

OVERTREDING VAN DE OPENBAARMAKINGSPLICHT VAN KOERSGEVOELIGE INFORMATIE ALS GRONDSLAG VOOR WANBELEID

G.T.J. Hoff¹

1. Inleiding

Wie zich eenmaal aan het schrijven van een proefschrift heeft gezet, zal op enig moment worden gedwongen ingrijpende keuzes te maken in de te behandelen deelonderwerpen. Zoals Van der Grinten opmerkte, moet ervoor worden gewaakt dat de promovendus in het onderwerp 'verdrinkt'. Ook waarschuwde Van der Grinten voor het gevaar dat de opzet van een proefschrift al te ambitieus kan zijn, mede gelet op de capaciteiten en de ervaring van de promovendus.² Hoewel de omvang van mijn proefschrift anders doet vermoeden, heb ik die wijze raadgeving van één van mijn oud-docenten aan de Grotius Academie goed in mijn oren geknoopt. Het is om die reden dat ik heb besloten in mijn proefschrift niet ook aandacht te besteden aan de civielrechtelijke gevolgen ingeval een uitgevende instelling de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie heeft overtreden.³ Ik beperkte mij destijds tot de enkele, mogelijk als onmeisbare ervaren opmerking dat een dergelijke overtreding als 'wanbeleid' (als bedoeld in art. 2:355 BW) van een uitgevende instelling kan gelden. De voorzitter van de manuscriptcommissie – Christel Grundmann-van de Krol – heeft mijn uit nood geboren 'keuze' destijds gebillijkt. Tijdens één van mijn vele ontmoetingen met Christel nadien heeft zij wel de verwachting uitgesproken dat ik te gelegener tijd aan dat thema nog eens een artikel zou wijden. Mijn bijdrage aan deze afscheidsbundel lijkt mij een mooi moment waarop ik die natuurlijke verbintenis aan Christel kan inlossen. Dat doe ik niet alleen om daarna weer 'schuldenvrij' door het leven te kunnen, maar ook om dankbaarheid te betuigen aan Christel die

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

2 W.C.L. van der Grinten, 'De promotor', in: *'Op gezag van ...'*, Ars Aequi december 1985, p. XVI.

3 G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. RUN), Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 107, Deventer: Kluwer 2011, p. 6.

onbaatzuchtig hulp en steun aan mij en vele anderen heeft geboden. In ons huidige, jachtige en drukke tijdsgewricht kan die deugd niet genoeg worden geprezen.

Om het thema van deze bijdrage in te leiden, is het nodig eerst een grove schets te geven van de wijze waarop de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de Wet op het financieel toezicht (Wft) inhoud en vorm heeft gekregen (§ 2). Daarna zal de focus gericht kunnen worden op een aantal aspecten van een mogelijke (dis)kwalificatie van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht als 'wanbeleid' in de zin van art. 2:355 BW. Achtereenvolgens komen dan de volgende vragen aan de orde: in welke gevallen zou overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kunnen gelden als wanbeleid (§ 3), is daarvoor vereist dat de informatieverstrekking door de uitgevende instelling met opzet foutief is geschied (§ 4) en op welke wijze zou de vaststelling van wanbeleid eventueel verder handen en voeten gegeven kunnen worden (§ 5). Ook ik heb soms zichtbaar moeite mijn professionele eer te verbijten als er een uitgelezen kans ontstaat ongewenste ontwikkelingen te signaleren. Om die reden signaleer ik in de slotparagraaf nog enkele dwaalsporen in ons eigentijds debat over de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (§ 6).

2. De wettelijke regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft)

Gelijk bekend, zijn uitgevende instellingen waarvan aandelen⁴ zijn toegelaten tot de handel aan NYSE Euronext Amsterdam onderworpen aan een reeks van informatieverplichtingen. Al die informatieverplichtingen zijn thans handzaam ondergebracht in hoofdstuk 5.1A van de Wft.⁵ Een bijzondere reden om informatieverplichtingen aan uitgevende instellingen op te leggen, is dat de aandelen van dit soort instellingen publiekelijk worden verhandeld op een gereguleerde markt (ofwel een effectenbeurs). Met het oog op een zuivere prijs- of koersvorming van

4 Hoewel de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen is gekoppeld aan met instemming van de uitgevende instelling tot de handel aan bepaalde handelplatforms toegelaten financiële instrumenten – en dat is blijkens art. 1:1 Wft een ruimer begrip dan aandelen – beperk ik mij hier om praktische redenen tot aandelen.

5 Zie voor een systematisch overzicht van deze informatieverplichtingen: C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', in: *Onderneming en financieel toezicht*, Serie OO&R, deel 57, p. 611-680.

deze financiële instrumenten is het van belang dat uitgevende instellingen permanent actuele, volledige en betrouwbare informatie aan de financiële markten verschaffen over hun commerciële en financiële prestaties en vooruitzichten. Er bestaat dus een rechtstreeks verband tussen informatie over het wel en wee van een uitgevende instelling en de ontwikkeling van de beurskoers van de door haar aan beleggers uitgegeven en publiekelijk verhandelde aandelen.

Tot die informatieverplichtingen van beursgenoteerde uitgevende instellingen behoort de doorlopende verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken door middel van een persbericht (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft).⁶ In aanvang heeft onze nationale wetgever deze transparantieverplichting aangemerkt als een preventieve maatregel ter voorkoming van handel met voorwetenschap. Op grond van het transactieverbod van art. 5:56 Wft is het een ieder verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in financiële instrumenten. De achtergrond van deze verbodsbepaling is dat het *unfair* wordt gevonden als insiders hun kennisvoorsprong op de financiële markten ten eigen faveure zouden mogen uitbaten. Die kennisvoorsprong ontlenen zij aan het feit dat informatie aan hen in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris van een uitgevende instelling – ter kennis is gekomen. Gewapend met deze kennis zullen deze insiders beter in staat zijn dan andere marktdeelnemers (de outsiders) om met succes transacties in financiële instrumenten te verrichten. Immers, de kennisvoorsprong van deze insiders geeft hen een gefundeerde verwachting over de koersontwikkeling van financiële instrumenten. Beleggers kunnen daardoor het vertrouwen in andere deelnemers aan de financiële markten verliezen en zich afwenden van die markten. Het goed functioneren van de financiële markten komt daarmee in gevaar. Met een verbodsbepaling tracht de wetgever dit vertrouwen in *fair play* op de financiële markten te behouden en voor zover nodig te herwinnen. Van de naleving door uitgevende instellingen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wordt in dit verband een heilzame werking verwacht. De daaraan ten grondslag liggende gedachte is dat handel met voorwetenschap zo veel mogelijk wordt uitgebannen indien uitgevende instellingen het belegend publiek zo spoedig mogelijk in kennis stellen van alle informatie die voor beleggers relevant is. Ook deze (preventieve) maatregel is daarmee van

6 De Europese grondslag van deze transparantieverplichting is art. 6 lid 1 tot en met 3 Richtlijn marktmisbruik (2003/6/EG).

