



Openbaarmaking van koersgevoelige informatie

Mr. G.T.J. Hoff

Inleiding



Actuele, volledige en betrouwbare informatievoorziening aan beleggers van belang voor:

- vertrouwen van beleggers in goede werking van effectenmarkt
- efficiënte prijsvorming op effectenmarkt
- vals spel – allerlei vormen van marktmisbruik – krijgt geen kans

“De openbaarmaking van voorwetenschap door een uitgevende instelling is van wezenlijk belang om handel met voorwetenschap te vermijden en ervoor te zorgen dat beleggers niet worden misleid. Uitgevende instellingen moeten daarom worden verplicht het publiek zo snel mogelijk op de hoogte te brengen van voorwetenschap.” (MAR, considerans sub 49)

“De openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een duurzaam vertrouwen bij beleggers en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede.

Te dien einde moeten effectenuitgevende instellingen via een gestage informatiestroom voldoende transparantie jegens beleggers garanderen.” (Transparantierichtlijn, considerans sub 1 en 2)



Inleiding (vervolg)

Plicht tot *disclosure* geldt voor verschillende deelnemers aan effectenmarkt:

- uitgevende instellingen (hoofdstuk 5.1a Wft)
- insiders verbonden aan uitgevende instellingen (art. 5:48 en 5:60 Wft)
- houders van een substantiële deelneming in een uitgevende instelling (hoofdstuk 5.3 Wft)
- degene die een openbaar bod uitbrengt (hoofdstuk 5.5 Wft)
- beleggingsondernemingen

Europese dimensie

Richtlijn 2003/6/EG (Richtlijn marktmisbruik)

Opgezet volgens zgn. Lamfalussy-procedure

Strekt grotendeels tot volledige harmonisatie, zodat:

- nationale afwijkingen zijn niet toegestaan
- tekst van de richtlijn is richtinggevend (richtlijnconforme uitleg)
- prejudiciële procedure bij Hof van Justitie EU
- buitenlandse jurisprudentie wint aan belang

Herziening Richtlijn marktmisbruik aanstaande → Verordening marktmisbruik (*PbEU* 2014, L173/1 MAR)
+ Richtlijn marktmisbruik (*PbEU* 2014, L173/179 MAD)

Rol van EC en ESMA

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft)

Plicht tot onverwijlde openbaarmaking van voorwetenschap die rechtstreeks op de uitgevende instelling betrekking heeft (= KGI)

Openbaarmakingsplicht geldt in aanvulling op plicht tot publicatie van periodieke informatie (hoofdstuk 5.1a Wft)

Voorbeelden:

- winstwaarschuwingen
- overnames / openbaar bod
- incidenten (fraude)
- kredieten en zekerheden
- toekomstgerichte informatie
- geruchten

Begrip voorwetenschap (art. 5:53 lid 1 Wft)

Bestanddelen

- Informatie moet concreet zijn
- Informatie heeft rechtstreeks [of middellijk] betrekking op een uitgevende instelling [of op de handel in financiële instrumenten]
- Informatie is niet openbaar gemaakt
- Openbaarmaking van de informatie zou significante invloed kunnen hebben op koers van financiële instrumenten of op koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten

Grondslag voor: (i) transactieverbod, (ii) tipverbod en (iii) openbaarmakingsplicht van voorwetenschap (zonder tekst tussen [], wordt daarmee koersgevoelige informatie (KGI))

Zie ook art. 7 lid 1 sub a MAR

Voorwetenschap als grondslag voor transactieverbod en openbaarmakingsplicht KGI



Begrippen voorwetenschap en koersgevoelige informatie zijn eender en toch verschillend

- doelstellingen van transactieverbod en openbaarmakingsplicht KGI verschillen fundamenteel
- naleving van regelingen is niet complementair





Concrete informatie

Informatie wordt ingevolge art. 1 lid 1 van Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (*PbEU* L 339) geacht concreet te zijn:

- een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan of
- een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden en
- indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van de situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten

Zie ook art. 7 lid 2 MAR

Hoe concreet moet informatie zijn?

Concrete informatie (vervolg)



Kunnen in geval van een voortgaand, in de tijd gespreid proces dat erop gericht is in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden ook de tussenstappen concrete informatie opleveren? Of is enkel bepalend of deze toekomstige situatie of gebeurtenis concrete informatie oplevert?

Welke mate van waarschijnlijkheid is vereist om redelijkerwijze aan te mogen nemen dat een toekomstige situatie of gebeurtenis zich zal voordoen?

Mag toepassing gegeven worden aan het door de U.S. Supreme Court geformuleerde *probability/magnitude* criterium, dat voor het bepalen van de materialiteit van informatie rekening houdt met (i) de mate van waarschijnlijkheid dat een onzekere gebeurtenis zich zal voordoen (*probability*) en (ii) de relatieve omvang van deze gebeurtenis voor de uitgevende instelling (*magnitude*)?

