover mogelijk – dienen te formaliseren, zodat niets aan het toeval wordt overgelaten. Nagegaan is op welke wijze uitgevende instellingen hieraan uitvoering zouden kunnen geven.

Het vertrekpunt is dat het bestuur van de uitgevende instelling verantwoordelijk is voor de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Gesignaleerd is echter dat de raad van commissarissen (of de auditcommissie daaruit) en de externe accountant ten aanzien van persberichten waarin financiële informatie is opgenomen volgens de Corporate Governance Code ook een bijzondere verantwoordelijkheid hebben. Teneinde zijn verantwoordelijkheid voor de naleving van de openbaarmakingsplicht waar te kunnen maken, is het bestuur gehouden interne procedures in te stellen en te handhaven die ervoor zorgen dat de voor de openbaarmakingsplicht relevante informatie zo spoedig mogelijk bij het bestuur bekend wordt. Instrumenteel daarbij zou – in het voetspoor van de *Sarbanes-Oxley Act* – het instellen van een *disclosure committee* kunnen zijn. Tot de taken van het *disclosure committee* behoren het verzamelen en beoordelen van informatie die in aanmerking komt om door de uitgevende instelling openbaar gemaakt te worden. Op basis van de uitkomsten daarvan dient het bestuur van de uitgevende instelling geadviseerd te worden over de naleving van de openbaarmakingsplicht. Het *disclosure committee* zou verder op gezette tijden eerdere publicaties van de uitgevende instelling dienen te beoordelen teneinde te bepalen of de daarin voorkomende informatie geactualiseerd dan wel gecorrigeerd dient te worden. Met het oog op het bevorderen van de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zouden ook andere maatregelen getroffen kunnen worden. Te noemen zijn in dit verband onder meer: *the right tone at the top*, een zichtbare betrokkenheid van het bestuur bij de werkzaamheden van het *disclosure committee*, schriftelijke vastlegging van de hiervoor bedoelde procedures, centrale coördinatie van de taken ten aanzien van de naleving van de openbaarmakingsplicht en het formuleren en zo nodig publiceren van een openbaarmakingsbeleid door de uitgevende instelling.

Uitgangspunt is dat de openbaarmakingsplicht van de uitgevende instelling op grond van art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft slechts ontstaat indien zij bekend is

met de openbaar te maken koersgevoelige informatie. Ter disculpatie van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht kan het bestuur zich mijns inziens niet al te gauw beroepen op onbekendheid met bepaalde koersgevoelige informatie. Gewezen is op de mogelijkheid om bekendheid van de uitgevende instelling met bepaalde informatie te construeren, ofwel door het aannemen van fictieve kennis van de uitgevende instelling, ofwel door de toerekening van kennis van bepaalde functionarissen aan de uitgevende instelling als zodanig.

Uitgevende instellingen zijn wettelijk verplicht bepaalde maatregelen te nemen die ertoe kunnen bijdragen dat de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie gewaarborgd blijft tot aan het moment waarop de uitgevende instelling deze informatie openbaar maakt. Tot de hier bedoelde maatregelen behoren de insiderlijst en – in een iets verder verwijderd verband – het insiderreglement. De insiderlijst is een door de uitgevende instelling op te stellen lijst waarop de personalia van personeelsleden worden opgenomen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van koersgevoelige informatie. Deze lijst kan nuttig zijn om de stroom van als koersgevoelige informatie aan te merken informatie onder controle te houden. In het insiderreglement – waarvoor overigens geen uitdrukkelijke grondslag in de Richtlijn marktmisbruik valt aan te wijzen – dienen regels gesteld te worden voor bestuurders, commissarissen en werknemers ten aanzien van het bezit van en transacties in op de uitgevende instelling betrekking hebbende aandelen of in daarvan afgeleide financiële instrumenten.

In tweede instantie gaat het erom dat koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling zo spoedig mogelijk toegankelijk wordt gemaakt voor een ieder die van deze informatie kennis wenst te nemen. In de wet is een algemene regeling getroffen voor de wijze waarop ‘gereguleerde informatie’ – waartoe koersgevoelige informatie mede gerekend wordt – algemeen verkrijgbaar dient te worden gesteld (in deze studie verder aangeduid als: openbaarmaken) en bovendien gedeponeerd dient te worden bij een instantie die zorg draagt voor de centrale opslag daarvan. De werkingssfeer van deze algemene regeling voor de openbaarmaking van koersgevoelige informatie is beperkt tot uitgevende instellingen die Nederland als lidstaat van herkomst hebben en waarvan financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit in Nederland. Nederland is de lidstaat van herkomst voor uitgevende instellingen met een zetel in Nederland die aandelen of obligaties met een kleinere nominale waarde per obligatie dan € 1.000 hebben uitgegeven.