groot belang voor het borgen van het vertrouwen in de goede werking van de financiële markten.⁷

Hoewel niet kan worden ontkend dat tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling het risico van transacties door insiders met een informatievoorsprong vermindert en dus een welkome bijdrage kan leveren aan de bestrijding van dit euvel, is het met de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen gemoeide belang mijns inziens aanmerkelijk groter. Het is om die reden toe te juichen dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bij gelegenheid van de implementatie van de Transparantierichtlijn (2004/109/EG) is overgeheveld van art. 5:59 (oud) Wft (als onderdeel van hoofdstuk 5.4 (Regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten) van de Wft) naar art. 5:25i Wft.⁸ Deze laatste bepaling maakt thans deel uit van hoofdstuk 5.1A (Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen) van de Wft. Daarmee is een einde gekomen aan de vermeende 'onderhorigheid' van deze kernverplichting van uitgevende instellingen aan het transactieverbod en andere verschijningsvormen van marktmisbruik. Naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zal een waardevolle bijdrage kunnen leveren aan transparantie van de financiële markten. Transparantie betekent in dit verband dat een ieder in de gelegenheid is om gelijktijdig en zo snel mogelijk kennis te kunnen nemen van alle voor de koersvorming van aandelen relevante informatie, zodat beleggers op basis daarvan goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen kunnen nemen. Op deze wijze wordt bevorderd dat alle beleggers op de financiële markten gelijke en eerlijke kansen kunnen hebben op winst en verlies.

De financiële markten plegen veel belang te hechten aan openbaarmaking van *up-to-date* informatie door uitgevende instellingen. Het gaat dan om informatie over onverwachte tegen- of meevallers in de ontwikkeling van omzet of resultaat, een overname die wordt gepleegd, het vertrek van een topbestuurder of een ingrijpende reorganisatie waartoe is besloten. Gelet op die continue informatiebehoefte van beleggers bevat onze financiële toezichtswetgeving, als gezegd, een doorlopende verplichting voor uitgevende instellingen om informatie door middel van een persbericht onverwijld openbaar te maken indien en zodra geoordeeld

7 *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12.

8 Wijzigingen die bij de overheveling in art. 5:25i Wft zijn aangebracht, houden louter verband met de wens een consistent begrippenapparaat in de Wft te gebruiken. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 25-26. Materieel is bij gelegenheid van de overheveling niets gewijzigd.

wordt dat die informatie koersgevoelig is (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft). Met de naleving van deze incidentele informatieverplichting wordt beoogd de informatiekloof te dichten die ontstaat indien uitgevende instellingen de financiële markten uitsluitend periodiek zouden behoeven te informeren door middel van jaarrekeningen en halfjaar- of kwartaalberichten. Immers, een doorlopende openbaarmakingsplicht brengt de verzekering mee dat een gestage informatiestroom in stand wordt gehouden waardoor beleggers permanent inzicht kunnen hebben in het reilen en zeilen van uitgevende instellingen. Ingezien moet worden dat de met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie nagestreefde transparantie van de financiële markten in dit geval wel zal vergen dat bepaalde aanvullende eisen gesteld dienen te worden aan de door uitgevende instellingen openbaar te maken informatie. Die informatie dient te voldoen aan strenge eisen van juistheid en volledigheid. Beleggers die aan de financiële markten deelnemen, zitten nu eenmaal niet te wachten op een veelheid van gegevens van geringe betekenis of halve waarheden ten aanzien van uitgevende instellingen. Uitgevende instellingen zullen slechts door middel van actuele, volledige en betrouwbare informatievoorziening aan de financiële markten het vertrouwen van die markten kunnen genieten. Blijkens art. 5:25i lid 2 Wft heeft de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen betrekking op:

“(...) informatie als bedoeld in art. 5:53, eerste lid, die rechtstreeks op haar betrekking heeft (...)”

Met deze verwijzing naar art. 5:53 lid 1 Wft wordt aangeknoopt bij de begripsomschrijving van ‘voorwetenschap’. Naar algemeen wordt aangenomen, is hierdoor een einde gekomen aan de in de doctrine wel gevoerde discussie of tussen de begrippen ‘voorwetenschap’ (welk begrip werd gehanteerd voor de toepassing van het transactieverbod) en ‘koersgevoelige informatie’ (een begrip dat werd gehanteerd voor de toepassing van de incidentele publicatieplicht van uitgevende instellingen) een relevant verschil bestond. Dat verschil bestaat sedert de implementatie van de Richtlijn marktmisbruik in de Nederlandse financiële toezichtswetgeving niet meer, omdat van één en hetzelfde begrip ‘voorwetenschap’ gebruik wordt gemaakt voor de toepassing van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen en het voor insiders geldende transactieverbod.⁹

9 Met ingang van 1 oktober 2005 is de Richtlijn marktmisbruik omgezet in de Nederlandse financiële toezichtswetgeving door middel van de Wet marktmisbruik (*Stb.* 2005, 346).

Ondanks die gelijkschakeling zal ik in deze bijdrage gebruik blijven maken van het reeds ingeburgerde begrip 'koersgevoelige informatie' om die informatie aan te duiden die door uitgevende instellingen op grond van art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft onverwijld openbaar moet worden gemaakt.

Intussen moet worden bedacht dat de gevolgen van de gelijkschakeling van deze begrippen enigszins worden beperkt. In de eerste plaats dient de openbaar te maken informatie 'rechtstreeks' betrekking te hebben op de uitgevende instelling. Als gevolg van deze beperking vallen middellijk op de uitgevende instelling betrekking hebbende informatie en informatie die betrekking heeft op de handel in financiële instrumenten buiten het begrip 'koersgevoelige informatie', zodat die informatie dan ook niet door uitgevende instellingen openbaar behoeft te worden gemaakt. In de tweede plaats biedt art. 5:25i lid 3 Wft uitgevende instellingen de mogelijkheid om met inachtneming van een aantal strikte voorwaarden te besluiten openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. Blijkens art. 5:53 lid 1 Wft wordt onder het begrip 'voorwetenschap' verstaan:

"bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling als bedoeld in het vierde lid, onderdeel a, waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten".