Zie hiervoor Hof van Justitie EU 28 juni 2012, *JOR* 2012/259 m.nt. Hoff (*Geltl/Daimler*)

Concrete informatie (vervolg)



“Indien voorwetenschap betrekking heeft op een proces dat zich in fasen voltrekt, kan het voor elke fase van dat proces, alsook voor het proces in zijn geheel om voorwetenschap gaan. Een tussenstap in een gefaseerd proces kan op zich een situatie of gebeurtenis vormen die bestaat of waarvan het op basis van een globale beoordeling van de reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zal ontstaan of plaatsvinden. Dit begrip dient evenwel niet zo te worden geïnterpreteerd dat het inhoudt dat rekening moet worden gehouden met de omvang van de gevolgen van deze situatie of gebeurtenis op de koers van de betrokken financiële instrumenten. Een tussenstap moet worden beschouwd als voorwetenschap indien deze op zichzelf voldoet aan de in deze verordening opgenomen criteria voor voorwetenschap.” (MAR, considerans sub 16 en art. 7 lid 2 en 3)

Wat is de verhouding van laatste deel van dit bestanddeel tot het koersgevoeligheidsvereiste?

Is ook vereist dat met een voldoende mate van waarschijnlijkheid kan worden vastgesteld *in welke zin* de koers van de betrokken financiële instrumenten bij openbaarmaking mogelijksterwijs zal worden beïnvloed?



Koersgevoeligheidsvereiste

Art. 1 onder 1 Richtlijn marktmisbruik vereist 'aanzienlijke invloed' op koers van (afgeleide) financiële instrumenten

Art. 5:53 lid 1 Wft maakt gewag van 'significante invloed' (in deze zin ook: art. 7 lid 1 sub a MAR)

Welke invulling dient aan het koersgevoeligheidsvereiste gegeven te worden? Gaat het om een kwantitatieve of een kwalitatieve invulling?

Introductie van de 'redelijk handelende belegger' als maatman:

- informatie is koersgevoelig indien een redelijk handelende belegger de informatie waarschijnlijk mede ten grondslag zal leggen aan zijn beleggingsbeslissingen

Zie art. 1 lid 2 van Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (*PbEU* L 339) en art. 7 lid 4 MAR



Koersgevoeligheidsvereiste (vervolg)

“Redelijk handelende beleggers baseren hun beleggingsbeslissingen op informatie die reeds voor hen beschikbaar is, d.w.z. op vooraf beschikbare informatie. De vraag of een redelijk handelende belegger bij het nemen van een beleggingsbeslissing met een bepaalde inlichting waarschijnlijk rekening zou houden, moet derhalve worden beoordeeld op basis van de vooraf beschikbare informatie. Bij een dergelijke beoordeling moet rekening worden gehouden met de verwachte invloed van de inlichting in kwestie gelet op het geheel van activiteiten van de betrokken uitgevende instelling, de betrouwbaarheid van de informatiebron en alle andere marktvariabelen die onder de gegeven omstandigheden van invloed kunnen zijn op de financiële instrumenten (...).” (MAR, considerans sub 14)



Eigen visie op het koersgevoeligheidsvereiste

Uitgevende instellingen dient heldere en eenduidige maatstaf voor naleving publicatieplicht aangereikt te worden (rechtszekerheid, vgl. MAR, considerans sub 18)

Dat is *niet* het geval als bij beoordeling daarvan allerlei marktvariabelen moeten worden betrokken of ervan uitgegaan moet worden dat de invloed op de beurskoers een (niet nader te kwantificeren) “zekere drempelwaarde” moet hebben

“Hoe relevant is het voor de naleving van de openbaarmakingsplicht dat de markt in een baissestemming verkeert, zodat zelfs fraaie winststijgingen niet beloond worden met een koerssprong? En hoe te oordelen over een uitgevende instelling die een afgegeven winstprognose net niet gehaald heeft, maar op de markt daarvoor wel fors wordt afgestraft met een koersdaling. Men denke ook aan de situatie waarin een uitgevende instelling een winstwaarschuwing afgeeft die niet of nauwelijks meer effect sorteert op de beurskoers, omdat de winstwaarschuwing door beleggingsanalisten al werd verwacht en reeds was verdisconteerd in de beurskoers. Tot slot kan erop worden gewezen dat de handel ten gevolge van de Richtlijn markten voor financiële instrumenten steeds meer op verschillende handelsplatformen plaatsvindt waardoor ook de koersvorming op de gereguleerde markt aan kwaliteit zal inboeten.” (pft. Hoff, p. 257)

Stelling: de Europese wetgever heeft zich op een heilloos spoor begeven door de publicatieplicht van KGI te koppelen aan de mogelijke invloed die openbaarmaking van informatie op de beurskoers zou kunnen hebben

Eigen visie op het koersgevoeligheidsvereiste (vervolg)

Het fenomeen van de redelijk handelende belegger biedt UI m.i. een betrouwbaar kompas om te bepalen welke informatie koersgevoelig is en dus openbaar gemaakt moet worden, en wanneer dat moet geschieden. Onzekerheden bij de toepassing daarvan (waarschijnlijk, ten dele) leveren voor de UI geen redenen op voor beleggers te beslissen of bepaalde informatie al dan niet relevant is of zou moeten zijn (geen paternalisme).

Heeft publicatieplicht van KGI hierdoor geen inherente begrenzing meer en dijt deze daardoor steeds verder uit?

