

Beursgenoteerde ondernemingen

en de publicatie van koersgevoelige informatie (artikel 28h Fondsenreglement)

Cor Herkströter

SAMENVATTING Een beursgenoteerde onderneming dient uitermate zorgvuldig om te gaan met het openbaar maken van koersgevoelige informatie. Feiten en gebeurtenissen waarvan mag worden verwacht dat daarvan een aanmerkelijke invloed op de koers zal kunnen uitgaan, dienen *terstond* te worden gepubliceerd. De door Euronext ingestelde Adviescommissie Fondsenreglement adviseert de directie over vermoede overtredingen door uitgevende instellingen en de te nemen maatregelen als naar haar oordeel sprake is van een of meer kennelijke overtredingen. De uitgebrachte adviezen worden in principe gepubliceerd, onafhankelijk van de beslissing van Euronext die adviezen te volgen of niet. De belegger kan op grond van een desbetreffend uitgebracht advies zelf besluiten of het zinvol is verdere actie te ondernemen tegen de uitgevende instelling die de regels heeft overtreden.

1 Inleiding

Een onderneming die op de beurs van Euronext Amsterdam N.V. (Euronext) is genoteerd, heeft, voorafgaand aan de beursintroductie, een Noteringsovereenkomst met de beurs gesloten. In deze overeenkomst en in het Fondsenreglement van Euronext is onder meer vastgelegd welke informatie een beursgenoteerde onderneming moet verstrekken aan het

Prof. Drs. C.A.J. Herkströter RA is hoogleraar Internationaal Management aan de Universiteit van Amsterdam. Daarnaast vervult hij diverse toezichthoudende en adviserende functies, onder andere voorzitter RvC van ING en DSM, Trustee IASC Foundation en voorzitter Adviescommissie Fondsenreglement Euronext Amsterdam.

beleggend publiek. Artikel 28h van het Fondsenreglement speelt in de informatieverstrekking aan de beleggers een belangrijke rol. Dat blijkt duidelijk uit de door de Adviescommissie Fondsenreglement (de Adviescommissie) behandelde adviesaanvragen en de uitgebrachte adviezen gedurende de circa tweeënhalf jaar sinds de instelling van deze commissie door Euronext.

In dit artikel wordt achtereenvolgens ingegaan op de Adviescommissie en zijn werkkerrein (paragraaf 2), de inhoud van artikel 28h (paragraaf 3) en de sancties op overtredingen van het Fondsenreglement (paragraaf 4). Het artikel wordt afgesloten met een samenvatting en conclusie (paragraaf 5).

2 De Adviescommissie Fondsenreglement

De Adviescommissie is door Amsterdam Exchanges N.V., de voorganger van Euronext, met ingang van 1 januari 2000 ingesteld. De samenstelling, taak en werkwijze van de Adviescommissie zijn vastgelegd in het Reglement Adviescommissie Fondsenreglement dat (door verwijzing) deel uitmaakt van het Fondsenreglement. De verwijzing betreft vooral de bepaling in artikel 65.4 van het Fondsenreglement, die luidt: *'Het Reglement Adviescommissie Fondsenreglement maakt integraal deel uit van het Fondsenreglement'*. De Adviescommissie bestaat uit ten minste tien personen, inclusief de voorzitter en een plaatsvervangend voorzitter. De voorzitter en de plaatsvervangend voorzitter worden op voordracht van de beurs en de Adviesraad van Euronext benoemd door de president van de Arrondissementsrechtbank in Amsterdam. De leden van de Adviescommissie worden benoemd door de voorzitter, wederom op voordracht van de beurs en de Adviesraad van Euronext. Het Reglement Adviescommissie Fondsenreglement bepaalt dat de voorzitter en de plaatsvervangend voorzitter moeten