Praktisch betekent dit dat de openbaarmakingsplicht actueel wordt indien informatie: (i) concreet is, (ii) rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling, (iii) nog niet openbaar gemaakt is en (iv) bij openbaarmaking een significante invloed op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen (of daarvan afgeleide financiële instrumenten) zou kunnen hebben. De AFM benadrukt dat het de eigen verantwoordelijkheid is van de uitgevende instelling om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.¹⁰ Welke informatie koersgevoelig is, verschilt per onderneming en sector en is ook afhankelijk van het marktsentiment en recente markt- en bedrijfsontwikkelingen. Verder hangt de koersgevoeligheid van informatie af van hoe actueel de informatie is, in welke mate deze informatie iets toevoegt aan al bestaande informatie over hetzelfde onderwerp en in hoeverre het nieuwe informatie

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

is. De mate van koersgevoeligheid zal daarnaast worden bepaald door de aard van de betrokken financiële instrumenten. Zo zal informatie die een significante invloed heeft op de koers van bijvoorbeeld een aandeel niet per definitie dezelfde invloed behoeven te hebben op de koers van een obligatie. De AFM onderscheidt in haar brochure 'Koersgevoelige informatie' enkele categorieën van informatie die als mogelijk koersgevoelig worden aangemerkt. Onderscheiden worden: (a) belangrijke feiten over de financiële positie en/of resultaten (zoals bekendmaking van periodieke financiële resultaten, significante afwijking van eerdere prognoses, ontwikkeling van belangrijke producten, belangrijke informatie omtrent kredietfaciliteiten, belangrijke rechtszaken e.d.), (b) belangrijke feiten over de strategie van de onderneming (zoals aan- of verkoop van belangrijke deelnemingen of bedrijfsonderdelen, aangaan of verbreken van belangrijke samenwerkingsverbanden, omvangrijke reorganisaties, strategische koerswijzigingen, ingrijpende wijziging in de activiteiten van de onderneming) en (c) belangrijke feiten over kapitaal/zeggenschap (zoals het splitsen van aandelen, wijziging in de aan de verschillende categorieën financiële instrumenten verbonden rechten, dividendaankondigingen inclusief de (wijziging van de) ex-dividend datum en wijziging in dividendbeleid, belangrijke wijziging in spreiding aandelenbezit en/of *free float* en het treffen of uitvoeren van beschermingsmaatregelen). Ik vestig er nog de aandacht op dat de AFM bij gelegenheid van informatiebijeenkomsten over de nieuwe Wet marktmisbruik luid en duidelijk verkondigde dat van uitgevende instellingen werd verwacht dat zij meer en eerder dan voorheen gebruikelijk was persberichten zouden publiceren. Uitgevende instellingen zouden door de AFM streng in de gaten worden gehouden en stevig worden aangepakt als koersgevoelige informatie niet onverwijld openbaar zou worden gemaakt.

Het uitgangspunt van de wettelijke regeling is dat een uitgevende instelling verplicht is om koersgevoelige informatie 'onverwijld' openbaar te maken. De wetgever heeft niettemin onderkend dat het een uitgevende instelling in uitzonderlijke gevallen dient te worden toegestaan openbaarmaking uit te stellen.¹¹ Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden in uitzonderlijke gevallen deze geheimhouding tijdelijk wordt toegestaan. Dit houdt in dat een uitgevende instelling in een dergelijk geval mag besluiten bepaalde informatie nog niet openbaar te maken, ondanks het feit dat zij bekend is met informatie die aan alle bestanddelen van het begrip 'koersgevoelige informatie' voldoet. De

11 Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12.

uitgevende instelling dient een besluit tot uitstel van openbaarmaking zelf te nemen. De uitgevende instelling draagt daarmee ook zelf de verantwoordelijkheid voor dit uitstel. Bij het nemen van een besluit tot uitstel van openbaarmaking dient de uitgevende instelling ingevolge art. 5:25i lid 3 Wft drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht te nemen. Deze voorwaarden zijn:

- a. het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling;
- b. van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten; en
- c. de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie waarborgen.

Het uitstel mag slechts voortduren zolang aan elk van deze drie voorwaarden wordt voldaan. Wordt niet langer aan één of meer van deze voorwaarden voldaan, dan dient de uitgevende instelling de koersgevoelige informatie alsnog meteen openbaar te maken. Dit betekent dat het bij toepassing van de uitstelregeling aanbeveling verdient een *leak strategy* te bepalen ingeval de achtergehouden koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling onverhoopt niet langer meer vertrouwelijk kan worden gehouden. Onderdeel daarvan is het voorhanden hebben van een (zo nodig geactualiseerd) noodpersbericht dat de uitgevende instelling bij geruchtvorming en/of opmerkelijke omzet- en koersbewegingen terstond moet worden uitgebracht.¹²

Bij AMvB zijn regels gesteld met betrekking tot deze uitzondering op de hoofdregel van onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 4 Wft). Daarbij is bepaald wat onder een rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel kan worden verstaan en aan welke vereisten een uitgevende instelling dient te voldoen om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen. Deze regels zijn neergelegd in art. 4 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft. Voorbeelden van een rechtmatig belang zijn: (i) lopende overnameonderhandelingen als vroegtijdige openbaarmaking daarvan de uitkomst of het normale verloop van deze onderhandelingen zou kunnen doorkruisen en (ii) een getrappt besluitvormingsproces waarbij een door het bestuur genomen besluit nog onderworpen is aan goedkeuring van de raad van commissarissen en te verwachten is dat die goedkeuring geen uitgemaakte zaak is.

12 Zie ook art. 3 lid 2 sub c Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (2003/124/EG).

Met de correcte naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is voor uitgevende instellingen een groot belang gemoeid. Op overtreding daarvan is namelijk een bestuurlijke boete gesteld van maximaal € 4 miljoen.¹³ Deze bestuurlijke boete kan door de AFM niet alleen aan de uitgevende instelling worden opgelegd, maar ook aan de feitelijk leidinggevers aan de overtreding.¹⁴ Daarnaast heeft de wetgever er welbewust voor gekozen de openbaarmakingsplicht strafrechtelijk te kunnen handhaven. Overtreding van de openbaarmakingsplicht is een economisch delict, waarvan de opsporing, vervolging en berechting volgens het regime van de Wet op de economische delicten (WED) verloopt.¹⁵

Tot voor kort bestond voor de civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie betrekkelijk weinig aandacht.¹⁶ Te verwachten valt dat daarin verandering zal komen, aangezien beleggers de rechtsingang naar het verkrijgen van schadevergoeding in dit soort gevallen inmiddels gevonden lijken te hebben en daarmee inmiddels daadwerkelijk successen hebben behaald.¹⁷ Een aanwakkerende wind in de zeilen daarbij is dat de AFM de bestuurlijke handhaving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – na een enigszins aarzelende start – *au sérieux* is gaan nemen. Een aantal bestuurlijke boetes is inmiddels aan uitgevende instellingen

13 Zie art. 1:80 Wft j° Besluit bestuurlijke boetes financiële sector Wft.

14 Zie art. 5:1 lid 3 Algemene wet bestuursrecht (Awb). In deze bepaling wordt art. 51 lid 2 en 3 Wetboek van Strafrecht, waarin strafrechtelijke aansprakelijkheid voor door een rechtspersoon gepleegde strafbare feiten wordt uitgebreid tot opdrachtgevers en feitelijk leidinggevers, van overeenkomstige toepassing verklaard op overtredingen. Onder een 'overtreding' wordt een gedraging verstaan die in strijd is met het bepaalde bij of krachtens enig wettelijk voorschrift (art. 5:1 lid 1 Awb).