De contouren van een dergelijke normstelling zijn ook terug te vinden bij samenstelling prospectus (art. 5:13 lid 1 Wft) en biedingsbericht (art. 8 lid 1 Bob)

Terughoudendheid betrachten met gebruik van feiten van algemene bekendheid of ervaringsregelen (die geen bewijslevering behoeven)

Kwantitatieve of kwalitatieve invulling: twee kanten van één en dezelfde medaille?



Uitstelregeling

Uitstel van openbaarmaking (art. 5:25i lid 3 Wft)

Uitstel dient **rechtmatig belang** van uitgevende instelling

- lopende onderhandelingen als publicatie daarvan uitkomst of normale verloop daarvan kan beïnvloeden
- getrapte besluitvorming als goedkeuring bestuursbesluit door RvC geen uitgemaakte zaak is
- andere (niet-limitatieve) voorbeelden in Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft

Van uitstel is **geen misleiding** van het publiek te duchten

- passieve misleiding (louter nemen van uitstel) *versus* actieve misleiding (doen van mededelingen die haaks staan op achtergehouden informatie)

Uitgevende instelling kan **vertrouwelijkheid van KGI waarborgen**

- UI dient afdoende maatregelen te treffen waardoor de toegang tot KGI wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie (zoals bijhouden insiderlijst, geheimhoudingsverklaringen, codenamen)
- *leak strategy* (noodpersbericht)
- wat dient UI te doen bij geruchtvorming of abnormale koersontwikkeling?



Uitstelregeling (vervolg)

Extra uitstelmogelijkheid voor kredietinstellingen en andere financiële instellingen om stabiliteit van het financiële systeem te handhaven, (i) met instemming evenwel van bevoegde autoriteit en (ii) ten minste een wekelijkse beoordeling van de naleving van de voorwaarden (art. 17 lid 5 en 6 MAR)

Is het vertrouwelijk karakter van de voorwetenschap niet langer gegarandeerd, dan maakt de UI deze informatie zo snel mogelijk openbaar. Dat geldt onder meer voor “situaties waarin een gerucht uitdrukkelijk betrekking heeft op voorwetenschap waarvan de openbaarmaking is opgeschort (...), en wanneer het gerucht voldoende nauwkeurig is om te concluderen dat het vertrouwelijke karakter van de informatie in kwestie niet langer is gegarandeerd.” (art. 17 lid 7 MAR)

Geen melding van door uitgevende instelling genomen uitstel aan AFM vereist (lidstaattoptie in Richtlijn marktmisbruik). Art. 17 lid 4 MAR verlangt dat bevoegde autoriteit van genomen uitstel onmiddellijk op de hoogte wordt gesteld *nadat* de informatie openbaar is gemaakt, met een toelichting daarop (zo nodig op verzoek van de bevoegde autoriteit)

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (vervolg)



Class actions in geval van uitlekken van overnameonderhandelingen en nalatigheid van uitgevende instelling onverwijld daarna een persbericht uit te geven (vgl. Vedioir, Numico en Super de Boer). Ook bij verspreiden van misleidende informatie (vgl. Fortis)

Actuele rechtspraak:

- Vzng. Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009/ 234 m.nt. Hoff (*Vedioir*)
- Vzng. Rb. Rotterdam 3 september 2008, *JOR* 2008/274 m.nt. Hoff (*Numico*), gevolgd door Rb. Rotterdam 22 juli 2010, *JOR* 2010/ 273 m.nt. Hoff
- Rb. Utrecht 30 maart 2011, *JOR* 2011/191 en Hof Amsterdam 10 juli 2012 (LJN: BX0488) (*Super de Boer*)
- Rb. Rotterdam 4 mei 2011, *JOR* 2011/193 m.nt. Stevens (*Fortis*), gevolgd door CBb 4 maart 2014, *JOR* 2014/133 m.nt. Stevens
- Vzng. Rb. Rotterdam 27 april 2011, *JOR* 2011/192 m.nt. Stevens (*Wavin*), gevolgd door Rb. Rotterdam 10 januari 2013 (ECLI:NL:RBROT:2013:48)
- Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. Van der Velden (*Ageas*), gevolgd door CBb 14 februari 2014, *JOR* 2014/104 m.nt. Arons

Openbaarmaking van koersgevoelige informatie (vervolg)



Wijze van openbaarmaking

- persbericht (art. 5:25m lid 2 Wft)
- plaatsing op website van uitgevende instelling (art. 5:25m lid 3 Wft)
- opname in openbaar register van AFM, archieffunctie (art. 1:107 lid 3 sub c onder 2° Wft)

