

# Koersgevoelige informatie: de uitstelmogelijkheid na VEB/Super de Boer

*Mr. N.J. Gans\**

## Inleiding

Op 11 november 2014 oordeelde het Gerechtshof Amsterdam dat Super de Boer eerder had moeten overgaan tot openbaarmaking van de overnameplannen van Jumbo.<sup>1</sup> Super de Boer werd op 4 september 2009 ingelicht dat Jumbo en Casino een principeakkoord hadden bereikt over een mogelijke verkoop van de onderneming van Super de Boer, maar besloot de openbaarmaking hiervan uit te stellen. Het hof oordeelde dat Super de Boer uiterlijk voor de opening van de beurs op 10 september 2009 informatie over het overnamebod van Jumbo openbaar had moeten maken. Door deze informatie pas naar buiten te brengen op 17 september 2009 heeft Super de Boer onrechtmatig gehandeld jegens de beleggers die op grond van onvolledige informatie hun aandelen in Super de Boer in de tussengelegen periode hebben verkocht.

In deze bijdrage behandel ik eerst het begrip koersgevoelige informatie en de publicatieplicht, alsmede de daarmee samenhangende uitstelmogelijkheid in algemene zin. Vervolgens schets ik de feiten, het procesverloop en de overwegingen die aan de uitspraak van 11 november 2014 ten grondslag liggen, om vervolgens in te gaan op de impact van deze uitspraak op de praktijk door de verdere inkleuring van de uitstelmogelijkheid. Ik rond af met enkele conclusies.

## Wettelijk kader: koersgevoelige informatie, publicatieplicht en uitstelmogelijkheid

Op grond van artikel 5:25i lid 2 jo. artikel 5:53 lid 1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) dient een uitgevende instelling koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Koersgevoelige informatie is informatie die concreet is, rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling, niet openbaar is en waarvan openbaarmaking een significante invloed zou kunnen hebben op de koers.<sup>2</sup> De ratio achter deze publicatieplicht is snelle en eerlijke bekendmaking van infor-

matie om een goede en eerlijke prijsvorming op de effectenmarkt te bevorderen.<sup>3</sup>

Op basis van de Europese richtlijn marktmisbruik (hierna: de Richtlijn) is het begrip koersgevoelige informatie gelijk aan het begrip voorwetenschap, dat ten grondslag ligt aan het transactieverbod uit artikel 5:56 Wft.<sup>4</sup> In de nieuwe Verordening marktmisbruik<sup>5</sup> (hierna: de Verordening) is dit niet anders. Dit betekent dat de informatie op basis waarvan het mensen met kennis daarvan niet toegestaan is te handelen, gelijkgeschakeld is met de informatie die een uitgevende instelling, in beginsel, algemeen verkrijgbaar moet stellen. Verschillende auteurs hebben reeds gewezen op de ongelukkigheid van de samenloop van deze twee begrippen omdat het doel van het transactieverbod wezenlijk anders is. Met het transactieverbod wordt immers beoogd de beschikbare informatie bij verschillende beleggers te egaliseren. Hoff noemt als belangrijkste bezwaar dat de gelijkschakeling van deze begrippen ertoe leidt dat beursgenoteerde ondernemingen mogelijk al te vroeg koersgevoelige informatie moeten publiceren.<sup>6</sup> Dit kan onverantwoord zijn wegens gebrek aan coherentie en kwaliteit van de informatieverschaffing omdat de informatie nog aan veranderingen onderhevig is. Stevens benadrukt daarbij het negatieve effect op effectief bestuur, wanneer er, ten behoeve van meer transparantie, minder ruimte is voor uitstel.<sup>7</sup>

De openbaarmaking van koersgevoelige informatie is het uitgangspunt, maar een onderneming kan belang hebben bij uitstel. Juist omdat in sommige gevallen geheimhouding noodzakelijk is,<sup>8</sup> zijn er uitzonderlijke gevallen waarin geheimhouding moet worden toegestaan. Daarbij dient de uitgevende instelling drie cumulatieve voorwaarden in acht te nemen. Het

\* Mr. N.J. Gans is advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Hof Arnhem-Leeuwarden 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609.  
2. Art. 5:53 lid 1 Wft.

3. Aanbeveling van de Commissie van 25 juli 1977 betreffende een Europese gedragscode voor effectentransacties (77/534/EEG, PbEG 1977, L 212/37 en L 294/28), overweging 24.