beschikken over de ervaring, onafhankelijkheid en betrouwbaarheid die voor de vervulling van hun functies is vereist. Van de overige leden van de Adviescommissie dient de helft te voldoen aan de eisen voor benoembaarheid tot rechter in een arrondissementsrechtbank. De resterende leden dienen deskundig te zijn op het gebied van de uitgifte van en de handel in effecten, de bedrijfseconomie of de accountancy. De voorzitter benoemt eveneens de secretaris van de Adviescommissie. Ook de secretaris dient te voldoen aan de eisen voor benoembaarheid tot rechter in een arrondissementsrechtbank. Artikel 2.1 van het Reglement Adviescommissie Fondsenreglement geeft de rol van de Adviescommissie aan als: *‘De (Advies)commissie adviseert Euronext, op haar verzoek, omtrent vermoede overtredingen door Uitgevende Instellingen van het Fondsenreglement’*. In artikel 2.2 wordt duidelijk gestipuleerd dat de bevoegdheden van Euronext terzake van enige vermoede of geconstateerde overtreding door een Uitgevende Instelling door de (werkzaamheden van) de Adviescommissie niet worden aangetast.

De werkzaamheden van de Adviescommissie beperken zich niet tot het geven van advies inzake vermoede overtredingen van artikel 28h van het Fondsenreglement, al leert de ervaring van de afgelopen tweeënhalve jaar dat die overtredingen het meest voorkomen. Een beursgenoteerde onderneming is onder meer verplicht tot reguliere publicatie van de (half)-jaarcijfers, het aankondigen van dividend en het uitbrengen van een jaarverslag.

3 Artikel 28h van het Fondsenreglement

Artikel 28h verplicht een beursgenoteerde onderneming *‘terstond een publicatie te doen omtrent elk feit of elke gebeurtenis betreffende de uitgevende instelling waarvan moet worden aangenomen dat hiervan een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan. Dit betreft in het bijzonder belangrijke nieuwe feiten op haar arbeidsterrein die niet algemeen bekend zijn, en die gezien hun gevolgen voor de vermogens- en financiële situatie en de algemene zaken bij de uitgevende instelling tot een aanzienlijke koerswijziging van haar aandelen kunnen leiden’*. In tegenstelling tot de informatie die een beursgenoteerde onderneming in ieder geval dient te verspreiden en ten aanzien waarvan zij geen beoordelingsvrijheid heeft, is de beoordeling van de koersgevoeligheid van andere informatie de verantwoordelijkheid van het bestuur van de beursgenoteerde onderneming. Een beursgenoteerde onderneming moet *‘terstond’* koersgevoelige informatie publiceren. Wat betekent dat? Dat publicatie van informatie

plaatsvindt zodra de feiten of omstandigheden waarvan mag worden verwacht dat daarvan *‘een aanmerkelijke invloed op de koers zal uitgaan’* in voldoende mate vaststaan. Tot medio 2002 heeft de Adviescommissie Euronext in eenentwintig gevallen van advies gediend. Het betreft hier door de afdeling Compliance aan de directie van Euronext gerapporteerde zaken waarin naar haar oordeel sprake is van overtredingen van het Fondsenreglement. De eenentwintig aan de adviescommissie voorgelegde adviesaanvragen hadden in zestien gevallen betrekking op overtreding van artikel 28h, al of niet in combinatie met het overtreden van andere bepalingen van het Fondsenreglement of van de door de uitgevende instelling met Euronext gesloten Noteringsovereenkomst. In vier van de eenentwintig gevallen was de Adviescommissie van oordeel dat er géén sprake was van een kennelijke overtreding. In de overige gevallen bevestigde de Adviescommissie de opvatting van Euronext dat kennelijk in strijd was gehandeld met het Fondsenreglement en/of de Noteringsovereenkomst. In zeven gevallen leidde dat niettemin tot het advies géén maatregelen te nemen tegen het desbetreffende beursgenoteerde fonds gezien de bijzondere omstandigheden waaronder het kennelijk overtreden van de regels had plaatsgevonden. In tien gevallen adviseerde de Adviescommissie tot het opleggen van een maatregel als bedoeld in artikel 65 van het Fondsenreglement in de vorm van een ernstige schriftelijke waarschuwing (twee keer) of een schriftelijke waarschuwing (acht keer). In acht van de tien gevallen waren de waarschuwingen het gevolg van het kennelijk overtreden van artikel 28h, al dan niet in combinatie met andere bepalingen van het Fondsenreglement. Artikel 28h blijkt dus duidelijk een bepaling te zijn waarmee genoteerde fondsen moeite hebben. Op grond van de door de Adviescommissie behandelde zaken lijkt de opvatting gewettigd dat de moeilijkheid niet zo zeer ligt in het onderkennen van de feiten en omstandigheden die van koersgevoelige aard waren en dus onmiddellijk aan het belegend publiek hadden moeten worden gemeld. Het probleem was veeleer het bepalen van het tijdstip waarop de informatie naar buiten moest worden gebracht. *‘Terstond’* werd ondergeschikt gemaakt aan interorganisatorische en procedurele overwegingen. Een veel voorkomende overweging was dat voor publicatie eerst de Raad van Commissarissen nog moest worden ingelicht. Het tijdstip van overleg met de Raad van Commissarissen werd dan veelal bepaald door de datum voor een reeds eerder vastgestelde vergadering. In haar eerste jaarverslag, over 2000, vastgesteld op 15 oktober 2001, zegt de Adviescommissie