Selectieve openbaarmaking

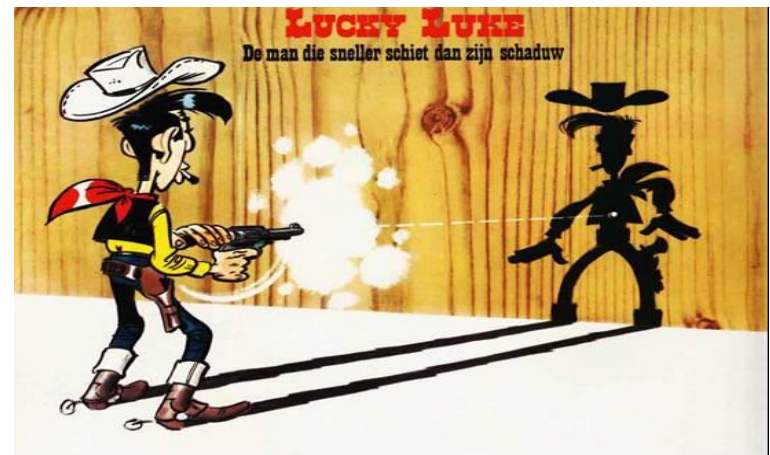
- bijzondere openbaarmakingsplicht in geval van selectieve openbaarmaking KGI in het kader van normale uitoefening van werk, beroep of functie (art. 5:25i lid 5 Wft)
- doelbewust: gelijktijdig
- niet doelbewust: onverwijld daarna
- geheimhouding zet openbaarmakingsplicht opzij (art. 5:25i lid 6 Wft)
- wettelijke regeling is slaafse nabootsing van *Regulation Fair Disclosure* van SEC zonder dat daartoe een noodzaak bestaat en met onbedoeld neveneffect (vgl. nog steeds art. 17 lid 8 MAR)

Selectieve openbaarmaking KGI



Eerste zin van art. 5:25i lid 5 Wft is in ons wettelijk stelsel overbodig:

"Indien de uitgevende instelling of een persoon die haar vertegenwoordigt, doelbewust informatie als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie meedeelt aan een derde, stelt de uitgevende instelling die informatie gelijktijdig algemeen verkrijgbaar."



Tweede zin van art. 5:25i lid 5 Wft geeft UI tweede kans openbaarmakingsplicht naar behoren na te leven:

"Indien de informatie niet doelbewust aan een derde is meegedeeld stelt de uitgevende instelling de informatie onverwijld na het doen van de mededeling algemeen verkrijgbaar."

Onderhouden van selectieve contacten door uitgevende instellingen

Selectieve contacten met institutionele beleggers, analisten en activistische aandeelhouders

- dialoog met aandeelhouders
- toelichting op periodieke financiële informatie
- polsen van grootaandeelhouders in verband met openbaar bod of voorgenomen kapitaalmarkttransactie

Welke informatie mag tijdens selectieve contacten worden uitgewisseld?

“Deze verordening beoogt niet *discussies van algemene aard* te verbieden met betrekking tot de zakelijke en marktontwikkelingen tussen aandeelhouders en het management over een uitgevende instelling. Dergelijke contacten zijn van essentieel belang voor de goede werking van markten en moeten niet door deze verordening worden verboden.” (MAR, considerans sub 19)

Stelling: AFM moet leiding geven aan debat over de oordeelbaarheid van selectieve contacten. Selectieve contacten zijn een *fact of corporate life* en niet een-twee-drie uit te bannen, maar ondermijnen gelijkheidsbeginsel bij naleven van informatieverplichtingen



Preventieve maatregelen in verband met selectieve contacten

- screenen van gespreksonderwerpen op koersgevoeligheid
- beleid op hoofdlijnen inzake selectieve contacten
- aanwezigheid van analist tijdens selectieve contacten
- bieden van transparantie en afleggen van verantwoording over de onderhouden selectieve contacten
- verbetering van informatievoorziening naar aanleiding van de onderhouden selectieve contacten

Wat geldt rechtens als UI toch koersgevoelige informatie verstrekt?

Hoe dient een institutionele belegger of analist te handelen die tegen zijn zin koersgevoelige informatie van de UI ontvangen heeft?



Blijf in communicatie met derden *in control*

Relatie met verbod van marktmanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub d Wft) en tipverbod (art. 5:57 lid 1 sub a Wft)

Richard Homburg wordt in een uitzending van Business Class op 7 juni 2009 de volgende vraag door Harry Mens gesteld: "Ik krijg natuurlijk mailtjes als jij komt en dan zeggen mensen, vraag nou eens wanneer die beurskoers nou weer eens een beetje omhoog gaat van die Homburg." Homburg antwoordt daarop: "Nou, we hebben onze jaarvergadering volgende week en dan zal ik zeggen 5 minuten voor de vergadering sturen we een persbericht de wereld in met nogal wat aankondigingen zodat we er in de vergadering over kunnen praten. Dan zou ik zo zeggen, Harry, volgende week komt een persbericht aan waarin heel wat aankondigingen instaan die denk ik heel interessant zijn voor de aandeelhouders om te horen."

Zie Rb. Rotterdam 23 mei 2013, *JOR* 2013/273 m.nt. Nelemans en Bird (*Homburg*)

Victor Muller stuurt op 14 juni 2007 zijn bank, aan wie aandelen Spyker Cars in onderpand zijn gegeven voor een privé financiering, de volgende e-mail: "In reactie op uw brief van 11 juni jl. bericht ik u akkoord te gaan met de daarin voorgestelde regeling met dien verstande dat ik u verzoek de datum van aanzuivering te willen bepalen op maandag 18 juni a.s. aangezien wij morgen voor beurs met een belangrijk positief persbericht komen. Ik zal dan maandag 18 juni, voor 14:00 uur, de eventuele alsnog bestaande overschrijding aanzuiveren."