4. Richtlijn 2003/6/EG, PbEU 12 april 2003, L 96, p. 16-25.

5. Verordening 596/2013 van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik, in werking getreden op 2 juli 2014.

6. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, Deventer: Kluwer 2011, p. 313.

7. Rb. Utrecht 30 maart 2011, JOR 2011/191 m.nt. T.M. Stevens.

8. M.P. Nieuwe Weme e.a., *Handboek openbaar bod*, Deventer: Kluwer 2008, p. 30.

uitstel moet een rechtmatig belang dienen, er mag geen misleiding van het publiek te duchten zijn en de uitgevende instelling dient de vertrouwelijkheid van deze informatie te kunnen waarborgen.<sup>9</sup>

Zowel het effect van de gelijkschakeling van de begrippen voorwetenschap en koersgevoelige informatie als de toepassing van de uitstelmogelijkheid wordt nu nader ingekleurd door de uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam van 11 november 2014.

## Super de Boer/Vereniging van Effectenbezitters (VEB)

### *Feiten*

SdB, voorheen Super de Boer N.V., is een vennootschap waarvan de aandelen in september 2009 waren genoteerd aan Euronext Amsterdam (small cap). Op 4 september 2009 ontvingen het bestuur en de raad van commissarissen van SdB een brief van Jumbo. Hieruit bleek dat Jumbo en de meerderheidsaandeelhouder van SdB een principeakkoord hadden gesloten over de overname van alle activa en passiva van SdB. Na ontvangst van de brief zijn onderhandelingen gestart tussen SdB, Jumbo en Casino. Op dat moment werd de beoogde overname niet openbaar gemaakt. Op 15 september 2009 werden de omzetcijfers van SdB over het derde kwartaal van 2009 gepubliceerd. Pas op 18 september heeft SdB het bod bekendgemaakt door middel van een persbericht, naar aanleiding van een telefoontje door een journalist van De Telegraaf, die zodanig geïnformeerd bleek te zijn dat de SdB concludeerde dat ergens 'gelekt' moest zijn. De koersontwikkeling en het aantal transacties met het aandeel in SdB tussen 4 september 2009 en 18 september 2009 laten een minimale koersstijging zien, maar wel een sterke fluctuatie in handelsvolumes.<sup>10</sup>

De VEB vordert op basis van artikel 3:305a van het Burgerlijk Wetboek (BW) dat voor recht wordt verklaard dat (1) SdB de overnameplannen op 4, 7 of 11 september, althans vóór 18 september onverwijld openbaar had moeten maken en (2) daarmee onrechtmatig heeft gehandeld jegens haar aandeelhouders die op grond van onvolledige informatie hun aandelen in SdB in de periode voor 18 september zouden hebben verkocht, en (3) SdB gehouden is de door deze aandeelhouders geleden schade te vergoeden. SdB betwist de onrechtmatigheid van het handelen door te stellen dat zij aan de wettelijke vereisten voor het uitstellen van de openbaarmaking van koersgevoelige informatie heeft voldaan en pas naar aanleiding van het telefoongesprek met de journalist op 17 september 2009 genoodzaakt werd om de informatie over het bod van Jumbo openbaar te maken en dat ook onverwijld heeft gedaan. Daarvoor zou geen aanleiding zijn geweest om te constateren tot een 'lek' en SdB verwijst in dit verband naar de omstandigheden dat (1) er geen geruchten in de markt circuleerden, (2) de

kwartaalcijfers gepubliceerd zouden worden, (3) de markt speculeerde op consolidatie in de supermarktbranche en (4) de Autoriteit Financiële Markten (AFM) niet heeft ingegrepen.

### *Rb. Utrecht 30 maart 2011<sup>11</sup>*

De rechtbank gaat mee met de stelling van SdB dat zij op 4 september 2009 mocht besluiten de openbaarmaking van het bod uit te stellen, maar oordeelt dat SdB op 10 september 2009 aan het einde van de dag tot de conclusie had moeten komen dat zij de vertrouwelijkheid van het bod van Jumbo niet langer kon waarborgen, en daarom tot publicatie over had moeten gaan. De uitgevende instelling dient onmiddellijk openbaar te maken zodra zij een concreet signaal ontvangt op grond waarvan het voortduren van de vertrouwelijkheid redelijkerwijs moet worden betwijfeld, wat afhangt van de omstandigheden van het geval. Ook een vreemde ontwikkeling van het aantal verhandelde aandelen kan een dergelijk signaal opleveren. Het feit dat er geen geruchten circuleerden, brengt niet mee dat SdB minder betekenis hoefde te hechten aan de ingezette omzetzijging en dat er geen andere factoren (bijvoorbeeld de publicatie van de kwartaalcijfers of speculatie over consolidatie in de supermarktbranche) waren die de aantrekkelijke handel konden verklaren. Ook de omstandigheid dat de AFM niet heeft ingegrepen, maakt dit niet anders, omdat de uitgevende instelling zelf verantwoordelijk is.