15 Zie art. 1 onderdeel 2° WED. Hierdoor is niet-naleving van de openbaarmakingsplicht door een uitgevende instelling een misdrijf, voor zover deze overtreding opzettelijk is begaan (art. 2 lid 1 WED). Indien geen opzet wordt aangenomen, zal sprake zijn van een overtreding.

16 De enige vermeldenswaardige uitzondering daarop was tot voor kort HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Philips/VEB c.s.*). Zie daarover: G.T.J. Hoff, "Civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie", in: *Aansprakelijkheid in de financiële sector*, Serie Onderneming en recht, deel 78, p. 711-722.

17 Te noemen zijn in dit verband de rechtsvorderingen die door beleggers zijn ingesteld tegen Shell, Ahold, Vedioir, Numico, Super de Boer en Fortis. Alleen in de twee laatstgenoemde gevallen zijn (nog) geen schikkingen bereikt.

opgelegd voor overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.¹⁸

Ook de Ondernemingskamer is inmiddels in een enquêteprocedure geroepen om te oordelen over de vraag of stelselmatige overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – ook wel onder woorden gebracht als het creëren en in stand houden van een *false market* in het bewuste aandeel – grond oplevert om te oordelen dat de uitgevende instelling zich schuldig heeft gemaakt aan wanbeleid. Het gaat dan om de Fortis-enquête.¹⁹ Ter wille van de transparantie vermeld ik dat de auteur dezes de VEB in deze zaak als advocaat heeft bijgestaan.

3. Wanbeleid

Na de voorgaande schets van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kan worden getracht de vraag te beantwoorden of, en zo ja, in welke gevallen en onder welke voorwaarden, overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kan worden aangemerkt als ‘wanbeleid’. Daarvoor dient dit begrip eerst enigszins omljnd te worden.

Het vertrekpunt bij de exegese van het begrip ‘wanbeleid’ behoort de wetsgeschiedenis te zijn, zoals die ook door de Hoge Raad in zijn OGEM-beschikking samengevat is weergegeven.²⁰ Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat de wetgever onder ‘wanbeleid’ een zeer ernstig tekortschietend beleid verstaat. De Hoge Raad overweegt verder dat de wetgever het niet nodig heeft geacht in de wet een omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’ op te nemen, omdat dit begrip wordt gebruikt in een betekenis die niet van het gewone spraakgebruik afwijkt en de rechter toch in elk afzonderlijk geval zal moeten beslissen of de gemaakte beleidsfouten zo ernstig zijn dat van wanbeleid moet worden gesproken. Hieruit volgt volgens de Hoge Raad ook dat niet iedere beleidsfout als wanbeleid kan worden aangemerkt, maar dat de fout van voldoende ernst moet zijn om deze (dis)kwalificatie te rechtvaardigen. Uit diezelfde wetsgeschiedenis is volgens de Hoge Raad op te maken dat naar het oordeel van de wetgever een incidentele beleidsfout niet als wanbeleid kan worden aangemerkt.

18 Zie de persberichten van de AFM van 8 september 2008 (*Numico*), 15 juli 2009 (*Vedior*), 10 maart 2010 (*Fortis*), 27 augustus 2010 (*Fortis*) en 2 mei 2011 (*Wavin*). De bij de persberichten behorende boetebesluiten zijn te downloaden via www.afm.nl.

19 Hof Amsterdam (OK) 5 april 2012, *JOR* 2013/41 m.nt. C.D.J. Bulten. Fortis heeft cassatieberoep tegen deze beschikking ingesteld.

20 HR 10 januari 1990, *NJ* 1990, 466 (OGEM) m.nt. JMM, r.o. 7.2.

Omgekeerd is niet vereist dat het wanbeleid een structureel karakter heeft.²¹ Immers, een dergelijke opvatting zou eraan voorbij gaan:

“(...) dat ook een enkele gedraging wanbeleid kan opleveren, hetgeen met name het geval kan zijn, indien die gedraging tot voor de onderneming zeer nadelige gevolgen heeft geleid. Alsdan kan niet worden gesproken van een incident of een als incidenteel te beschouwen beleidsfout.”

Gewoonlijk wordt als criterium voor wanbeleid aangenomen dat de vennootschap onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld of nagelaten en wel zo ernstig dat moet worden geoordeeld dat dat handelen of nalaten in strijd was met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap. Aangetekend moet hierbij worden dat dit criterium blijkens rechtspraak van de Ondernemingskamer en de Hoge Raad niet exclusief wordt gehanteerd om in voorkomend geval wanbeleid vast te stellen.²²

Uit deze omschrijving van het begrip ‘wanbeleid’ blijkt duidelijk dat wordt aangeknoopt bij door de vennootschap gemaakte *beleidsfouten*. Het gaat dan bij uitstek om typische handelingen van een onderneming: het betreden van een nieuwe afzetmarkt, het overnemen van een andere onderneming of het aangaan van een fusie, het doorvoeren van een reorganisatie of het voeren van een bepaald beloningsbeleid. In al dit soort gevallen heeft de vennootschap een betrekkelijk grote vrijheid van handelen en kunnen wij inderdaad van een voor ondernemingen geldende beleidsvrijheid spreken. Zij heeft de vrijheid een andere onderneming al dan niet over te nemen, daar een bepaalde prijs voor te betalen, een deel van de overgenomen onderneming weer door te verkopen *und so weiter*. Het enquêterecht beoogt uitsluitend paal en perk aan die beleidsvrijheid te stellen wanneer sprake is van *wanbeleid*.

Onderkend moet worden dat het verwijt dat aan een uitgevende instelling in het geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wordt gemaakt, van bijzondere aard is. De uitgevende instelling wordt verweten niet in overeenstemming met de vigerende wettelijke voorschriften het belegend publiek – of in een meer abstracte term aangeduid: de financiële markten – te hebben ingelicht over belangwekkende feiten en gebeurtenissen die bij haar hebben plaatsgevonden. Die wettelijke voorschriften kennen in het geheel geen beleidsvrijheid voor de uitgevende instelling in de hiervoor bedoelde zin. De uitgevende instelling is op grond van de Wft *verplicht* om doorlopend

21 HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (OGEM) m.nt. JMM, r.o. 7.5.

22 Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 790.

koersgevoelige informatie die rechtstreeks op haar betrekking heeft on-
verwijld openbaar maken door middel van de uitgifte van een persbericht
(art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft). Die wettelijke voorschriften worden
door de uitgevende instelling naar behoren nageleefd of niet. Enige
beleidsvrijheid kent de uitgevende instelling niet om die wettelijke regels
al dan niet of slechts tot op zekere hoogte na te leven. Uitzondering
daarop is slechts dat het de uitgevende instelling met inachtneming van
strikte voorwaarden is toegestaan de openbaarmaking van koersgevoelige
informatie gedurende een bepaalde periode uit te stellen (art. 5:25i lid 3
Wft). Aan het voorgaande kan nog worden toegevoegd dat overtreding
van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie gewoonlijk
hand in hand zal gaan met een overtreding van het verbod van markt- of
informatiemanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub d Wft). Het is een uitgevende
instelling verboden om informatie te verspreiden waarvan een onjuist of
misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot (onder meer)
de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider van die
informatie weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie
onjuist of misleidend is. Overtreding van dit verbod is *ex lege* een
economisch misdrijf (art. 2 lid 3 WED j° art. 5:54 Wft), ook dan wanneer
opzet niet in het spel is.