Zie CBb 24 april 2012, *JOR* 2012/220 m.nt. Voerman en Tillema (*Muller/AFM*)

Blijf in communicatie met derden *in control* (vervolg)



Tom Heidman van Schuitema (C1000) meldde tijdens een ondernemersdag van C1000 in reactie op een bod dat door Jumbo was uitgebracht op Super de Boer en een vraag van de dagvoorzitter of het al een gelopen race is dat Super de Boer wordt overgenomen door Jumbo: "Nee, nee. Het is geen gelopen race en ik zei het net al. Een van mijn voorgangers zei afgelopen vrijdag om kwart over negen toen ik hem aan de telefoon had, "het spel is nu pas op de wagen." En dat is zo." Ook wordt gemeld dat C1000 meebeweegt en dat Heidman daar volop mee bezig is: "Dat wil ik wel even aangeven anders denken jullie 'wat is dat nou voor een ongelikte beer', maar ik ga na deze bijeenkomst, spring ik in de auto en heb ik straks een hele belangrijke bijeenkomst hierna." Volgens AFM zouden de opmerkingen van Heidman voldoende concreet zijn om daar uit op te kunnen maken dat C1000 van plan was zelf een bod te doen op Super de Boer en daarmee een rol te spelen in de consolidatieslag. Dat het bod er uiteindelijk niet gekomen is, doet daar niet aan af.

Zie CBb 5 februari 2014, *JOR* 2014/71

Votron heeft op 5 juni 2008 tijdens een aan de media ter beschikking gestelde presentatie gezegd dat de solvabiliteit van Fortis "op plan" en "sterk" is, dat Fortis de vermogensdoelstellingen voor 2009 – zoals eerder is gecommuniceerd – wil bereiken door onder meer niet-verwaterende financiële instrumenten uit te geven, dat de niet-verwaterende instrumenten NITSH I en II goed lopen en dat het proces rondom de *EC remedies* op schema ligt.

Zie CBb 4 maart 2014, *JOR* 2014/133 m.nt Stevens (*Fortis*)



Handhaving

Strafrechtelijke handhaving

- economisch delict (WED): bij opzettelijke overtreding een misdrijf, anders een overtreding (na Wijzigingswet financiële markten 2015)
- Rb. Amsterdam in eerste aanleg bevoegd (art. 5:55 Wft)

Bestuursrechtelijke handhaving

- opleggen van bestuurlijke boete door AFM
- bestuurlijke boete van ten hoogste € 4 miljoen
- openbaarmaking van boetebesluit
- bezwaar bij AFM, beroep bij Rb. Rotterdam, hoger beroep bij CBb

Una Via (art. 5:44 Awb en art. 243 lid 2 Sv)

Afstemming over wijze van handhaving in tripartiete-overleg (OM, FIOD/ECD en AFM)

Handelsmaatregelen van AFM (t.w. opschorten, onderbreken of doorhalen van de handel) (art. 5:32h lid 1 Wft)

Aanvraag als middel om AFM tot actie aan te sporen

Concreet verzoek om bepaalde handhavingsmaatregelen te nemen, kwalificeert als 'aanvraag' (art. 1:3 lid 2 Awb)

Tegen (uitblijven van) beschikking op een aanvraag staat rechtsbescherming voor een belanghebbende open. Ook als AFM niet binnen redelijke termijn een beschikking neemt!

Actuele rechtspraak:

- CBb 7 juni 2012, *JOR* 2012/259 (*AFM/ArcelorMittal*)

"Naar het oordeel van het College is van een dergelijk belang (een objectief bepaalbaar, eigen, persoonlijk, en voldoende actueel belang, dat rechtstreeks bij het besluit is betrokken (art. 1:2 lid 1 Awb)) sprake bij een verzoek van de beheerder van het vermogen van een beleggingsinstelling aan de AFM om handhavend optreden vanwege een (gestelde) schending van de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie en het verbod van marktmanipulatie door het verspreiden van misleidende informatie indien de beheerder kan aantonen dat de beleggingsinstelling een (financieel) belang heeft bij dat verzoek."

Aansprakelijkheid van Fortis, de bestuurders en het emissiesyndicaat

Reeks van misleidende mededelingen van Fortis in de periode september 2007 – oktober 2008



Aanvangsdatum	Tekortkoming
I. 21 september 2007	Trading Update en Prospectus met daarin misleidende informatie omtrent blootstelling aan de subprime crisis en liquiditeitsmanagement
II. 13 mei 2008	ten onrechte verspreiden van geruststellende verklaringen in de periode 13 mei – 10 juni 2008
III. 21 mei 2008	te laat melden van de condities van de overname van Hollandsche Bank-Unie N.V.
IV. 18 juni 2008	te laat melden van het besluit tot uitgifte van aandelen en schrappen interim-dividend in juni 2008
V. 19 september 2008	te laat melden van het feit dat de transactie met Ping An geen doorgang zal vinden
VI. 26 september 2008	doen van misleidende en onware mededelingen over financiële situatie bij Fortis
VII. 29 september 2008	te laat melden van afschrijvingen van circa € 2,5 miljard

Trading Update en Prospectus



"Update on Fortis's well-managed risk exposure

(...)

