



Wat is koersgevoelige informatie en op welke wijze zou de AFM de naleving van de publicatieplicht van koersgevoelige informatie nog kunnen bevorderen?

*"I shall not today attempt further to define the kinds of material I understand to be embraced within that shorthand description [hard-core pornography]; and perhaps I could never succeed in intelligibly doing so. **But I know it when I see it**, and the motion picture involved in this case is not that."*

(Sheet) Met deze beroemde *quote* omschreef Potter Stewart, een oud-rechter in de U.S. Supreme Court, op treffende wijze de moeilijkheid om van pornografie een sluitende omschrijving te geven. Hij erkent hiermee ook dat die kwalificatie in zekere zin subjectief van aard zal zijn. In het boek *The Brethren. Inside The Supreme Court* van Bob Woodward wordt verhaald dat bij de Supreme Court op gezette tijden *movie days* georganiseerd werden. Met popcorn en coca cola in de hand werd door de Supreme Court Justices gezamenlijk naar pornofilms gekeken, om te bezien of de aan de grondwettelijk gewaarborgde *freedom of speech* te stellen grenzen wel of niet werden overschreden.

Mijn onderwerp van vanmiddag - Wat is koersgevoelige informatie en op welke wijze zou de AFM de naleving van de publicatieplicht van koersgevoelige informatie nog kunnen bevorderen - is vast en zeker minder zinnenprikkelend dan porno. Wel zie ik enige vermeldenswaardige gelijkenissen. Sommige beursvennootschappen zijn nogal preuts aangelegd en laten weinig van zichzelf zien. In dat geval wordt veel aan fantasie of speculatie overgelaten. Andere beursvennootschappen zijn welhaast exhibitionisten en zijn voor een ieder die dat wenst in volle glorie te aanschouwen. Een andere gelijkenis. Ook van koersgevoelige informatie is moeizaam een allesomvattende omschrijving te geven. Dat leidt soms tot oeverloze, academische debatten. Wat mij betreft hoeft niet meer gedaan te worden dan de informatie van alle kanten bekijken en besnuffelen om te beoordelen of het informatie betreft waarvan "een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren". Dat betekent dat de vraag of van koersgevoelige informatie sprake is, volgens mij een kwestie is van een nimmer geheel tot regels te reduceren oordeelsvermogen. Ik heb wel eens provocerend gezegd: makkelijker dan dit kan het effectenrecht het niet maken.

Gelijk bekend, kennen wij in de Wet op het financieel toezicht een definitie van koersgevoelige informatie die door beursvennootschappen onverwijld openbaar gemaakt moet worden (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft). (Sheet) Het gaat dan, kort gezegd, om informatie (i) die concreet is, (ii) die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap, (iii) die niet openbaar is gemaakt en (iv) waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten van de beursvennootschap. In Europese regelgeving en door ESMA (voorheen door CESR) gegeven *guidance* zijn deze bestanddelen van het begrip 'koersgevoelige informatie' nader uitgewerkt.

Aan de hand van drie bestanddelen van het begrip 'koersgevoelige informatie' wil ik u ervan proberen te overtuigen dat het debat over de naleving van de publicatieplicht nog niet ten einde is gevoerd, en dat er nog wat te ontdekken en te leren valt.



Concrete informatie

Het eerste bestanddeel van koersgevoelige informatie is het vereiste dat de informatie "concreet" dient te zijn. Die eis impliceert dat de openbaar te maken informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Gelet op de met de publicatieplicht van koersgevoelige informatie nagestreefde doelstelling is dat ook begrijpelijk. Die doelstelling is immers het belegend publiek in staat te stellen een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen op basis van door een beursvennootschap verschaft informatie over de ontwikkeling van haar bedrijfsactiviteiten, resultaten en vooruitzichten. Heel eenvoudig zal het intussen niet zijn om uitsluitend met behulp van dit bestanddeel "concrete informatie" heldere grenzen te trekken. Welke informatie dient de beursvennootschap openbaar te maken en welke informatie niet of nog niet?