Gelet op dit bijzondere karakter van de openbaarmakingsplicht van
koersgevoelige informatie zou kunnen worden betoogd dat in het geval
deze publicatieverplichting wordt overtreden, de (dis)kwalificatie 'wan-
beleid' daarmee in beginsel gegeven is. Hooguit wanneer een eenmalige
overtreding van de openbaarmakingsplicht een bagatel moet worden
genoemd, zou die (dis)kwalificatie misschien onterecht zijn. Met dit ver-
trekpunt voor ogen heeft de VEB in de tweede fase van de enquêtepro-
cedure zwaar ingezet op de stelling dat voor alles aan de orde zou moeten
zijn of sprake is geweest van een wetsovertreding door Fortis doordat zij
niet (tijdig) of niet naar behoren de openbaarmakingsplicht van koers-
gevoelige informatie heeft nageleefd. De VEB voerde daartoe aan dat bij
Fortis in de periode vanaf 20 september 2007 tot en met 29 september 2008
sprake is geweest van wanbeleid, en wel doordat:

- a. Fortis op 20 september 2007 een emissieprospectus heeft gepubli-
ceerd dat op het punt van de blootstelling van Fortis aan de risico's
verbonden aan de zogeheten subprime crisis onjuist en onvolledig
en daardoor misleidend was, alsmede door dat prospectus in de
periode nadien niet te corrigeren;
- b. Fortis niet uiterlijk op 21 mei 2008 de condities van de verkoop van
HBU aan Deutsche Bank openbaar gemaakt heeft;

- c. Fortis niet uiterlijk op 19 september 2008 bekend heeft gemaakt dat de verkoop van 50% van haar vermogensbeheeractiviteiten aan Ping An geen doorgang zou vinden;
- d. Fortis op 13, 22 en 23 mei en 5 en 10 juni 2008 misleidende mededelingen heeft gedaan omtrent haar solvabiliteit en haar voornemen om aandelen te emitteren;
- e. Fortis pas op 26 juni 2008 haar voornemen tot het uitgeven van aandelen en het schrappen van dividend bekend heeft gemaakt, terwijl het besluit daartoe reeds op 19 juni 2008 was genomen en door bij de publicatie van dat voornemen de werkelijke achtergronden daarvan te verzwijgen;
- f. Fortis op 26 september 2008 geruiststellende mededelingen over haar liquiditeit en haar solvabiliteit heeft gedaan.²³

Om de overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie aan te tonen, wees de VEB op de bestuurlijke boetes die de AFM in verband met de onder (a), (b), (d) en (e) genoemde verwijten inmiddels aan Fortis had opgelegd. Deze boetes zijn door de rechtbank Rotterdam gehandhaafd en liggen thans in hoger beroep voor bij het CBb.²⁴

De Ondernemingskamer overwoog over het belang van een overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie als grondslag voor de vaststelling van wanbeleid als volgt (r.o. 4.2):

“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

23 Buiten beschouwing laat ik het zevende verwijt, inhoudende dat Fortis pas op 29 september 2008 afschrijvingen ad € 5 miljard openbaar heeft gemaakt waarvan de noodzaak haar in ieder geval voor een belangrijk deel reeds voordien bekend was. Dit verwijt is volgens Ondernemingskamer niet terecht gemaakt (r.o. 6.128). De VEB heeft, slechts om redenen van opportuniteit, de gedachte laten varen de Ondernemingskamer te verzoeken hiernaar aanvullend onderzoek te laten doen (r.o. 6.127).

24 Zie Rb. Rotterdam 4 mei 2011, *JOR* 2011/193 m.nt. T.M. Stevens (verwijten b en d) en Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (verwijt a).

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 [waarmee bedoeld wordt op de eerder aangehaalde elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap, JH] en of zich op die grond wanbeleid heeft voorgedaan.”

De Ondernemingskamer geeft hiermee te kennen dat bij de beoordeling of sprake is geweest van wanbeleid de voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldende normstelling weliswaar niet (steeds) van doorslaggevende betekenis behoeft te zijn, maar dat van het voor de openbaarmakingsplicht geldende wettelijk regime mogelijk wel invloed kan uitgaan. De Ondernemingskamer lijkt daarmee de door de VEB betrokken stelling niet categorisch te hebben verworpen. Daarmee zal mijns inziens zijn gegeven dat het debat bij de Ondernemingskamer zich blijft afspelen tegen de achtergrond van het wettelijk regime (art. 5:25i Wft). Voor de verzoekers levert dit *en détail* uitgewerkte regime (of soortgelijke paradigma's) in voorkomend geval houvast bij het formuleren van de aan het adres van de uitgevende instelling te maken verwijten. Uitgevende instellingen kunnen op hun beurt aan het wettelijk regime aanknopingspunten ontleen voor het formuleren van een gearticuleerd verweer, zoals het verweer dat de informatie nog niet of onvoldoende concreet was, niet koersgevoelig was of dat de uitgevende instelling op grond van de uitstelregeling gerechtigd was openbaarmaking van de bewuste informatie uit te stellen.

Als we dan vervolgens bezien op welke wijze de Ondernemingskamer de aan het adres van Fortis gemaakte verwijten heeft beoordeeld, dan valt mijns inziens een onderscheid te maken tussen twee categorieën verwijten. Ten eerste de categorie verwijten dat Fortis informatie openbaar heeft gemaakt die in één of meer opzichten misleidend is geweest. Het gaat dan om de hiervoor onder (a), (d) en (f) opgesomde verwijten. In die gevallen laat de Ondernemingskamer bij haar beoordeling uitdrukkelijk in het midden of Fortis op grond van het wettelijk regime verplicht was informatie openbaar te maken. Dat kan de Ondernemingskamer eenvoudigshalve ook doen, omdat Fortis er nu eenmaal zelf voor heeft gekozen bepaalde informatie aan beleggers te verschaffen. De informatie die door Fortis openbaar is gemaakt, wordt vervolgens getoetst aan onder meer de eisen van volledigheid en juistheid en de geschiktheid van de informatie een onjuiste indruk bij het relevante publiek te vestigen.²⁵ Illustratief voor

25 Zie r.o. 6.51 t/m 6.56, 6.89 t/m 6.99 en 6.117 t/m 6.122.

de werkwijze van de Ondernemingskamer is het oordeel over verwijt (a), dat ik om die reden ook geheel aanhaal:

“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.