Ten behoeve van de openbaarmaking van koersgevoelige informatie moeten door de uitgevende instelling diverse instrumenten ingezet worden. In de eerste plaats dient de uitgevende instelling onverwijld een persbericht uit te brengen dat gelijktijdig uitgebracht dient te worden in Nederland alsmede in elke andere lidstaat waar de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten met haar instemming tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (art. 5:25m lid 2 Wft). Gebleken is dat dit wettelijk voorschrift onderdeel is van een inmiddels niet meer geldend en verouderd openbaarmakingsregime dat van voor

de totstandkoming van de Transparantierichtlijn dateert. Mijns inziens wordt door de Transparantierichtlijn vereist dat een uitgevende instelling een persbericht uitbrengt door dit aan media ter beschikking te stellen waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zorg kunnen dragen voor een snelle en doeltreffende verspreiding van het bericht in de Europese Unie en ten slotte dat het bericht zoveel mogelijk gelijktijdig toegankelijk is voor beleggers in de Europese Unie.

In de tweede plaats dient de uitgevende instelling het bericht met koersgevoelige informatie, gelijktijdig met het uitbrengen van het persbericht, op haar *corporate website* te plaatsen. De uitgevende instelling dient deze informatie gedurende ten minste een jaar op deze website toegankelijk te houden. De beperkingen die inherent aan het gebruik van een persbericht zijn verbonden, zullen in belangrijke mate gecompenseerd kunnen worden door plaatsing van het bericht op de website van de uitgevende instelling. Met de plaatsing van een bericht op de website zullen beleggers in staat gesteld worden kennis te nemen van het integrale persbericht en zonder dat daarvoor nog de tussenkomst van een intermediair vereist is. Eén van de met de openbaarmakingsplicht nagestreefde doeleinden – te weten de onverwijld toegankelijkheid van het bericht voor alle beleggers – komt daarmee dichterbij. Teneinde beleggers te attenderen op de beschikbaarheid van nieuwe informatie zou de uitgevende instelling haar website nog kunnen voorzien van een *investor alert*.

In de derde plaats ten slotte dient de uitgevende instelling de AFM gelijktijdig met de openbaarmaking door middel van het uitbrengen van een persbericht op de hoogte te stellen van deze informatie. Aldus wordt de AFM als zogeheten *Officially Appointed Mechanism* (OAM) in staat gesteld ervoor zorg te dragen dat deze melding van koersgevoelige informatie onverwijld in het door haar onderhouden openbaar register wordt ingeschreven. Deze gegevens dienen gedurende ten minste vijf jaar geraadpleegd te kunnen worden. De functie van het opnemen van koersgevoelige informatie in een openbaar register dient in dit geval overigens veeleer gezocht te worden in opslag van deze informatie dan in een bepaalde wijze van openbaarmaking. Reden daarvoor is dat de AFM de melding pas opneemt in het openbaar register nadat zij heeft vastgesteld dat het persbericht door de uitgevende instelling openbaar is gemaakt en – volgens de in een AMvB opgenomen uitvoeringsregelgeving – uiterlijk binnen vijf werkdagen na ontvangst van de melding van koersgevoelige informatie. Deze *timing* staat overigens op gespannen voet met de wettelijke verplichting van de AFM de van de uitgevende instelling ontvangen melding onverwijld in het openbaar register in te schrijven. Het einddoel in Europees verband is de ontwikkeling van een elektronisch netwerk dat de verschillende nationale opslagmechanismen van de lidstaten met elkaar verbindt, zodat beleggers op één centrale plaats eenvoudig toegang kunnen verkrijgen tot informatie over alle uitgevende instellingen uit de gehele Europese Unie. Zover is het nog lang niet. Beleggers moeten voorlopig nog steeds verschillende nationale registers raadplegen waarin koersgevoelige informatie van uitgevende instellingen is opgeslagen.