### *Hof Amsterdam 10 juli 2012 en 11 november 2014<sup>12</sup>*

SdB gaat tegen dit vonnis in hoger beroep. Het geschil concentreert zich op de vraag of SdB de vertrouwelijkheid van de informatie over het bod van Jumbo kon waarborgen en of de marktontwikkelingen in de periode na 4 september kunnen leiden tot de conclusie dat dit niet zo was.

Het hof overweegt in het tussenarrest van 10 juli 2012 dat de uitgevende instelling afdoende maatregelen dient te treffen ten aanzien van koersgevoelige informatie, maar stelt vervolgens de resultaatsverplichting centraal:

'Niet ter discussie staat dat, ook als de uitgevende instelling aan deze vereisten voldoet, zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin moet worden geconcludeerd dat de vertrouwelijkheid van koersgevoelige informatie niet langer kan worden gewaarborgd. In dat geval herleeft de verplichting voor de uitgevende instelling om de informatie ex art. 5:25i lid 2 Wft onverwijld openbaar te maken. Naar het oordeel van het hof is daarvoor niet vereist dat daadwerkelijk vaststaat dat de vertrouwelijkheid is doorbroken. Voldoende is dat er duidelijke signalen zijn dat de vertrouwelijkheid van de informatie niet meer is verzekerd. Niet is uitgesloten dat bepaalde marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met

9. Art. 5:25i lid 3 Wft.

10. Zie het vonnis van Rb. Utrecht 30 maart 2011, ECLI:NL:RBUTR:2011:BP9796 voor een overzicht van de koers- en omzetzijging.

11. Rb. Utrecht 30 maart 2011, ECLI:NL:RBUTR:2011:BP9796.

12. Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488; Hof Arnhem-Leeuwarden 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609.

andere factoren, een dergelijk signaal kunnen opleveren. Voorop staat daarbij dat in het algemeen niet op speculatie of ongefundeerde geruchten in de markt behoefte te worden gereageerd. Een verplichting tot openbaarmaking kan evenwel ontstaan als sprake is van ontwikkelingen in de markt die significant afwijken van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor een andere (overtuigende) verklaring bestaat. Ook dan is er immers reden tot twijfel aan het voortduren van de vertrouwelijkheid van de informatie.<sup>13</sup>

Buiten discussie staat dat SdB voldoende maatregelen heeft genomen om in beginsel aan de op haar rustende verplichting ter waarborging van de vertrouwelijkheid te hebben voldaan. De vraag die overblijft, is of de marktontwikkelingen, meer specifiek de handelsvolumes op 9 en 10 september, zo significant en onverklaarbaar waren dat SdB had moeten concluderen dat de vertrouwelijkheid toch niet langer was gewaarborgd. Hiertoe gelast het hof een deskundigenbericht in zijn tussenvonnissen van 10 juli 2012.

Beide deskundigen (prof. dr. A. de Jong en mr. G.St. Panjer) concluderen dat sprake is geweest van significante koers- en omzetontwikkelingen. Reeds vanaf 7 september 2009 waren de handelsvolumes aanzienlijk hoger dan in de relevante periode daarvoor, met uitschieters op 9 en 10 september, gevolgd door een sprong in de koers. Deze 'abnormale' ontwikkelingen hebben beide deskundigen zonder meer betekenisvol geacht en zij zagen geen andere factoren die een overtuigende verklaring opleverden. De Jong bekeek de relatieve economische en statistische significantie van de koersontwikkeling van de handelsvolumes ten aanzien van het aandeel SdB in de periode van 7 tot en met 17 september 2009 en concludeerde dat deze reeds vanaf 7 september een afwijkend patroon vertoonden. De meest voor de hand liggende verklaring voor de bevindingen was volgens De Jong dat nieuwe informatie de financiële markt had bereikt, omdat oude informatie reeds is verwerkt in de prijs. Volgens De Jong had SdB vanaf 7 september 2009 deze ontwikkelingen kunnen observeren en vanaf 11 september moeten onderkennen.<sup>14</sup> Panjer bekeek de ontwikkelingen als technisch analist. Hij concludeert dat de volumestijging, die gepaard gaat met een kleine koerssprong, op 9 september 2009 een sterk signaal voor de markt was en dat SdB dit had moeten onderkennen.<sup>15</sup> Als antwoord op de rapporten van deze deskundigen wijst de partijdeskundige van SdB, prof. dr. J. Koelewijn, op het 'lont in het kruisvat'-scenario; immers, naar aanleiding van toename in omzetvolumes zal ook de koers mee gaan bewegen. In dit geval waren de concurrentieverhoudingen in de supermarktbranche gespannen en beleg-