daarover het volgende: *‘Opmerking verdient dat in een aantal van de uitgebrachte adviezen naar voren komt dat een genoteerd fonds zich naar het inzicht van de Adviescommissie niet op redenen van interne of organisatorische aard zal kunnen beroepen teneinde niet terstond de koersgevoelige informatie openbaar te maken. Zo kan, volgens enkele van de uitgebrachte adviezen, niet met vrucht een beroep worden gedaan op de veronderstelling dat de geplande publicatie van de (half)jaarcijfers, die zal plaatsvinden op een datum gelegen enkele weken nadat de koersgevoelige informatie bij het bestuur van de onderneming bekend is geworden, een aangewezen moment zou zijn om die koersgevoelige informatie te openbaren en in een nader kader te plaatsen’*. Ook houdt het geen steek dat het bestuur van de onderneming meent eerst enige tijd te moeten nemen om de koersgevoelige informatie nader doordacht te analyseren op oorzaken en mogelijke gevolgen voordat tot publicatie wordt overgegaan. Een publicatie, zo nodig in algemene bewoordingen, zodra de feiten en gebeurtenissen die tot een aanmerkelijke invloed op de koers in voldoende mate vaststaan, is de aangewezen weg.

4 Sancties op overtredingen van het Fondsenreglement

Het is jammer dat genoteerde fondsen bij twijfel over het tijdstip en/of de vorm van publicatie van koersgevoelige informatie niet vaker in overleg treden met de Commissaris voor de Notering. Dit zou kunnen voorkomen dat een uitgevende instelling de regels overtreedt. Soms wordt gesuggereerd dat de informatie die Euronext verstrekt over de strekking van artikel 28h te wensen overlaat. De brochure ‘Beursgenoteerde Ondernemingen en Koersgevoelige Informatie’ geeft echter uitvoerige uitleg over dit onderwerp.

Omtrent de sancties die van toepassing zijn op overtreding van het Fondsenreglement zegt artikel 65 van het reglement weinig meer dan dat *‘onder meer’* kan worden overgegaan tot *‘schorsing van de officiële notering’* dan wel het *‘vervallen (verklaren) van de notering’*. Twee maatregelen die héél ver gaan en naar mijn mening zeker in het geval van overtreding van artikel 28h bijna altijd té ver gaan. De Adviescommissie moet het dus hebben van het invulling geven aan *‘onder meer’* in relatie tot de ernst van de overtreding. In haar adviezen aan Euronext over aan uitgevende instellingen op te leggen maatregelen bij overtreding van het Fondsenreglement heeft de Adviescommissie zich beperkt tot het voorstellen van het geven van een ernstige schriftelijke waarschuwing dan wel een schriftelijke waarschuwing. De Advies-

commissie is van oordeel dat langzamerhand uitbreiding zal worden gegeven aan het aantal te adviseren maatregelen op grond van uitgebreidere ervaring met aan haar voor advies voorgelegde vermoede overtredingen.