## 10.8 Selectieve openbaarmaking van (koersgevoelige) informatie

*Hoofdstuk 8* heeft als onderwerp de selectieve contacten die uitgevende instellingen met diverse marktdeelnemers plegen te onderhouden, zoals beleggingsanalisten en institutionele beleggers. Het fenomeen selectieve contacten lijkt thans zo wijd verbreid te zijn en deze contacten worden door uitgevende instellingen op een zo grote schaal onderhouden dat inmiddels gevoeglijk van een gevestigde marktpraktijk kan worden gesproken. Desondanks behoeven dergelijke contacten mijns inziens bijzondere aandacht, omdat een fundamenteel uitgangspunt van de wettelijke regeling ten aanzien van de door uitgevende instellingen aan de effectenmarkt te verschaffen informatie is dat dezelfde informatie gelijktijdig ten behoeve van de gehele effectenmarkt openbaar gemaakt dient te worden. Hoe dient over deze ontwikkeling geoordeeld te worden in het licht van voormeld uitgangspunt?

Alvorens deze vraag te beantwoorden, is in het eerste deel van hoofdstuk 8 de wettelijke regeling van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie aan een nader onderzoek onderworpen. Nauwgezet het voetspoor volgend van *Regulation Fair Disclosure* (FD), dat onderdeel is van de federale effectenwetgeving van de USA, is in art. 6 lid 3 van de Richtlijn marktmisbruik en in art. 5:25i lid 5 Wft een bijzondere voorziening opgenomen voor het geval koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling selectief aan een derde is of wordt verstrekt. In dat geval ontstaat alsnog een bijzondere openbaarmakingsplicht voor de uitgevende instelling waarvan de naleving afhankelijk is gesteld van de wijze waarop de informatie aan de betrokken derde is of wordt verstrekt: ofwel doelbewust, ofwel niet doelbewust. Openbaarmaking van selectief verstrekte informatie moet gelijktijdig plaatsvinden indien de informatieverstrekking aan een derde doelbewust plaatsvindt of onverwijld daarna indien de koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling niet doelbewust aan een derde is verstrekt. In art. 5:25i lid 6 Wft is verder nog bepaald dat deze voor uitgevende instellingen geldende bijzondere openbaarmakingsplicht niet van toepassing is, indien de persoon aan wie de informatie wordt medegedeeld ter zake daarvan gehouden is tot geheimhouding.

Uit een analyse van de totstandkomingsgeschiedenis van *Regulation FD* is gebleken dat deze regeling een bijzondere achtergrond heeft. Teneinde de als ongewenst beschouwde praktijk van selectieve openbaarmaking van *material nonpublic information* te bestrijden, was het nodig dat de SEC “a novel and bold idea” ontwikkelde. Reden daarvoor was dat aan de federale effectenwetgeving van de USA een *general rule of nondisclosure* ten grondslag ligt. Bovendien zou de Amerikaanse voorwetenschapswetgeving vermoedelijk geen ruimte bieden om deze marktpraktijk te bestrijden. De vondst van de SEC bestond in dit geval uit het creëren van een bijzondere openbaarmakingsplicht voor het geval door een uitgevende instelling koersgevoelige informatie aan één of meer marktdeelnemers selectief is of wordt verstrekt. Deze bijzondere openbaarmakingsplicht is opgenomen in *Regulation FD* en heeft de Europese wetgever vervolgens tot voorbeeld

gestrekt bij het ontwerpen van de Richtlijn marktmisbruik. Als gezegd, is het omzettingresultaat daarvan te vinden in art. 5:25i lid 5 en 6 Wft.

Ingeval bepalingen die afkomstig zijn uit buitenlandse wetgeving één-op-één in onze nationale wetgeving worden overgenomen zonder dat daarbij acht wordt geslagen op de bijzondere achtergrond van deze bepalingen, ontstaat een reëel risico dat bepalingen anders uitpakken dan oorspronkelijk was bedoeld of zelfs onbegrijpelijk worden. Dat risico blijkt zich ook daadwerkelijk te hebben gematerialiseerd in art. 5:25i lid 5 Wft. Zo valt niet aanstonds in te zien waarom het nodig is in art. 5:25i lid 5 Wft een bijzondere openbaarmakingsplicht te creëren voor het geval de uitgevende instelling selectief koersgevoelige informatie verstrekt indien op grond van art. 5:25i lid 2 Wft al een algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bestaat. Is een dergelijke openbaarmakingsplicht in ons wettelijk stelsel eigenlijk niet overbodig? Immers, op grond van art. 5:25i lid 2 Wft is de uitgevende instelling – behoudens de toepasselijkheid van de uitstelregeling – reeds verplicht om informatie onverwijld openbaar te maken indien en zodra deze informatie aan de bestanddelen van voorwetenschap als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft voldoet en rechtstreeks op haar betrekking heeft. Met het karakter van een dergelijke permanente algemene openbaarmakingsplicht lijkt niet goed verenigbaar dat de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling op eigen initiatief verlegd zou kunnen worden naar het moment waarop zij zelf besluit koersgevoelige informatie selectief openbaar te maken.