Dit verschaffen van informatie of inzicht kan op verschillende manieren geschieden en in verschillende gradaties van concretisering en detaillering. Wat evenwichtig en volledig is hangt af van de omstandigheden. 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. De Ondernemingskamer concludeert dat Fortis dit een en ander heeft nagelaten en dat het prospectus en de trading update ten aanzien van de subprime-blootstelling daardoor – gelet op de omstandigheden die zich toen voordeden en op hetgeen Fortis daaromtrent toen wist – niet evenwichtig en niet volledig waren, integendeel selectief informatie verschaffen en aldus een onjuist of onzuiver beeld oproepen.

Uit het onderzoeksverslag blijkt verder, dat het belang van het opnemen van de juiste informatie in het prospectus op het punt van de subprime-portefeuille alsmede het belang dat de buitenwereld daaraan hechtte destijds binnen Fortis werd onderkend (onderzoeksverslag 482 en 487).

Door niettemin – en, zo blijkt uit het onderzoeksverslag (onder meer 480): welbewust – over die portefeuille selectieve, niet evenwichtige informatie te verschaffen waardoor een onjuist of onzuiver beeld werd opgeroepen, is Fortis ernstig tekortgeschoten.”

Geconstateerd kan worden dat bij deze eerste categorie het wettelijk regime van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie

geen rol behoeft te spelen. Enige verwijzing naar het begrip 'koersgevoelige informatie' en de wettelijke plicht die informatie onverwijld openbaar te maken, wordt door de Ondernemingskamer zorgvuldig vermeden. De bekende civielrechtelijke noties over het begrip 'misleiding' kunnen hier volstaan om een nadere invulling te geven aan het toetsingskader voor wanbeleid.

De tweede categorie wordt gevormd door de verwijten dat Fortis de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (eerder) had moeten naleven dan zij daadwerkelijk heeft gedaan. Het gaat dan om de hiervoor onder (b), (c) en (e) opgesomde verwijten. In die gevallen lijkt het noodzakelijk de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie van de uitgevende instelling als vertrekpunt te nemen. Wonderlijk genoeg doet de Ondernemingskamer dat opnieuw niet, althans niet expliciet. Een treffend voorbeeld van de door de Ondernemingskamer in deze gevolgde werkwijze blijkt uit de volgende rechtsoverweging 6.71:²⁶

"De Ondernemingskamer is gelet op het voorgaande van oordeel dat er redelijkerwijs van uit moet worden gegaan dat Fortis er vanaf 21 mei 2008 zodanig ernstig rekening mee hield, althans had moeten houden, dat zich in het kader van de verkoop van de EC-remedies (naar alle waarschijnlijkheid aan Deutsche bank, maar strikt genomen is dat niet relevant) een substantiële (extra) tegenvaller ter grootte van € 0,8 miljard ten aanzien van de solvabiliteit zou voordoen, dat die informatie niet langer aan het belegend publiek kon worden onthouden zonder dat misleiding van dat publiek te duchten was en dat die informatie derhalve toen naar buiten gebracht had moeten worden.

Deze conclusie is – anders dan Fortis lijkt te vrezen (onder meer verweerschrift 9.2.49, 9.3.30 en 9.5.5) – niet gebaseerd op de bevinding dat de transactie met Deutsche Bank op die tijdstippen rond of nagenoeg rond was – dat nemen ook onderzoekers niet tot uitgangspunt –, maar op de bevinding dat toen duidelijk werd/was dat de redelijkerwijs onvermijdelijke verkoop van de EC-remedies praktisch gesproken gepaard zou gaan met voormelde tegenvaller, te weten een veel groter verlies dan tot op dat moment aangenomen.

Voormelde conclusie gold uiteraard te meer toen op 14 juni 2008 de essentie van de positie van Fortis op dit punt door de publicatie in De Telegraaf naar buiten kwam, als gevolg waarvan het risico ontstond dat over (de juistheid van) deze door De Telegraaf naar buiten gebrachte informatie zou worden gespeculeerd."

Wederom grijpt de Ondernemingskamer aan bij de misleiding van het belegend publiek, waarvoor moest worden gevreesd. Er was in dit geval geen sprake van misleiding omdat Fortis er vrijwillig voor had gekozen

26 Zie voor andere voorbeelden r.o. 6.81 t/m 6.83 en 6.105 t/m 6.112.

bepaalde informatie, die in één of meer opzichten onjuist en/of onvolledig was, openbaar te maken. Fortis had juist nagelaten essentiële informatie tijdig openbaar te maken, waar dat voor een geïnformeerde oordeelsvorming van beleggers wel was aangewezen. De Ondernemingskamer lijkt de plicht tot informatieverschaffing bij deze tweede categorie te hebben gefundeerd op niet meer dan een aan het gemene recht ontleend verbod het beleggend publiek te misleiden. Gelet op het voorhanden zijn van een uitgewerkt wettelijk regime voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie had het mijns inziens meer voor de hand gelegen als de Ondernemingskamer daarbij aansluiting had gezocht. Dat de Ondernemingskamer het wettelijk regime niettemin met een half oog in het vizier heeft gehouden, blijkt wel uit de slotconclusie. In die slotconclusie (r.o. 6.76) wordt namelijk een brug geslagen met het wettelijk regime (waarvan het begrip 'koersgevoelige informatie' het sleutelwoord is) door onder meer te overwegen:

"De Ondernemingskamer is van oordeel dat er vanuit moet worden gegaan dat Fortis er vanaf 21 mei 2008 althans vanaf 14 juni 2008 zodanig ernstig rekening mee hield althans had moeten houden dat zich in het kader van de verkoop van de EC-remedies een substantiële tegenvaller ter grootte van € 0,8 miljard ten aanzien van de solvabiliteit zou voordoen, dat die informatie – als koersgevoelige informatie – niet langer aan het beleggend publiek kon worden onthouden zonder dat misleiding van dat publiek te duchten was. Door het interne deskundige advies terzijde te leggen en door welbewust te kiezen de informatie niet openbaar te maken is Fortis ernstig tekortgeschoten. Zoals hierna zal blijken draagt dit bij aan het oordeel dat zich bij Fortis wanbeleid heeft voorgedaan."

Mijn voorspelling is dat het bij de Ondernemingskamer in voorkomend geval te voeren debat over het communicatiebeleid van uitgevende instellingen zich nog steeds zal blijven afspelen tegen de achtergrond van het wettelijk regime (art. 5:25i Wft). Dat regime geeft in allerlei opzichten structuur aan het debat. Het debat dat aldus wordt gevoerd over de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie lijkt bovendien naadloos aan te kunnen sluiten bij meer algemene, civielrechtelijke noties over misleiding, waaraan de Ondernemingskamer bij de uitleg van het begrip 'wanbeleid' in verband met het communicatiebeleid van uitgevende instellingen klaarblijkelijk grotere betekenis lijkt toe te kennen.