In sommige commentaren, onder meer van de Vereniging van Effectenbezitters (VEB), is wel geopperd dat die maatregelen te weinig effect sorteren. Een boetestelsel en/of het direct inschakelen van de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM) zou meer afdoende zijn in het geval het Fondsenreglement wordt overtreden. Ik deel die mening niet. Bij een boete, die niet ten goede komt aan beleggers, doet zich de vraag voor of daarvan een betere werking uitgaat dan van het verstrekken van open, onafhankelijke en uitvoerige informatie over gemaakte overtredingen en de daarop voorgestelde sancties. De voorgestelde maatregelen moeten worden beschouwd in samenhang met de inhoud van de adviezen die de Adviescommissie uitbrengt. Elk advies wordt in principe integraal gepubliceerd (zie website van Euronext), onafhankelijk van de beslissing van Euronext om dat advies te volgen of niet. Elke belegger kan kennisnemen van een advies met de daarin voorgestelde maatregel. Een uitgevende instelling komt daarmee uitvoerig in de publiciteit, wat als negatief en onplezierig zal worden ervaren. Nog belangrijker evenwel is dat iedere belegger die meent als gevolg van een overtreding door een uitgevende instelling schade te hebben geleden, met het advies in de hand een civiele procedure tegen de desbetreffende uitgevende instelling kan beginnen. In het geval de Adviescommissie zou adviseren tot het schorsen of vervallen verklaren van de officiële notering, zou het onder omstandigheden zinvol kunnen zijn de Autoriteit-FM van het advies formeel op de hoogte te stellen. Vanwege het onafhankelijke karakter van de commissie, de transparantie van haar adviezen en de aan haar gestelde eisen van deskundigheid lijkt mij het overhevelen van haar taken naar de Autoriteit-FM weinig zinvol. De door de Adviescommissie uitgebrachte adviezen bieden beleggers een belangrijk hulpmiddel bij het bepalen van hun toekomstige beleggingsvoorkeur.

5 Samenvatting en conclusie

Een beursgenoteerde onderneming dient uitermate zorgvuldig om te gaan met het openbaar maken van koersgevoelige informatie. Feiten en gebeurtenissen waarvan mag worden verwacht dat daarvan een aanmerkelijke invloed op de koers zal kunnen uitgaan,

dienen *terstond* te worden gepubliceerd. Terstond, of onmiddellijk, betekent in dezen zodra die feiten en gebeurtenissen in voldoende mate vaststaan. De door Euronext ingestelde Adviescommissie Fondsenreglement adviseert de directie over vermoede overtredingen door uitgevende instellingen en over de te nemen maatregelen als naar haar oordeel sprake is van een of meer kennelijke overtredingen. De uitgebrachte adviezen worden in principe gepubliceerd, onafhankelijk van de beslissing van Euronext die adviezen te volgen of niet. De belegger kan op grond van een desbetreffend uitgebracht advies zelf besluiten of het zinvol is verdere actie te ondernemen tegen de uitgevende instelling die de regels heeft overtreden. Sancties in de vorm van het schorsen of verval van de notering gaan bij overtreding van artikel 28h veel te ver. Ook het hanteren van sancties in de vorm van een boetestelsel en/of het direct inschakelen van de Autoriteit Financiële Markten (Autoriteit-FM) wordt afgewezen.

In relatie tot de ernst van de overtreding heeft de Adviescommissie in haar adviezen aan Euronext over aan uitgevende instellingen op te leggen maatregelen bij overtreding van het Fondsenreglement zich beperkt tot het voorstellen van het geven van een ernstige schriftelijke waarschuwing dan wel een schriftelijke waarschuwing. De Adviescommissie is van oordeel dat langzamerhand uitbreiding zal worden gegeven aan het aantal te adviseren maatregelen op grond van uitgebreidere ervaring met aan haar voor advies voorgelegde vermoede overtredingen.

Genoteerde fondsen kunnen bij twijfel over het tijdstip en/of de vorm van publicatie van koersgevoelige informatie in overleg treden met de Commissaris voor de Notering. Dit zou kunnen voorkomen dat een uitgevende instelling de regels overtreedt. ■