Gelet op het wettelijk stelsel ben ik dan ook van oordeel dat de eerste zin van art. 5:25i lid 5 Wft – dat gelijktijdige openbaarmaking voorschrijft ingeval koersgevoelige informatie doelbewust selectief wordt verstrekt – geen andere betekenis heeft dan de in art. 5:25i lid 2 Wft neergelegde verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Deze eerste zin is door de wetgever blindelings uit *Regulation FD* overgenomen zonder dat de wetgever zich er rekenschap van heeft gegeven dat die openbaarmakingsplicht in de federale effectenwetgeving van de USA alleen maar gecreëerd moest worden vanwege het haaks op onze eigen wetgeving staande uitgangspunt van een *general rule of nondisclosure*. Zonder bezwaar kan de eerste zin van art. 5:25i lid 5 Wft mijns inziens geschrapt worden.

In het wettelijk stelsel vervult de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft een bijzondere functie. Volgens de tweede zin ontstaat een onverwijld openbaarmakingsplicht voor de uitgevende instelling nadat zij eerst niet doelbewust koersgevoelige informatie aan een derde heeft verstrekt. In de eerste plaats geldt voor deze bijzondere openbaarmakingsplicht dat de uitgevende instelling daaraan slechts bescherming kan ontnemen voor zover het informatie betreft die niet reeds bestreken wordt door de algemene openbaarmakingsplicht. De achtergrond van deze beperking is gelegen in het primaat dat aan de algemene openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 2 Wft behoort toe te komen. Immers, een uitgevende instelling kan in ons wettelijk stelsel niet op eigen initiatief de naleving van de openbaarmakingsplicht verleggen naar het moment waarop zij koersgevoelige informatie selectief aan

een derde verstrekt. In de tweede plaats geldt voor de bijzondere situatie dat de uitgevende instelling deze koersgevoelige informatie – waarvoor dus niet eerder een openbaarmakingsplicht heeft gegolden – niet doelbewust selectief openbaar heeft gemaakt, dat de tweede zin van art. 5:25i lid 5 de uitgevende instelling een tweede kans biedt om overtreding van art. 5:25i lid 2 Wft te voorkomen. Hoewel in het geval van een niet doelbewuste selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie art. 5:25i lid 2 Wft door de uitgevende instelling wordt overtreden, zullen de daaraan verbonden gevolgen niet intreden indien de uitgevende instelling zich alsnog deugdelijk kwijt van haar onverwijld openbaarmakingsplicht op grond van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft. Uit de wetsgeschiedenis valt overigens niet op te maken dat de wetgever zich van deze bijzondere functie van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft bewust is geweest. Met het aan banden leggen van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie – en daar was het de wetgever blijkens de wetsgeschiedenis om te doen – heeft deze tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft in elk geval niets van doen. Paradoxaal is dan ook dat effectieve bestrijding van selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie in dit geval slechts gediend zou zijn met het eveneens schrappen van de tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft.

De bijzondere openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 5 Wft lijdt uitzondering indien de uitgevende instelling in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie koersgevoelige informatie meedeelt aan een derde en de betrokken derde ter zake daarvan gehouden is tot geheimhouding (art. 5:25i lid 6 Wft). Deze voorziening maakt het mogelijk dat in bijzondere situaties koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld door de uitgevende instelling met bijvoorbeeld bepaalde (groot)aandeelhouders met het oog op het aangaan van een majeure transactie of het nemen van een ingrijpend strategisch besluit. Pleitbaar is mijns inziens dat een geheimhoudingsovereenkomst ook kan worden gesloten nadat de bewuste informatie aan een derde reeds is verstrekt.

Ten onrechte wordt in art. 5:25i lid 6 Wft bepaald dat uitsluitend art. 5:25i lid 5, eerste volzin Wft – dat wil zeggen: de situatie dat de uitgevende instelling doelbewust koersgevoelige informatie aan een derde mededeelt – niet van toepassing is indien de persoon aan wie de koersgevoelige informatie wordt medegedeeld ter zake daarvan gehouden is tot geheimhouding. In overeenstemming met art. 6 lid 3, tweede alinea van de Richtlijn marktmisbruik lijdt de bijzondere openbaarmakingsplicht uitzondering bij zowel een doelbewuste als een niet-doelbewuste selectieve verstrekking van koersgevoelige informatie ingeval een geheimhoudingsovereenkomst wordt gesloten. Hier is sprake van een misslag van de wetgever.