gers zagen in de plotselinge omzetpieken aanleiding om te denken dat er iets aan de hand was.<sup>16</sup>

Het hof sluit zich aan bij De Jong en Panjer en oordeelt op 11 november 2014 dat SdB na de handelsdag van 9 september 2009 tot de conclusie had moeten komen dat zij de vertrouwelijkheid van de informatie over het overnamebod van Jumbo niet meer kon waarborgen. Het hof overweegt dat beleggers mogelijk hebben gereageerd op de toegenomen handel, maar dit levert naar het oordeel van het hof nog geen overtuigende alternatieve verklaring voor de abnormale omzetontwikkeling vanaf 4 september 2009. De hoge handelsvolumes weken af van de gebruikelijke patronen, zonder dat daar naar de mening van het hof een plausible alternatieve verklaring voor was. SdB had de relevantie daarvan moeten onderkennen en het feit dat geen koersstijging zichtbaar was, doet daar niet aan af.<sup>17</sup>

Overigens wordt de gevorderde verklaring voor recht dat SdB gehouden is de door de gedupeerde beleggers geleden schade te vergoeden, afgewezen omdat uit artikel 3:305a lid 3 BW volgt dat een dergelijke verplichting tot schadevergoeding individueel moet worden bepaald en zich niet leent voor een collectieve actie.<sup>18</sup>

### Impact op de praktijk

Voor een uitgevende instelling blijft het een ingewikkelde inschatting om het moment te bepalen waarop koersgevoelige informatie openbaar moet worden gemaakt. De uitspraak van het Gerechtshof Amsterdam kleurt de uitstelregeling verder in.

#### *Bewijslast: onverklaarbare handelsvolumes en marktgeruchten*

Op grond van artikel 150 van het Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering (Rv) ligt de bewijslast voor het uitstelrecht bij de uitgevende instelling; de uitgevende instelling beroept zich immers op deze uitzondering. Terwijl lagere rechters deze uitstelvoorwaarde vroeger nog zagen als een inspanningsverplichting, is bij herziening van de Richtlijn (en ook de Verordening) definitief gekozen voor een resultaatsverplichting.<sup>19</sup> De daarbij horende bewijslast heeft tot gevolg dat de uitgevende instelling moet bewijzen dat geen informatie is gelekt. Weliswaar stelt het hof voorop dat niet op speculatie of ongefundeerde geruchten in de markt behoefte te worden gereageerd, maar wel wordt gevraagd van de uitgevende instelling verantwoordelijkheid te nemen voor een ongebruikelijke ontwikkeling in de markt die aan een aantal factoren kan worden toegerekend. Ook als de uitgevende instelling meent dat er een

13. Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488, r.o. 4.12.

14. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.4 en 2.5.

15. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.6.

16. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.13.

17. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.15.

18. Hof Amsterdam 11 november 2014, ECLI:NL:GHARL:2014:8609, r.o. 2.19.

19. Art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen.

andere plausible verklaring is, moet deze naar buiten worden gebracht omdat de uitgevende instelling niet kan bewijzen dat niet is gelekt. Het is dus twijfelachtig dat de uitgevende instelling ooit een andere plausible verklaring *kan* geven.<sup>20</sup> De volatile supermarktbranche had wel degelijk een factor kunnen zijn van verhoogde handelsvolumes, zoals SdB aanvoerde, maar dit bewijst niet dat er geen sprake was van een lek (waar de bewijslast op ziet).