Ik wil de relevantie van deze probleemstelling verduidelijken aan de hand van het volgende voorbeeld. Stel dat een beursvennootschap geconfronteerd wordt met bepaalde informatie waaruit blijkt dat zij zich mogelijk aan bepaalde onregelmatigheden of zelfs fraude (om dat containerbegrip maar te gebruiken) schuldig heeft gemaakt. Denk aan een boekhoudfraude, omkoping of gepleegde onregelmatigheden bij overheidsaanbestedingen. Staat het een beursvennootschap dan vrij om maandenlang in stilte onderzoek te (laten) doen naar deze onregelmatigheden? Wanneer moet de beursvennootschap dan uit met een persbericht? Steevast zeggen beursvennootschappen dan dat zij pas met een persbericht hoeven uit te komen als de informatie zodanig concreet is dat op basis van '*firm and objective evidence*' vaststaat dat een bepaalde gebeurtenis – in dit geval de mogelijke onregelmatigheden – zich heeft voorgedaan. Dan zijn we dus wel even bezig. Die zienswijze lijkt mij niet juist en daarvoor heb ik de volgende argumenten.

(Sheet) Ten eerste volgt uit de richtlijn Marktmisbruik en de daarbij behorende uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking dat "informatie geacht [wordt] concreet te zijn indien zij betrekking heeft (...) op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde (...) gebeurtenis op de koers (...)." Ook een onzekere, toekomstige gebeurtenis kan dus onder omstandigheden aanleiding geven tot een publicatieplicht.

(Sheet) Ten tweede heeft het Hof van Justitie EU het bestanddeel "concrete informatie" in zijn rechtspraak verder uitgewerkt. Dat deed het Hof in het arrest *Geltl/Daimler*. Dit arrest leert ons dat ook tussenstappen van een in de tijd gespreid proces – te denken valt niet alleen aan overnameonderhandelingen, een proces van getrapte besluitvorming (bijv. een besluit dat nog aan goedkeuring van een ander orgaan onderworpen is), maar ook aan onderzoeken die worden uitgevoerd (op het terrein van *research & development* of fraude) – kunnen worden aangemerkt als "concrete informatie". Dat is volgens het Hof het geval als het op basis van een globale beoordeling van beschikbare gegevens reëel is aan te nemen dat een gebeurtenis zal plaatsvinden, dan wel – en dat voeg ik er maar aan toe – dat die gebeurtenis in het verleden heeft plaatsgevonden. Dat betekent dat de beursvennootschap een *ex ante* analyse van de op dat moment beschikbare informatie zal moeten maken. Kortom, ook de tussenstappen van een omvangrijk fraudeonderzoek



kunnen (ongeacht de uitkomst daarvan) als “concrete informatie” kwalificeren van een in de tijd gespreid proces en moeten onverwijld openbaar worden gemaakt.

Ten derde breng ik naar voren dat het bestanddeel “concrete informatie” een graduele benadering toelaat. Informatie kan meer of minder concreet zijn, of – anders gezegd – dit bestanddeel kent een zogeheten boven- en ondergrens. Op dit begrippenpaar zal ik zo dadelijk nog ingaan. De hamvraag luidt dan ook niet uitsluitend of de informatie al dan niet concreet is, maar ook hoe concreet de informatie moet zijn voordat de publicatieplicht van koersgevoelige informatie voor de beursvennootschap actueel wordt. Daarnaast wordt geëist dat de “concrete informatie” in elk geval specifiek genoeg is om er een conclusie aan te verbinden omtrent de mogelijke invloed van de situatie of gebeurtenis op de koers van de door de beursvennootschap uitgegeven financiële instrumenten. Deze koppeling van het bestanddeel “concrete informatie” aan het koersgevoelighedsvereiste lijkt zo essentieel te zijn, dat daaraan wellicht een bevestiging ontleend zou kunnen worden voor het vermoeden dat aan dit bestanddeel – gelet op het onbepaalde karakter daarvan – nauwelijks enige zelfstandige betekenis toekomt. In andere woorden: informatie lijkt pas concreet te zijn, indien aannemelijk is dat ook aan het koersgevoelighedsvereiste wordt voldaan.