4. Wanbeleid eerst bij opzettelijk gemaakte fouten in de informatieverstrekking?

In de tweede fase van de enquêteprocedure heeft Fortis nog gepoogd een strengere norm voor wanbeleid te introduceren, en wel in die zin dat wanbeleid eerst aan de orde zou kunnen zijn indien de uitgevende instelling *bewust* in strijd met wettelijke publicatievoorschriften heeft gehandeld. Hier lijkt de eis van opzet bij de uitleg van het begrip 'wanbeleid' te worden geïntroduceerd. Om deze uitleg kracht bij te zetten, verwees Fortis naar het oordeel van de Hoge Raad in de VIBA-beschikking waarin inderdaad aan dit subjectieve bestanddeel enig belang werd gehecht.²⁷

Wat was in deze zaak aan de orde? De Hoge Raad moest een oordeel geven over de vaststelling van de Ondernemingskamer dat sprake was van wanbeleid doordat VIBA onvoldoende helderheid aan de algemene vergadering had verschaft over een mogelijke belangenverstrengeling van één van de commissarissen. VIBA had namelijk nagelaten de indruk weg te nemen dat een dergelijke belangenverstrengeling aan de orde was, een indruk die overigens onjuist bleek te zijn. De Hoge Raad overwoog – in een zaak waarin het dus gaat om één enkele gedraging – dat de Ondernemingskamer blijk heeft gegeven van een onjuiste rechtsopvatting omtrent het begrip 'wanbeleid'. De relevante rechtsoverweging luidt als volgt:

“Dit onvoldoende verstrekken van informatie kan echter niet als wanbeleid worden aangemerkt indien het, zoals hier, niet opzettelijk is gebeurd, en tot geen ander gevolg heeft geleid dan de mogelijkheid dat bij een deel van de aandeelhouders de niet met de werkelijkheid overeenstemmende indruk bleef bestaan dat met betrekking tot het onderwerp in kwestie sprake was van volstrekt onaanvaardbare belangenverstrengeling.”

Uit deze beschikking van de Hoge Raad kan mijns inziens niet de algemene norm gedestilleerd worden dat fouten in de informatieverstrekking aan het belegend publiek pas wanbeleid kunnen opleveren ingeval deze fouten opzettelijk zijn begaan. Die *a contrario* redenering gaat niet op. In één specifiek geval heeft de Hoge Raad geoordeeld dat een eenmalig tekortschieten door de vingers moet worden gezien als de foutieve informatieverstrekking niet opzettelijk is gedaan en de gevolgen daarvan beperkt waren. Eufemistisch uitgedrukt, is er bij Fortis wel iets meer aan

27 HR 21 februari 2003, JOR 2003/58.

de hand geweest dan een incidentele beleidsfout die niet tot zeer schadelijke gevolgen heeft geleid. De Ondernemingskamer heeft bij het formuleren van het toetsingskader voor wanbeleid dan ook niet de strenge eis van opzet gesteld.

5. Ondersteunend bewijs voor de vaststelling van wanbeleid

Het bestuur van de uitgevende instelling is belast met de plicht om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.²⁸ Gelet op het belang dat met de tijdige en correcte naleving van deze openbaarmakingsplicht is gemoeid, mag enige nadruk worden gelegd op de noodzaak om de voor de naleving van de openbaarmakingsplicht vereiste informatieontsluiting te organiseren. Immers, bij aanwezigheid van een adequaat managementinformatiesysteem zal de ontdekking van feiten en gebeurtenissen die voor de openbaarmakingsplicht van belang zijn of die dat op termijn kunnen zijn niet of minder aan het toeval worden overgelaten. Een adequate organisatie van het informatiemanagement zal ertoe kunnen bijdragen dat het bestuur in staat is op gezette tijden te beoordelen of informatie die in een eerder stadium (nog) niet als koersgevoelig kwalificeerde zich nadien zo heeft ontwikkeld dat dat inmiddels wel het geval is.

De Ondernemingskamer heeft er blijk van gegeven hiervoor oog te hebben. Zo worden enkele constatering van onderzoekers met betrekking tot (de organisatie van) het communicatiebeleid aangehaald die het oordeel over wanbeleid als zodanig kunnen versterken. In de eerste plaats haalt de Ondernemingskamer het volgende – niet door Fortis bestreden – oordeel van onderzoekers aan (r.o. 6.130):

“Onderzoekers zijn van mening dat de kennis van senior-Fortis-functionarissen, aangaande (de noodzaak van het al of niet melden van) KGI casu quo de eisen om tot uitstel van openbaarmaking van KGI over te gaan, niet op een niveau lag dat daaraan van een vooraanstaande beursgenoteerde financiële instelling verwacht mag worden. Onder meer Mittler heeft in het wederhoorproces laten weten dat de juridische afdeling er onder meer voor is om de Fortis-bestuurders dienaangaande te adviseren en dat die bestuurders daar dan in de regel op af mogen gaan. Onderzoekers wijzen in dit kader op diverse situaties waarbij binnen Fortis werd afgeweken van ter zake relevante zienswijzen van Fortis-juristen (...) en menen minst genomen te kunnen persisteren.”

28 Zie Hoff, *a.w.*, p. 433 e.v.

Een dergelijk aantoonbaar gebrek aan adequate kennis van en inzicht in de werking van deze essentiële informatieverplichting bij het bestuur dat verantwoordelijk is voor de naleving daarvan zal ongetwijfeld leiden tot de conclusie dat de uitgevende instelling ernstig is tekortgeschoten in de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Daar komt nog bij dat het bestuur zich onvoldoende rekenschap gaf van dat eigen gebrek aan kennis en inzicht, aangezien de adviezen van interne deskundigen niet werden opgevolgd.

In de tweede plaats wijst de Ondernemingskamer op de vastlegging van de besluitvorming – of beter gezegd: een gebrek daaraan – in de gevallen dat Fortis had besloten om de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen (eveneens r.o. 6.130). Onderzoekers hebben vastgesteld dat de beslissingen van Fortis om in een aantal gevallen koersgevoelige informatie niet onverwijld met de financiële markten te delen, niet zijn vastgelegd in notulen van de raad van bestuur. Elke *audit trail* over deze belangrijke beslissingen ontbreekt. Ook deze constatering van onderzoekers heeft volgens de Ondernemingskamer bijgedragen aan het oordeel omtrent het wanbeleid.