In het tweede deel van hoofdstuk 8 is vervolgens tegen de achtergrond van het voor de informatieverstrekking door uitgevende instellingen geldende gelijkheidsbeginsel de focus gericht op de contacten die uitgevende instellingen plegen te onderhouden met beleggingsanalisten en institutionele beleggers.

Zo is bijvoorbeeld gepoogd enkele richtsnoeren te formuleren waarmee uitgevende instellingen in hun contacten met beleggingsanalisten rekening dienen te



houden teneinde te voorkomen dat op een ongeoorloofde wijze koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld. Aan de orde zijn achtereenvolgens gekomen: het screenen van de gespreksonderwerpen op koersgevoeligheid, de geoorloofdheid van het geven van *guidance* aan beleggingsanalisten, het geven van een toelichting op of een verdieping van een persbericht en de zogeheten mozaïektheorie. Deze theorie gaat ervan uit dat het een beleggingsanalist is toegestaan om informatie te gebruiken die uit diverse bronnen afkomstig is en daarbij mag de beleggingsanalist ook putten uit door de uitgevende instelling verstrekte informatie indien deze althans *immaterial* is. Het wordt zelfs toelaatbaar geacht dat de beleggingsanalist met behulp van de door de uitgevende instelling verstrekte informatie in staat is een mozaïek te leggen dat uiteindelijk in zijn geheel gezien *material nonpublic information* kan opleveren.

Aangezien de Corporate Governance Code als principe formuleert dat het bestuur van de uitgevende instelling de contacten met beleggingsanalisten zorgvuldig dient te behandelen en te structureren, ligt daaraan de premisse ten grondslag dat het onderhouden van dergelijke contacten geoorloofd is en dat het gelijkheidsbeginsel daarvoor niet – althans niet zonder meer – een beletsel vormt. Het principe van zorgvuldige behandeling en structurering van de selectieve contacten met beleggingsanalisten is vervolgens in de Code uitgewerkt in een viertal best practice-bepalingen. Als best practice-bepaling geldt in de eerste plaats dat de uitgevende instelling een zekere transparantie dient te betrachten ten aanzien van het onderhouden van selectieve contacten; analistenbijeenkomsten en presentaties dienen vooraf via de website van de uitgevende instelling en persberichten aangekondigd te worden. Ook dienen alle aandeelhouders deze bijeenkomsten en presentaties gelijktijdig te kunnen volgen door middel van *webcasting*, telefoonlijnen of anderszins en de gegeven presentaties dienen na afloop van de bijeenkomst op de website van de uitgevende instelling geplaatst te worden. Een volgende best practice-bepaling luidt dat analistenrapporten en taxaties niet vooraf door de uitgevende instelling worden beoordeeld, van commentaar voorzien of gecorrigeerd anders dan op feitelijkheden. Die correctiemogelijkheid op feitelijkheden houdt verband met een zekere verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling voor de juistheid van de informatie die over haar wordt verstrekt. Een andere best practice-bepaling houdt in dat de uitgevende instelling geen vergoedingen mag verstrekken aan partijen voor het verrichten van onderzoek ten behoeve van analistenrapporten, noch voor de vervaardiging of publicatie van analistenrapporten (met uitzondering van *credit rating agencies*). Op grond van de vierde en laatste best practice-bepaling mogen analistenbijeenkomsten en presentaties vanzelfsprekend niet plaatsvinden in een korte periode voor de publicatie van periodieke financiële informatie (de zogeheten *quiet period*).

Ten slotte is als principe in de Code nog geformuleerd dat het niet is toegestaan dat het bestuur van de uitgevende instelling handelingen verricht die de onafhankelijkheid van beleggingsanalisten ten opzichte van de uitgevende instelling en vice versa aantasten. Zo is het bijvoorbeeld niet toegestaan koersgevoelige informatie als

ruilmiddel te gebruiken om analisten gunstig te stemmen of om kritische beleggingsanalisten de toegang tot analistenbijeenkomsten of presentaties of spreekrecht te ontzeggen.