Although Fortis does not have any direct mortgage financing activities in the US, it does have **some exposure** to the US sub-prime mortgage market through its ownership of mortgage-backed securities, asset-backed securities and CDOs. Approximately 95% of these MBS and ABS portfolios are AAA and AA rated. The **impact on Fortis's full year 2007 results** is expected to be **non-material thanks to** its diversified portfolio, dynamic portfolio management and the credit risk protection purchased in 2006. Even if the current subprime severity would deteriorate with a further 20%, **the additional non-linear net profit impact is estimated at EUR 20 million."**



Blootstelling aan subprime crisis

Kritiek betreft informatie over blootstelling van Fortis aan de subprime crisis. Dat informatie op p. 212 en 213 van prospectus uiterst relevant is, blijkt ook uit feit dat deze informatie separaat in *Trading Update* van 21 september 2007 was opgenomen. KGI moet immers d.m.v. persbericht openbaar worden gemaakt (art. 5:59 lid 1 (oud) Wft).

Tekortkomingen in passage omtrent subprime blootstelling:

- informatie omtrent absolute blootstelling ontbreekt (slechts *some exposure*)
- bewering omtrent omvang van verwachte verliezen is onjuist (invloed zou *non-material* zijn en wel als gevolg van *diversified portfolio, dynamic portfolio management and credit risk protection purchased in 2006*)
- basis van bewering omtrent omvang van verwachte verliezen is verzwegen (wijziging van *mark to market* naar *mark to model*)
- opgave van de kredietbeoordeling is onjuist (95% zou AAA en AA *rated* zijn) en staat haaks op de eigen interne beoordeling van de risico's
- bewering omtrent de gevolgen van een verergering van de crisis is onjuist (*the additional net profit impact is estimated at EUR 20 million* in geval van een verslechtering met 20%)

Blootstelling aan subprime crisis (vervolg)



Kanttekeningen bij CBb 14 februari 2014, JOR 2014/104 m.nt. Arons (Ageas):

- “Het College stelt voorop dat AFM de hiervoor genoemde cijfers van Fortis ten aanzien van de verwachte nettowinst in 2007 (€ 4,2 miljard) en het nettoverlies op haar subprime blootstelling in 2007 (€ 110 miljoen) niet heeft bestreden. Het College acht het oordeel van AFM, dat Fortis in september 2007 over koersgevoelige informatie beschikte die zij niet onverwijld heeft geopenbaard, in het licht van deze cijfers onvoldoende onderbouwd. Fortis heeft een inschatting gemaakt van de effecten van haar subprime blootstelling op haar totale resultaat. In die uitkomsten heeft Fortis geen aanleiding gezien om meer informatie over haar subprime portefeuille naar buiten te brengen dan zij heeft gedaan door middel van het uitbrengen van haar Trading Update op 21 september 2007. Dat deze inschatting niet onredelijk was blijkt uit het feit dat de Belgische toezichthouder, de Commissie voor het Bank-, Financie-, en Assurantiewezen (CBFA), de Trading Update van Fortis heeft beoordeeld en als onderdeel van het prospectus heeft goedgekeurd.”
- rol van de toezichthouder?
- belang van(buitenlandse) *credit ratings*?

Niet-nakoming van publicatieplicht KGI en 'wanbeleid'

- 
- Wanbeleid: "laakbaar handelen van een zo ernstig karakter dat moet worden geoordeeld dat (is) gehandeld in strijd met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap" (HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (OGEM))
 - Wanbeleid hoeft geen structureel karakter te hebben
 - Ook een enkele gedraging kan wanbeleid opleveren, indien die gedraging heeft geleid tot zeer nadelige gevolgen
 - *Wanbeleid* knoopt aan bij *beleidsfouten*
 - Welk toetsingskader geldt bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht, nu hiervoor *in beginsel* geen beleidsvrijheid geldt?

Ondernemingskamer 5 april 2012, JOR 2013/41 (Fortis)

Toetsingskader wanbeleid (r.o. 4.2 en 4.3):

“De Ondernemingskamer dient te beoordelen of uit het onderzoeksverslag is gebleken dat het door VEB c.s. gestelde handelen of nalaten van Fortis, van haar organen of van degenen die daarvan deel uitmaakten wanbeleid oplevert. Dat zal het geval zijn indien Fortis onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld/nagelaten en wel zo ernstig dat moet worden geoordeeld dat dat handelen of nalaten in strijd was met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Op zichzelf is juist hetgeen Fortis (...) aanvoert, te weten – zakelijk weergegeven – dat de Ondernemingskamer niet geroepen is om te beoordelen of het handelen of nalaten van Fortis leidt tot civielrechtelijke of strafrechtelijke aansprakelijkheid of – bestuursrechtelijk – tot de vaststelling dat de Wet op het financieel toezicht (Wft) is overtreden. Dat betekent bijvoorbeeld dat de antwoorden op de vraag of binnen Fortis informatie als bedoeld in artikel 5:53 lid 1 Wft, koersgevoelige informatie, bekend was en op de vraag of Fortis die informatie gelet op artikel 5:25i lid 2 Wft algemeen verkrijgbaar had moeten stellen, voor het oordeel van de Ondernemingskamer weliswaar kunnen meewegen maar niet (steeds) van doorslaggevende betekenis (hoeven te) zijn. Dit neemt echter niet weg dat de civiel-, straf- en bestuursrechtelijke normen een – al dan niet indirecte – rol kunnen spelen bij de beoordeling of Fortis heeft gehandeld in strijd met voormelde beginselen en of zich op die grond wanbeleid heeft voorgedaan.”