(Sheet) Ten vierde en ten slotte haal ik de *guidance* van 17 juli 2007 van het *Committee of European Securities Regulators* (CESR) aan. Uit die *guidance* blijkt dat de verwijzing door beursvennootschappen naar ‘*firm and objective evidence*’ een duidelijk gevalletje selectief shoppen is. De bewuste paragraaf uit de *guidance* van CESR luidt als volgt:

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

Uit deze *guidance* blijkt dat het bestanddeel “concrete informatie” flexibel ingevuld moet worden, afhankelijk van en toegesneden op de bijzondere omstandigheden van het geval. Soms geldt het vereiste dat sprake moet zijn van ‘*firm and objective evidence*’ (ik noem dat de bovengrens van het bestanddeel “concrete informatie”). Dat geldt bijvoorbeeld voor een overname of een reorganisatie waartoe het bestuur van de beursvennootschap zelf heeft besloten. In andere gevallen zal de reikwijdte van de publicatieplicht bepaald worden door – wat ik noem – de ondergrens van het bestanddeel “concrete informatie”. Daarvan is sprake indien – in lijn met de uitspraak *Geltl/Daimler* – op basis van een globale beoordeling van de beschikbare informatie reëel is aan te nemen dat een bepaalde situatie of gebeurtenis zich voordoet of zal voordoen. Het gaat dan om serieus te nemen verdenkingen dat de beursvennootschap zich daadwerkelijk schuldig heeft gemaakt aan bepaalde onregelmatigheden.

Mijn slotsom luidt dan ook dat de noodzaak kan bestaan om reeds het instellen van een onderzoek door middel van een persbericht bekend te maken, omdat de aard en de ernst van de mogelijke onregelmatigheden koersgevoelig zijn. Het staat de beursvennootschap



dan niet vrij om publicatie te verdagen, omdat er nog geen ‘*firm and objective evidence*’ zou bestaan.

Informatie die niet openbaar is gemaakt

Het volgende bestanddeel van het begrip “koersgevoelige informatie” waarvoor ik uw aandacht vraag is het vereiste dat de bewuste informatie niet openbaar is gemaakt. Dat vereiste is natuurlijk zo klaar als een klontje; informatie die reeds openbaar is gemaakt, hoeft door de beursvennootschap niet alsnog openbaar gemaakt te worden.

(Sheet) Aan de hand van een aan een arrest van de Hoge Raad van 13 januari 2015 ontleende casus laat ik u de kortsluiting zien die ontstaat, omdat zowel het voor een ieder geldende tipverbod als de publicatieplicht voor beursvennootschappen gebruik maakt van *dezelfde* bouwsteen: het begrip “voorwetenschap” (in de context van het tipverbod) of “koersgevoelige informatie” (in de context van de publicatieplicht). In het berechte geval had een commissaris van beleggersbank Binck een conceptpersbericht over de kwartaalcijfers aan een vriendje laten zien, en dat vriendje liet dat persbericht ook weer aan een ander vriendje zien. Dat doe je nu eenmaal als je vrienden met elkaar bent. Dan deel je alles. Alleen het laatste vriendje hield zijn kaken niet stijf op elkaar, maar is met die informatie gaan koketteren op een openbare chatpagina. Daardoor liep hij tegen de lamp en sneuvelden reputaties. De verdediging – één van de vorige sprekers – voerde aan dat geen sprake was van overtreding van het tipverbod, omdat Binck ongeveer twee weken voorafgaand aan de publicatie van de kwartaalcijfers een zogeheten *trading update* had gegeven. De informatie uit het kwartaalbericht zou dus geen nieuwe informatie meer bevatten ten opzichte van de eerder gepubliceerde *trading update*. Ik zeg het maar zo: dat kwartaalbericht is misschien aardig voor de *hard core* cijferfetisjisten onder ons, maar de kern of boodschap van dit bericht was bij het belegend publiek reeds bekend met de *trading update*. Het gerechtshof Amsterdam sprake verdachte daarom vrij en de Hoge Raad stemde daarmee in (ECLI:NL:HR:2015:54).