Ook ten aanzien van de selectieve contacten die uitgevende instellingen plegen te onderhouden met institutionele beleggers is gepoogd richtsnoeren te formuleren voor de omgang met koersgevoelige informatie. Gebleken is namelijk dat op geregelde basis aan institutionele beleggers een toelichting wordt gegeven op de periodieke financiële informatie waardoor een beter inzicht ontstaat in de *performance* en de vooruitzichten van uitgevende instellingen. Ook het buiten het verband van de algemene vergadering van aandeelhouders om voeren van een continue en constructieve dialoog over koersgevoelige onderwerpen, zoals de strategie of de dividendpolitiek, lijkt inmiddels een gebruikelijke marktpraktijk te zijn geworden. Aan de keerzijde van deze selectieve contacten wordt in het debat mijns inziens nog steeds te weinig aandacht besteed. Welke gevolgen heeft deze praktijk voor het verruimen van marktdeelnemers die worden buitengesloten van een dergelijke toelichting of dialoog en die over de inhoud of het verloop daarvan niet of nauwelijks geïnformeerd worden? Wordt het vertrouwen van deze marktdeelnemers in een eerlijke gang van zaken bij het onderhouden van selectieve contacten niet (te) zwaar op de proef gesteld? Voorkomen dient te worden dat door uitgevende instellingen uitsluitend nog lippendienst wordt bewezen aan het fundamentele beginsel van gelijke behandeling van aandeelhouders bij informatieverschaffing. Daarom is een aantal spelregels voor selectieve contacten – zoals een door uitgevende instellingen op te stellen beleid op hoofdlijnen inzake selectieve contacten, het bieden van transparantie en het afleggen van verantwoording over de onderhouden selectieve contacten en een verbetering van de kwaliteit van de informatievoorziening door uitgevende instellingen naar aanleiding van de onderhouden selectieve contacten – in kaart gebracht en kritisch besproken. Voor het opstellen en naleven van dit soort spelregels is alle aanleiding nu, waar het de informatie-uitwisseling door uitgevende instellingen betreft, de uitzondering op het gelijkheidsbeginsel opeens de hoofdregel lijkt te zijn geworden.

## 10.9 Toezicht en handhaving

*Hoofdstuk 9* handelt over het sluitstuk van de wettelijke regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie: het thema ‘toezicht en handhaving’.

Het toezicht op de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is – als onderdeel van het gedragstoezicht – in handen gelegd van de AFM. Vanzelfsprekend laat het toezicht van de AFM de eigen verantwoordelijkheid van de uitgevende instelling voor de naleving van de openbaarmakingsplicht onverlet. Hoewel de AFM een privaatrechtelijke instelling is in de rechtsvorm van een stichting, kwalificeert zij als een bestuursorgaan als bedoeld in de Algemene wet bestuursrecht. Het gevolg hiervan is dat de invloed van diverse



bepalingen uit de Algemene wet bestuursrecht zich doet gelden op het terrein van bijvoorbeeld de voorbereiding van besluiten, het beschikbare toezichts- en handhavingsinstrumentarium en rechtsbescherming. Het is om die reden dat in deze studie ook enige aandacht is besteed aan enkele kernbegrippen van de Algemene wet bestuursrecht, te weten de begrippen ‘besluit’ en ‘belanghebbende’.

Het meest kenmerkende van het toezicht, zoals dat door de AFM op de naleving van de openbaarmakingsplicht door uitgevende instellingen wordt uitgeoefend, is dat dit toezicht veelal pas achteraf kan plaatsvinden. De AFM zal gewoonlijk pas in actie kunnen komen nadat een overtreding van de openbaarmakingsplicht heeft plaatsgevonden en de AFM daarop wordt geattendeerd door bijvoorbeeld een voor de markt verrassend persbericht van een uitgevende instelling of hardnekkige geruchten in de markt over een bepaalde op handen zijnde ontwikkeling bij een uitgevende instelling, al dan niet in combinatie met opmerkelijke koers- en omzetbewegingen. In al deze gevallen is overtreding van de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling dan mogelijk al een gegeven. Het toezicht van de AFM op de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is daarmee incidentgedreven en reactief van aard.