Daaraan zou wat mij betreft in de derde plaats aan toegevoegd kunnen worden: het bestaan – of beter gezegd: het ontbreken – van een systeem of een aanwijsbare structuur binnen de organisatie van de uitgevende instelling dat de naleving van de wettelijke informatieverplichtingen doorlopend zou kunnen bewaken. Van een uitgevende instelling mag niet alleen worden verwacht dat haar bestuurders zelf voldoende basiskennis hebben van de toepasselijke wet- en regelgeving, maar ook dat er wordt voorzien in procedures om de naleving van de wettelijke informatieverplichtingen te waarborgen en dat de verschillende afwegingen die worden gemaakt en de resultaten daarvan schriftelijk worden vastgelegd. Bij die procedures kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het instellen van een *disclosure committee*.²⁹ Tot de taken van het *disclosure committee* behoren het verzamelen en beoordelen van informatie die in aanmerking komt om door de uitgevende instelling openbaar te worden gemaakt. Op basis van de uitkomsten daarvan dient het bestuur van de uitgevende instelling te worden geadviseerd over de naleving van onder meer de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. De commissie dient verder op gezette tijden eerdere publicaties van de uitgevende instelling te beoordelen teneinde te bepalen of de daarin voorkomende informatie geactualiseerd dan wel gecorrigeerd dient te worden. Tot de taken van de commissie wordt gewoonlijk ook gerekend het periodiek

29 Zie hierover verder: Hoff, *a.w.*, p. 444 e.v.

adviseren van het bestuur over de effectiviteit van de interne procedures en de maatregelen die eventueel noodzakelijk of wenselijk zijn om de naleving van deze procedures te bevorderen. Daarbij wordt gedoeld op de interne procedures voor de tijdige verzameling en beoordeling van informatie waarvan de openbaarmaking verplicht kan zijn krachtens de voor de uitgevende instelling geldende wet- en regelgeving en de voorschriften van de gereguleerde markten. Ook als een dergelijk (adviserend) *disclosure committee* wel is ingesteld door de uitgevende instelling, kan het falen daarvan de uitgevende instelling worden aangerekend.

6. Tot besluit: signalering van enkele dwaalsporen

Aan het slot van deze bijdrage neem ik de gelegenheid te baat de aandacht te vestigen op enkele hardnekkige misverstanden over de precieze werking van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Mijn indruk is dat uitgevende instellingen hiermee nog steeds niet of onvoldoende bekend zijn.

Ten eerste geldt dat de openbaarmakingsplicht voor de uitgevende instelling eerst actueel wordt als informatie 'concreet' is. Met dit vereiste zullen niet of onvoldoende concrete feiten of gebeurtenissen – zoals geruchten, gissingen of algemene markt- of bedrijfsinformatie – veelal buiten het bereik van de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht zijn gebracht. Deze eis impliceert dat de openbaar te maken informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Soms menen uitgevende instellingen de *timing* van openbaarmaking te mogen beïnvloeden door bijvoorbeeld het doen van onderzoek naar bepaalde feiten of gebeurtenissen bewust te vertragen of door onderzoeksrapportages pas te promoveren van concept naar een definitieve vorm als dat met het oog op publicatiedoeleinden opportuun wordt bevonden. Een ander voorbeeld van sturing is dat de vennootschappelijk besluitvorming weliswaar materieel is afgerond, maar dat de formele besluitvorming alleen maar wordt uitgesteld om openbaarmaking uit te kunnen stellen.

Ten tweede: een wijd verbreid misverstand is dat informatie uitsluitend koersgevoelig zou zijn indien overduidelijk een rechtstreekse relatie kan worden gelegd tussen openbaarmaking van informatie en de beurskoers. Toegegeven moet worden dat informatie volgens art. 5:53 lid 1 Wft pas koersgevoelig is indien deze informatie bij openbaarmaking "significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten". Om te kunnen gelden als koersgevoelige informatie zou openbaarmaking van de bewuste informatie dus redelijkerwijs gesproken

moeten leiden tot een zekere waarneembare verandering van de beurskoers. Het gaat dan om een *kwantitatieve* invulling die aan het koersgevoeligheidsvereiste wordt gegeven, hoewel het niet mogelijk lijkt die minimale koersverandering te kwantificeren. Ingezien moet echter worden dat in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking (2003/124/EG) van de Europese Commissie een wezenlijk andere uitleg aan (of een nadere uitwerking van) het koersgevoeligheidsvereiste is gegeven. In deze uitvoeringsrichtlijn wordt in art. 1 lid 2 onder "informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide instrumenten" verstaan: "informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren."

Met deze uitleg (of invulling) lijkt veeleer te worden gekozen voor een *kwalitatieve* invulling van het koersgevoeligheidsvereiste. Het gaat niet om een meetbare invloed die van openbaarmaking van informatie op de beurskoers van een aandeel uitgaat, maar om informatie die relevant of betekenisvol kan zijn voor beleggers bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Uit de rechtspraak valt op te maken dat bij de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste de maatstaf van de redelijk handelende belegger een allesbepalende rol vervult.³⁰ De rechtspraak lijkt daarmee feitelijk uit te gaan van een enkelvoudige toets: als een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van bepaalde informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren, dan geldt dat deze informatie bij openbaarmaking een aanzienlijk invloed op de beurskoers zou kunnen hebben. In dat geval dient de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie onverwijld te worden nageleefd.

Een laatste misverstand houdt verband met de uitstelregeling (art. 5:25i lid 3 Wft). Uitgevende instellingen mogen onder bepaalde voorwaarden uitstel nemen van openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Eén van die voorwaarden is dat de uitgevende instelling in staat moet zijn de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te waarborgen (art. 5:25i lid 3 sub c Wft). Veelal beweren uitgevende instellingen dat zij pas dan niet langer in staat zijn de vertrouwelijkheid van de met een beroep op de uitstelregeling achtergehouden informatie te waarborgen in het geval daadwerkelijk koersgevoelige informatie is gelekt. Daarmee wordt mijns inziens een te strenge eis aangelegd. Het gaat er

30 Zie bijvoorbeeld Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (*Fortis/AFM*) en Hof Amsterdam 21 maart 2012, *JOR* 2012/183 m.nt. J. Italianer (*Qurius*).

immers om dat de uitgevende instelling in staat moet zijn de vertrouwelijkheid te *waarborgen*, en dat is een resultaatsverbintenis.³¹ De uitgevende instelling zal daartoe niet meer in staat zijn als er inmiddels concrete aanwijzingen bestaan dat informatie die vertrouwelijk gehouden moet worden bekend is bij derden die daarvan niet op de hoogte zouden moeten zijn. Zo kunnen ook bepaalde marktomstandigheden, waaronder de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren, een dergelijke aanwijzing opleveren.³² Niet relevant is dat derden misschien nog niet van de achtergehouden informatie *en détail* op de hoogte zijn, maar slechts flarden daarvan hebben opgevangen. Ook niet relevant is of deze derden de bewuste informatie inmiddels op een of andere wijze openbaar hebben gemaakt. Het gaat erom dat de uitstelregeling niet meer gebruikt mag worden als de uitgevende instelling ten aanzien van de vertrouwelijk te houden informatie niet meer *in control* is, zoals zij dat volgens de AFM ook niet meer zal zijn als de groep van personen die op de hoogte is van de achtergehouden koersgevoelige informatie te groot wordt. In al deze gevallen dient de uitgevende instelling alsnog volgens de hoofdregel van art. 5:25i lid 2 Wft onverwijld een persbericht uit te geven, omdat zij niet meer onverkort aan alle voorwaarden van de uitstelregeling voldoet.

31 Zie Hoff, *a.w.*, p. 303. Zie inmiddels ook Rb. Rotterdam 22 juli 2010, *JOR* 2010/273 m.nt. G.T.J. Hoff (*Numico*).

32 Vgl. in deze zin ook Hof Amsterdam 10 juli 2012, *LJN:BX0488* (*Super de Boer/VEB*).