### *Belangenafweging*

Met het risico van de verzwaarde bewijslast is de ruimte voor het bestuur om te manoeuvreren binnen het wettelijk kader aanzienlijk beperkt. Bij een afweging van de betrokken belangen vraag ik me af welke stakeholders hierbij gebaat zijn. Enerzijds herkennen we het doel van de eerlijke en transparante prijsvorming. Door beleggers continu van informatie te voorzien wordt hun vertrouwen in de markt bevorderd en kunnen zij op basis van actuele informatie beleggingsbeslissingen nemen. Anderzijds hebben we het belang van de uitgevende instelling bij het uitstellen van publicatie. In een geval als bij Super de Boer, waar onderhandelingen nog lopen, heeft publicatie het risico dat deze worden beïnvloed, waardoor de ruimte voor het bestuur van zowel de doelvennootschap als de bidder om te manoeuvreren aanzienlijk wordt beperkt. Bij wijze van voorbeeld, de aandelenkoers van de doelvennootschap zou aanzienlijk omhoog kunnen schieten, waardoor de bidder mogelijk zou kunnen afzien van de transactie. Ook de aandelenkoers van de bidder zou kunnen reageren, waardoor deze juist in een positie komt dat hij niet meer van de transactie af kan zien. Dergelijke belangen pleiten voor meer ruimte voor het bestuur om een afweging te kunnen maken of publicatie is vereist.

### *Naar full disclosure*

De focus op de rol van handelsvolumes, zonder een daarmee gepaard gaande koersontwikkeling of geruchten in de markt, heeft vergaande (on)praktische consequenties. Zo is het goed denkbaar dat een uitgevende instelling beschikt over meerdere soorten koersgevoelige informatie (bijvoorbeeld zowel een mogelijke overname als een wijziging in het bestuur). Wanneer dan sprake is van een omzetontwikkeling, is de vraag welke waarde daaraan gehecht moet worden. Zonder marktgeruchten of een koersontwikkeling biedt een omzetontwikkeling weinig houvast. In navolging van deze uitspraak zou de uitgevende instelling over moeten gaan tot publicatie van beide feiten, wat neerkomt op *full disclosure* van haar activiteiten zonder dat duidelijk is welke informatie nu daadwerkelijk beschikbaar is gekomen in de markt (als dit al zo is).

Bij het voorstaande past overigens de relativerende kanteekening dat met de inwerkingtreding van de Verordening het uitstelrecht nu directe werking heeft. De relevantie van de uitspraak is daarmee beperkt omdat de uitleg van de uitstelmogelijkheid is voorbehouden aan de Europese rechter.

### **Afsluitende opmerkingen**

Reeds is gewaarschuwd voor de uitfasering van het uitstelrecht.<sup>21</sup> In zijn uitspraak van 11 november 2014 legt het Gerechtshof Amsterdam de nadruk op verhoogde handelsvolumes, in tegenstelling tot een daarmee gepaard gaande koersontwikkeling die men typisch verwacht bij speculatie op een aandeel. De werking van de bewijslast, nu de uitstelmogelijkheid een resultaatsverbintenis is, vraagt van het bestuur van de uitgevende instelling om in te schatten wat ten grondslag ligt aan beleggingsbeslissingen in de markt. Deze nagenoeg onmogelijke taak leidt de facto tot een uitholling van het uitstelrecht. Deze uitholling van het uitstelrecht maakt de koppeling van de publicatieplicht en het transactieverbod des te ongelukkiger en vergroot de wenselijkheid van een beperkter begrip voor koersgevoelige informatie. Juist omdat markten aan zoveel verschillende factoren onderhevig zijn, speelde zich nu voor het hof een ingewikkelde discussie af over wat mogelijk aan de koers ten grondslag zou liggen. Door de drempel van publicatie te koppelen aan informatie die ook daadwerkelijk relevant is voor investeringsbeslissingen, zou het publicatiemoment mogelijk veel later kunnen liggen. De informatie is immers het meest relevant wanneer deze dusdanig concreet en zeker is geworden dat de markt niet met gefragmenteerde informatie wordt geconfronteerd. Het bestuur krijgt daarmee meteen de ruimte om zijn onderhandelingen in goede banen te leiden.

20. T.M. Stevens in zijn noot bij Rb. Utrecht 30 maart 2011, JOR 2011/191.

21. Noot Stevens bij Rb. Utrecht 30 maart 2011, JOR 2011/191.