Ondernemingskamer 5 april 2012, JOR 2013/41 (vervolg)

“Met het voorgaande is niet beoogd te zeggen, dat Fortis verplicht was gedetailleerde informatie te verschaffen en precieze bedragen te noemen. Beslissend is dat Fortis ervoor koos om informatie over de subprime-portefeuille te verschaffen. Zij deed dat niet ten onrechte en ook de CBFA vroeg er om (onderzoeksverslag 447). Nu zij echter die keus maakte, behoorde zij die informatie evenwichtig en volledig te verschaffen en dit in ieder geval niet – zoals hier geschiedde – zodanig selectief te doen dat daardoor een onjuist of onzuiver beeld kon ontstaan.

(...) Het geruststellende karakter van de hier verstrekte informatie (“some exposure”), de specifieke vermelding van slechts het relatief geringe bedrag van € 20 miljoen als impact van 20% verslechtering van de markt en het ontbreken van gegevens over de samenhang met het – veel grotere – geheel van de subprime-portefeuille suggereren echter dat het ook overigens om geringe bedragen gaat en dat het daarom – of anderszins – wel meevalt, zodat verdere, niet vermelde gegevens aan dat beeld niet zouden afdoen. Mede door de kwade reuk waarin de subprime-beleggingen destijds stonden mag echter worden aangenomen dat het belegend publiek, althans de gemiddeld geïnformeerde, omzichtige en oplettende gewone belegger, een ander, minder geruststellend beeld zou hebben gekregen, indien Fortis ook informatie over, althans inzicht in de beperkte grondslag van haar gepubliceerde constatering alsmede informatie over, althans inzicht in de totale blootstelling zou hebben verschaft. (...)”

Openbaar bod



Publicatieplicht van KGI (art. 5:25i Wft) geldt onverkort tijdens de biedingsprocedure (zowel voor bidder als doelvennootschap)

Deze publicatieplicht geldt ook voor de bidder (vangt reeds aan bij *voorbereiding* van een openbaar bod (art. 1:1 Wft)) die *niet* aan de werkingssfeer van art. 5:25i Wft is onderworpen (bijv. buitenlandse bidders of niet-beursgenoteerde bidders):

“Een bidder doet een openbare mededeling over informatie als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, van de wet voor zover die rechtstreeks op hem betrekking heeft of verband houdt met het voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte openbaar bod.” (art. 4 lid 3 Besluit openbare biedingen Wft (Bob))

Veelgestelde vragen (www.afm.nl):

“De doelstelling van artikel 4 lid 3 Bob is dat de hiervoor bedoelde bidder gedurende de gehele periode van een openbaar bod, dus vanaf het voorbereiden van een openbaar bod tot en met de eventuele na-aanmeldingstermijn, alle informatie openbaar maakt die van belang is voor de beoordeling van het (mogelijke) bod. Op grond van artikel 4 lid 3 Bob dient een bidder dan ook alle informatie openbaar te maken die “verband houdt met het voorgenomen, aangekondigde of uitgebrachte openbaar bod”.

Gezien de doelstelling meent de AFM dat voor zover koersgevoelige informatie weliswaar rechtstreeks betrekking heeft op de hiervoor bedoelde bidder, maar voor een redelijk handelende belegger in het



Openbaar bod (vervolg)

geheel niet relevant is voor het vormen van een verantwoord oordeel over het (mogelijke) bod, de betreffende informatie niet op grond van artikel 4 lid 3 Bob openbaar hoeft te worden gemaakt in Nederland. Dit laat onverlet enige openbaarmakingsverplichting die de bieder mogelijk heeft in het land waar zijn effecten zijn toegelaten tot een notering. Rechtstreeks op de bieder betrekking hebbende koersgevoelige informatie die wel relevant is voor het vormen van een verantwoord oordeel over het (mogelijke) bod, dient op grond van artikel 4 lid 3 Bob uiteraard wel openbaar te worden gemaakt in Nederland. Overigens spreekt het voor zich dat met name bij een bod waar de effecten van de bieder in ruil worden aangeboden voor de effecten van de doelvennootschap alle informatie die betrekking heeft op de bieder ook snel relevant zal zijn voor de beoordeling van het (mogelijke) bod.”