Dat de AFM gewoonlijk pas achteraf toezicht kan uitoefenen op de naleving van de openbaarmakingsplicht is het logische gevolg van het feit dat de wijze waarop uitgevende instellingen zich van de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kwijten, grotendeels aan het zicht van de AFM is onttrokken. Weliswaar kan de AFM constateren dat koersgevoelige informatie openbaar is gemaakt, maar zij zal pas achteraf in staat zijn om vast te stellen of de uitgevende instelling dat ook tijdig heeft gedaan en dat veelal alleen nog in het geval dat het persbericht op een of andere manier de aandacht heeft getrokken. Laat de uitgevende instelling na de bewuste informatie openbaar te maken, dan zal de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht gewoonlijk geheel aan de waarneming van de AFM onttrokken zijn. Niet onbelangrijk in dit verband is dat het de AFM onder vigeur van het huidige wettelijk regime zelfs ontbreekt aan adequate instrumenten om *vooraf* toezicht te kunnen houden op het gebruik dat door uitgevende instellingen wordt gemaakt van de mogelijkheid om de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. Voorgesteld is daarom dat de Nederlandse wetgever gebruik maakt van de lidstaatoptie uit de Richtlijn marktmisbruik, zodat uitgevende instellingen de AFM voortaan in kennis moeten stellen van een genomen uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie (zie ook § 10.5).

Bij de uitoefening van het toezicht zou de AFM mijns inziens meer ruchtbaarheid aan lopende onderzoeken mogen geven, indien althans serieus te nemen aanwijzingen bestaan dat een uitgevende instelling de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie heeft overtreden. De wettelijke geheimhoudingsplicht van de AFM zou daaraan niet in de weg hoeven te staan, omdat betoogd kan worden dat de bekendmaking daarvan voor de uitvoering van dit essentiële onderdeel van het gedragstoezicht door de AFM wordt geëist. Een dergelijke mededeling van de AFM

kan neutraal zijn, in die zin dat vermeld wordt dat het gaat om een onderzoek waarvan de resultaten nog niet bekend zijn.

Ten behoeve van het toezicht kunnen de AFM en de door haar aangewezen toezichtsmedewerkers alle hun op grond van de Wet op het financieel toezicht en de Algemene wet bestuursrecht ten dienste staande toezichtsbevoegdheden aanwenden. Tot die bevoegdheden behoren: de inlichtingenbevoegdheid, de bevoegdheid om inzage te vorderen van zakelijke gegevens en bescheiden en ten slotte de bevoegdheid om in beginsel elke plaats te betreden. Tegenover deze toezichtsbevoegdheden staat de verplichting van een ieder om binnen een redelijke termijn alle medewerking te verlenen aan de uitoefening van deze bevoegdheden. Gebleken is dat tegen de uitoefening van deze toezichtsbevoegdheden door de AFM of de door haar aangewezen toezichtsmedewerkers in de meeste gevallen geen rechtsbescherming openstaat.

Aan de AFM is ook een aantal handhavingsbevoegdheden toegekend. Ten behoeve van de handhaving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kan de AFM gebruik maken van de volgende handhavingsinstrumenten: de aanwijzing, de last onder dwangsom, de bestuurlijke boete en de openbaarmaking van een bestuurlijke boete of een last onder dwangsom. Gebleken is dat de AFM met de aanwijzingsbevoegdheid over een flexibel handhavingsinstrument beschikt waarvan de effectiviteit nog vergroot wordt als deze gepaard gaat met het treffen van een handelsmaatregel – dat wil zeggen: het onderbreken of opschorten van de handel – indien de uitgevende instelling geen gevolg geeft aan de aanwijzing. Aangenomen mag worden dat de AFM daarom niet of nauwelijks gebruik zal maken van het opleggen van een last onder dwangsom om de openbaarmakingsplicht te handhaven. Op overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is een substantiële bestuurlijke boete gesteld van in beginsel maximaal € 4.000.000. Die bestuurlijke boete kan ook aan de feitelijk leidinggevers aan de overtreding worden opgelegd. Uit de toelichting op het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector lijkt te volgen dat bij het vaststellen van de hoogte van de op te leggen bestuurlijke boete rekening moet worden gehouden met de financiële situatie van een uitgevende instelling, zodat aan een grotere uitgevende instelling een hogere bestuurlijke boete zal moeten worden opgelegd dan aan een kleinere. Onmisbaar in het handhavingsinstrumentarium is de mogelijkheid om een vanwege een overtreding van de openbaarmakingsplicht opgelegde bestuurlijke boete openbaar te maken. De AFM beschikt daarmee over een effectief instrument om beleggers van een overtreding van de openbaarmakingsplicht op de hoogte te stellen, zodat zij daaraan hun eigen conclusies kunnen verbinden. Wanneer deze administratieve maatregelen en sancties tezamen worden gewogen, dan kunnen zij mijns inziens ruimschoots de toets van de Richtlijn marktmisbruik doorstaan, welke toets inhoudt dat de op te leggen maatregelen en sancties “doeltreffend, evenredig en afschrikkend” dienen te zijn.