Het punt dat ik met deze casus wil maken is, dat met dit oordeel elke grondslag aan de publicatie door Binck van het (latere) kwartaalbericht is komen te ontvallen. Althans dat die grondslag niet meer kan worden gevonden in de wettelijke publicatieplicht van koersgevoelige informatie. Immers, de informatie in het kwartaalbericht was reeds openbaar door het eerdere bericht met de *trading update* en behoefde dus niet meer openbaar gemaakt te worden. Ik vraag me af of die gevolgtrekking wenselijk is. Dit voorbeeld geeft nog maar weer eens aan dat de Europese wetgever een bepaald ongelukkige keuze heeft gemaakt om het tipverbod en de publicatieplicht op dezelfde leest te schoeien. Deze casus laat ook zien dat het Amerikaanse systeem van *reporting requirements* zo slecht nog niet is.

Koersgevoeligheidsvereiste

Tot besluit van het eerste deel van mijn inleiding wijd ik nog enkele woorden aan het allesbepalende bestanddeel: het koersgevoeligheidsvereiste. Wanneer is informatie koersgevoelig?

Twee ogenschijnlijk met elkaar onverenigbare maatstaven strijden daarbij om voorrang. (Sheet) De ene maatstaf kent een *kwantitatieve* invulling. Informatie is koersgevoelig



indien openbaarmaking van de bewuste informatie “significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten”. Betoogd is wel dat die koersinvloed “aanwijsbaar” zou moeten zijn, dat het gaat om een koerswijziging “van niet onbetekenende mate” of dat “een zekere, te kwantificeren drempelwaarde” gehanteerd moet worden. Verschillen van inzicht over toepassing van deze maatstaf liggen dan al snel op de loer. Moet de beursvennootschap een fraaie winststijging openbaar maken als het beursklimaat in een baissestemming verkeert? Denk ook aan de situatie waarin een beursvennootschap een winstwaarschuwing moet afgeven, maar te verwachten is dat die winstwaarschuwing geen effect meer zal sorteren omdat die winstwaarschuwing door analisten al werd verwacht en reeds is verdisconteerd in de beurskoers. Is het wel juist om de naleving van de publicatieplicht op deze wijze afhankelijk te stellen van marktvariabelen?

De andere maatstaf kent een *kwalitatieve* invulling; aansluiting moet worden gezocht bij het fenomeen van de redelijk handelende belegger. Voor de activering van de publicatieplicht is in dat geval voldoende dat de redelijk handelende belegger *waarschijnlijk* gebruik zal maken van de bewuste informatie om er zijn beleggingsbeslissingen *ten dele* op te baseren. Toegegeven moet worden dat aan de toepassing van deze maatstaf ook enkele onzekerheden kleven. Die onzekerheden zijn minder groot dan zij lijken. De in de sheet onderstreepte woorden geven namelijk duidelijk aan dat de beursvennootschap niet voor beleggers behoort te beslissen of bepaalde informatie al dan niet relevant is of zou moeten zijn en of daaraan in de overwegingen van beleggers al dan niet een doorslaggevend belang toekomt. Dit soort paternalistische oordelen behoort een beursvennootschap niet te betrekken bij haar oordeelsvorming of bepaalde informatie al dan niet koersgevoelig is. Ook beleggers hebben nu eenmaal recht op hun eigen irrationaliteit. (Sheet). Inderdaad, soms vertonen beleggers kuddegedrag zoals deze lemmingen die de wetten van de zwaartekracht trotseren als gevolg van de gebakken lucht die de Nieuwe Economie hen verkoopt. Om dezelfde reden is het wel geopperde bezwaar niet valide, dat de maatstaf van de redelijk handelende belegger onbruikbaar zou zijn omdat deze geen inherente begrenzing zou kennen – beleggers zouden immers alles wel interessant vinden – en de publicatieplicht dus steeds verder zal uitdijen.