Zie voor oud recht CBb 28 juni 2013, *JOR* 2013/278 m.nt. Hoff (*Danone*):

“Indien een openbaar bod wordt voorbereid of is aangekondigd, doen de bieder en de doelvennootschap, zodra zich een omstandigheid voordoet die ter bevordering van een gerechtvaardigde koersvorming van de door hen uitgegeven effecten een openbare mededeling noodzakelijk maakt, onverwijld een zodanige mededeling, ieder voor zover het hem of haar aangaat.” (art. 9b lid 1 Bte 1995 (oud))

Als een dergelijke omstandigheid wordt in ieder geval aangemerkt: “een koersvorming of andere ontwikkeling welke erop kan wijzen dat het voeren van besprekingen over een openbaar bod of het eenzijdige voornemen tot het doen van een openbaar bod bekend is bij derden die van deze wetenschap gebruik kunnen maken.” (art. 9b lid 2 sub c Bte 1995)

Openbaar bod (vervolg)

Uitstelregeling

De uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft is van overeenkomstige toepassing op openbare mededelingen die op grond van Bob moeten worden gedaan (art. 4 lid 1 Bob). Bij een aantal openbare mededelingen kan van de uitstelregeling geen gebruik worden gemaakt (art. 4 lid 4 Bob). Aangenomen wordt dat uitstelregeling ook geldt voor de openbare mededelingen op grond van art. 4 lid 3 Bob.

Vriendelijk bod

Een dergelijk bod wordt door de bieder en de doelvennootschap aangekondigd, ieder voor zover het hem of haar aangaat: *“uiterlijk zodra tussen de bieder en de doelvennootschap, al dan niet voorwaardelijke, overeenstemming is bereikt over het uit te brengen openbaar bod”* (art. 5 lid 1 Bob)

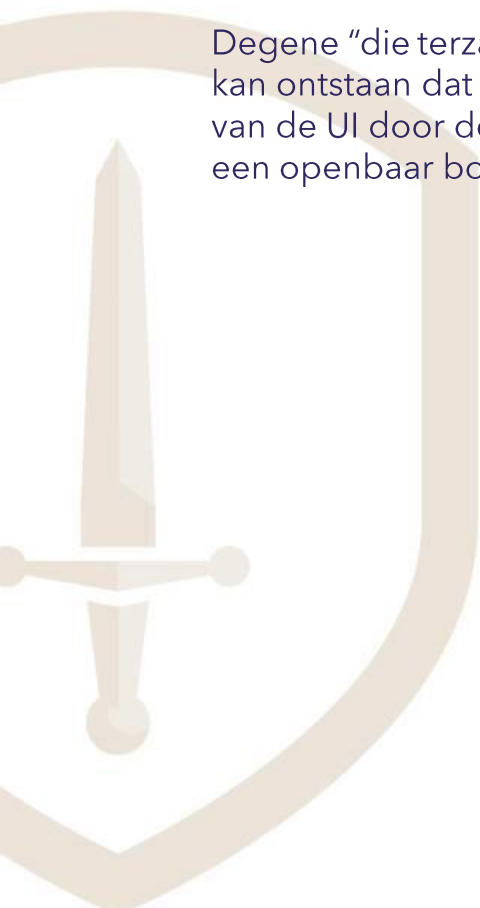
Vijandig bod

Een dergelijk bod geldt als aangekondigd: *“indien een bieder zonder, al dan niet voorwaardelijke, overeenstemming te hebben bereikt, concrete informatie over de inhoud van het voorgenomen openbaar bod openbaar heeft gemaakt”* (art. 5 lid 2 Bob)

Openbaar bod (vervolg)

Put up or shut up-regeling

Degene "die terzake van de uitgevende instelling *informatie* openbaar heeft gemaakt waaruit de *indruk* kan ontstaan dat hij *overweegt om een openbaar bod* op die effecten *voor te bereiden*" kan op verzoek van de UI door de AFM verplicht worden binnen 6 weken publiekelijk te laten weten of hij van plan is een openbaar bod uit te brengen (art. 2a lid 1 Bob)



Openbaar bod (vervolg)

CBb 14 februari 2014 (ECLI:NL:CBB:2014:53)

Staples beschikte over KGI (serieuze toenaderingspogingen). Bij publicatieplicht geldt geen uitzondering voor 'eigen voorwetenschap'. Art. 4 lid 3 Bob mist in dit geval toepassing omdat Staples geen bieder was die een bod voorbereidde. Immers, Staples nam een afwachtende houding aan, zij zou geen vijandig bod op Corporate Express uitbrengen. Dat het tot een openbaar bod zou komen, stond geenszins vast.

CBb 14 februari 2014 (ECLI:NL:CBB:2014:54)

Corporate Express beschikte over KGI (serieuze toenaderingspogingen van Staples, die een eerste stap vormden in een overnameproces). Geen verwijtbaarheid aan niet-naleving publicatieplicht. Niet-naleving is redelijkerwijs begrijpelijk, omdat CE vasthield aan stand alone-strategie, geen onderhandelingen werden gevoerd en toezegging dat geen vijandige overname zou plaatsvinden.

Ook geen overtreding van art. 5:58 lid 1 sub d Wft: "Daarbij is van belang dat de belangrijkste boodschap van het persbericht (No discussions with Staples regarding a take-over) op zichzelf juist was, Hiermee werd weliswaar een incompleet en daardoor misleidend beeld gegeven van haar recente contacten met Staples, maar zoals hierboven is overwogen is het redelijkerwijs begrijpelijk dat Corporate Express zich op dat moment niet heeft gerealiseerd dat zij verplicht was ook daarover nadere informatie aan het publiek te geven."