Onvoldoende bekendheid geniet nog de in de Algemene wet bestuursrecht aan een belanghebbende geboden mogelijkheid om een zogeheten ‘aanvraag’ aan een

bestuursorgaan te doen. Zo kan een belanghebbende de AFM verzoeken om handhavingsmaatregelen te nemen naar aanleiding van een vermeende overtreding van de openbaarmakingsplicht door een uitgevende instelling. Geeft de AFM vervolgens aan niet handhavend te zullen optreden of is een redelijke termijn voor het nemen van een beslissing daarover verstreken, dan kan daartegen bij de bestuursrechter – ook door middel van een voorlopige voorziening – worden opgekomen.

Het is de bedoeling van de wetgever dat strafrechtelijke handhaving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie eveneens tot de mogelijkheden behoort. Slordigheid van de wetgever heeft ertoe geleid dat een overtreding van de openbaarmakingsplicht sedert 1 augustus 2009 niet langer strafbaar is. Het bij de Tweede Kamer aanhangige wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2010 beoogt echter opnieuw een strafbaarstelling van een overtreding van het tweede en het vijfde lid van art. 5:25i Wft in te voeren, en dat gebeurt wederom door deze voorschriften in de lijst van economische delicten van art. 1 onderdeel 2° WED op te nemen. In hoofdstuk 9 is uitgegaan van de veronderstelling dat deze strafbaarstelling een feit is.

Overtreding van de openbaarmakingsplicht is een economisch delict, waarvan de opsporing, vervolging en berechting volgens het regime van de Wet op de economische delicten verloopt. Niet-naleving van de openbaarmakingsplicht door een uitgevende instelling is een misdrijf, voor zover de overtreding opzettelijk is begaan. Van opzet is sprake indien de uitgevende instelling ten minste willens en wetens de aanmerkelijke kans heeft aanvaard dat de openbaarmakingsplicht wordt overtreden. Indien geen opzet kan worden aangenomen, is sprake van een overtreding. De rechtbank Amsterdam is in eerste aanleg bij uitsluiting bevoegd dit economisch delict te berechten. Niet onbelangrijk is verder dat strafvervolging eveneens kan worden ingesteld tegen de zogeheten feitelijk leidinggevers aan een overtreding. Aangezien de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie tot één van de kerntaken van het bestuur van een uitgevende instelling behoort, zouden – behoudens een afgesproken taakverdeling en uitzonderingsgevallen waarin bijvoorbeeld een bestuurder relevante informatie heeft achtergehouden voor zijn collega-bestuurders, een bestuurder niet betrokken is geweest bij de relevante besluitvorming over de naleving van de openbaarmakingsplicht of aangedrongen heeft op openbaarmaking – mijns inziens alle bestuurders als feitelijk leidinggever gekwalificeerd kunnen worden. In geval van een misdrijf kan een maximale gevangenisstraf van twee jaar worden opgelegd, dan wel een taakstraf of een geldboete die met toepassing van enkele strafverhogende bepalingen maximaal € 760.000 kan bedragen.

In de Europese Unie behoort Nederland tot een minderheid van de landen die ervoor heeft gekozen om een overtreding van de openbaarmakingsplicht strafbaar te stellen. Dat de Nederlandse wetgever hiervoor heeft gekozen, valt mijns inziens vanwege het belang dat met de naleving van de openbaarmakingsplicht is gemoeid, goed te begrijpen. Toegegeven moet echter worden dat de afschrikwekkende

werking van de bestuurlijke boete – zowel ten gevolge van de verhoging van de bestuurlijke boete tot € 4.000.000 als ten gevolge van de mogelijkheid een bestuurlijke boete (ook) op te leggen aan de feitelijk leidinggevers aan een overtreding – inmiddels aanmerkelijk is toegenomen. Dat om die reden de bedreiging met een vrijheidsstraf in geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht thans gemist zou kunnen worden, lijkt mij een onwenselijke conclusie. De openbaarmakingsplicht is één van de meest belangrijke informatieverplichtingen van uitgevende instellingen en aan het niet of niet tijdig naleven van deze verplichting zijn grote schadelijke gevolgen verbonden.