Het is intussen maar zeer de vraag of de hier geschetste tegenstelling tussen enerzijds de *kwantitatieve* en anderzijds de *kwalitatieve* invulling van het koersgevoeligheidsvereiste op goede gronden wordt gemaakt. Is het niet veeleer zo dat de vaststelling *dat* bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de doorsnee belegger, tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie *dus* invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de beursvennootschap uitgegeven financiële instrumenten. Of anders gezegd: hebben wij hier niet feitelijk van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille? In de Verordening Marktmisbruik zie ik voor deze opvatting ook bevestiging. Beide maatstaven om invulling te geven aan het koersgevoeligheidsvereiste worden voortaan nevenschikkend aangehaald. De huidige situatie waarin de ene (kwantitatieve) maatstaf in de hogere kaderrichtlijn voorkomt en de andere (kwalitatieve) maatstaf in een lagere uitvoeringsrichtlijn behoort dan tot het verleden. Dat noem ik nog eens een voorbeeld van lerend vermogen.



Het tweede deel van mijn inleiding handelt over de wijze waarop de AFM de naleving van de publicatieplicht van koersgevoelige informatie nog verder zou kunnen bevorderen. Ik zal daarbij de verleiding proberen te weerstaan als een soort van Grootinquisiteur de AFM de maat te nemen.

Wat kan de AFM op dit terrein nog doen? Ik denk daarbij in de eerste plaats aan de verkorting van de doorlooptijd van de procedure die leidt tot oplegging van een bestuurlijke boete. (Sheet) Van vier aan beursvennootschappen opgelegde bestuurlijke boetes heb ik op een sheet aangegeven wat het tijdsverloop is vanaf het publicatieplichtige *event* tot aan de oplegging van het boetebesluit door de AFM. Heel vrolijk kunnen we hier niet van worden. Uiteraard moet de boeteprocedure op zorgvuldige wijze doorlopen worden, maar deze termijnen staan wat mij betreft toch echt in schril contrast met de behoefte van beleggers aan openheid van zaken, de flitssnelheid van onze hedendaagse financiële markten en de plicht van beursvennootschappen om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.

Een andere observatie is dat de AFM in 10 jaar tijd – vanaf 1 oktober 2005, het tijdstip dat de publicatieplicht van koersgevoelige informatie actueel werd – relatief weinig gehandhaafd heeft, althans voor zover dat zichtbaar is geweest voor de buitenwacht. De boetebesluiten zijn nog steeds op één hand te tellen. Opvallend is dat op het terrein van de winstwaarschuwingen – en bij sommige beursvennootschappen stortregende het de afgelopen jaren winstwaarschuwingen (Imtech, BAM en deze week nog TNT) – de AFM haar reuksporen niet één keer heeft uitgezet. En dat was nu juist een terrein waarop de Commissie Fondsenreglement van de NYSE Euronext haar stem *loud and clear* liet horen.

Het is mijn vaste overtuiging dat de naleving van de publicatieplicht van koersgevoelige informatie pas *au sérieux* genomen wordt als handhaving daadwerkelijk plaatsvindt. Nogmaals: dat is in de afgelopen 10 jaar slechts mondjesmaat gebeurd. Is daarvoor een verklaring te geven? Liggen de prioriteiten van de AFM niet op dit terrein? Of is de AFM met handhaving op dit terrein terughoudend, omdat civielrechtelijke aansprakelijkheid van de beursvennootschap meteen op de loer ligt? Zo was de AFM opvallend afwezig in de kwestie rondom Super de Boer/Jumbo. Een ander voorbeeld is de gezegdelijke ‘fluwelen handschoen’ waarmee Fortis in verband met de communicatie met de financiële markten in de periode 2007-2008 is aangepakt.

Er valt nog wel meer te wensen als het gaat om handhaving. De AFM moet de boetebesluiten, waarbij een bestuurlijke boete in verband met een overtreding van de publicatieplicht is opgelegd, openbaar maken. Ook hier speelt een netelige transparantie-*issue*. Op verzoek van de beboete beursvennootschap is de AFM bereid het verplicht openbaar te maken boetebesluit te schonen van zogenaamd bedrijfsvertrouwelijke gegevens. Niet zelden laat de AFM bij de uitvoering van dat verzoek haar oren iets te veel hangen naar de beursvennootschap. Een voorbeeld daarvan is een boetebesluit dat aan Fortis is opgelegd. (Sheet) Het boetebesluit bevat een compleet feitenrelaas. In de openbare versie is veelvuldig feitelijke informatie die onderdeel is van het boetebesluit op verzoek van Fortis weggelaten. Dat is op een zodanige wijze gebeurd dat met name het hoofdstuk over de feitelijke gang van zaken vrijwel onleesbaar is geworden. In dit geval zou de AFM de kwalificatie van ‘veiligheidsdienst’ van de financiële sector niet misstaan.



Mijns inziens bestaat voor het op deze wijze rigoureus kuisen van het boetebesluit geen wettelijke grondslag. Die grondslag kan volgens mij niet in de voor de AFM geldende geheimhoudingsbepaling van art. 1:89 Wft worden gevonden. De plicht van de AFM tot publicatie van een bestuurlijke boete (art. 1:97 e.v. Wft) vormt daarop namelijk een uitzondering, zonder dat die publicatieplicht vervolgens in enig opzicht wordt geclausuleerd. Op dit terrein zal dus nog wel strijd met de AFM geleverd worden.

Een volgende wens van mij. Bekend is dat institutionele beleggers en analisten selectieve contacten met beursvennootschappen plegen te onderhouden. In de media lezen we soms berichten dat in die contacten ook wel koersgevoelige informatie wordt uitgewisseld. Het lijkt mij wenselijk dat de AFM een thematisch onderzoek uitvoert naar de marktpraktijken rondom selectieve contacten. Een dergelijke onderzoek kan de AFM op basis van trends of signalen gelijktijdig bij meerdere beursvennootschappen instellen. Op deze wijze ontstaat er meer zicht op hetgeen tijdens selectieve contacten gebeurt, de voorbereidingen die daarvoor door partijen over en weer worden getroffen, de zaken die daar zoal worden besproken en de informatie die daarover wordt uitgewisseld. Aan de hand van een dergelijk onderzoek is het wellicht mogelijk om nog preciezer in kaart te brengen waar de grens ligt van wat nog wel en wat niet meer tijdens selectieve contacten besproken mag worden. Waar ligt die magische demarcatielijn als het gaat om uiterst koersgevoelige onderwerpen als strategie, dividend- of overnamebeleid of wanneer door de beursvennootschap een nadere toelichting wordt gegeven op de bedrijfsresultaten zoals die onlangs openbaar zijn gemaakt?

Tot besluit keer ik – met uw permissie – nog één keer terug naar de *movie days* van de *U.S. Supreme Court*. Niets menselijks is ons tenslotte vreemd. Volgens *The Brethren* hielden de *law clerks* lijstjes bij met indicatoren wat wel of niet als pornografie kon worden aangemerkt. Op het terrein van koersgevoelige informatie zouden dat soort lijstjes ook opgesteld kunnen worden. Wij kennen natuurlijk de lijstjes in brochures van de AFM, maar die lijstjes verdienen een verdere veredeling. Met die lijstjes in het hoofd geprent zal het voortaan makkelijker zijn om te zeggen: **I know it when I see it.**

Er is voor de AFM dus nog voldoende werk aan de winkel.