*Downloaded from UvA-DARE, the institutional repository of the University of Amsterdam (UvA)*
*http://dare.uva.nl/document/187317*

| | |
|---|---|
| File ID | 187317 |
| Filename | Hoofdstuk 18: Een eindoordeel over de rechtseconomische onderbouwing van de publicatieverplichtingen |

SOURCE (OR PART OF THE FOLLOWING SOURCE):

| | |
|---|---|
| Type | Dissertation |
| Title | Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen |
| Author | J.B.S. Hijink |
| Faculty | Faculty of Law |
| Year | 2010 |
| Pages | XXIII, 573 |

FULL BIBLIOGRAPHIC DETAILS:
http://dare.uva.nl/record/355370

*Copyright*

*It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use.*

*UvA-DARE is a service provided by the library of the University of Amsterdam (http://dare.uva.nl)*

# Hoofdstuk 18. Een eindoordeel over de rechtseconomische onderbouwing van de publicatieverplichtingen

## 1. Het "hindsight"-karakter van de (rechts)economische theorievorming over de doelstellingen van de publicatieverplichtingen

Uit de in de vorige hoofdstukken opgenomen rechtseconomische analyses over de rol van informatie en publicatieverplichtingen binnen beursvennootschappen en voor de werking van de effectenmarkten, destilleer ik een aantal conclusies.

Ten eerste valt op dat de ontwikkelingen in zowel de wet- en regelgeving, als in de economische theorievorming over de (gewenste) doelstellingen van de in die wet- en regelgeving opgenomen publicatieverplichtingen, in de Verenigde Staten van Amerika voorlopen op die in de Europese Unie. Tegelijkertijd blijkt echter dat ontwikkelingen in het economisch denken over de doelstellingen van de publicatieverplichtingen, en de onderbouwing van die doelstellingen, achterlopen op de totstandkoming van wet- en regelgeving.[1]

Een illustratie hiervan vormt de ontwikkeling van het (rechtseconomische) debat over de wenselijkheid van de publicatieverplichtingen in de Verenigde Statenvan Amerika. Nadat in de jaren dertig van de vorige eeuw de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen in federale wet- en regelgeving tot stand zijn gebracht, wordt de economische onderbouwing voor het opleggen van die verplichtingen – in de vorm van de ECMH – eerst in de jaren '70 van die eeuw omarmd. Op basis van die theorievorming vinden vervolgens aanpassingen plaats in de wet- en regelgeving. Een voorbeeld daarvan is de invoering van het systeem van "integrated disclosure". Ook de toegenomen aandacht in de literatuur voor de rol van verschillende "mechanismen" – zoals analisten – voor de werking van de effectenmarkt, laat een beeld zien van economische theorievorming die later stand komt dan de wet- en regelgeving

1. Daarvan is vaker sprake. Een expliciet voorbeeld noemen Boot/Cools (2007), op p. 17. Zij merken over de "ultra vires doctrine" op dat "deze juridische norm (…) kort *daarop* overgenomen en economisch onderbouwd [werd]" (cursv. J.B.S.H.).

waarop die theorievorming betrekking heeft. Desondanks wordt die theorievorming – achteraf – als de verklaring voor die regelgeving beschouwd.[2]

Met name door de opkomst van "behavioral (law &) economics" is de in de jaren '70 van de vorige eeuw tot stand gebrachte theorievorming zelf onder vuur komen te liggen. Het gevolg daarvan is dat bij de (economische) rechtvaardigingsgronden voor het opleggen van publicatieverplichtingen, weer (meer) belang wordt gehecht aan de oorspronkelijke rechtvaardigingsgrond dat deze verplichtingen bijdragen aan het "vertrouwen" van investeerders in (leidinggevenden van) beursvennootschappen. De (rechts)economische theorievorming over de onderbouwing van de publicatieverplichtingen in de Amerikaanse wet- en regelgeving krijgt hierdoor enigszins het karakter van een pendule. De (rechts)economische onderbouwing voor de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen slingert met enige regelmatigheid tussen het versterken van vertrouwen en vergroten van de accuraatheid van prijsvorming op de effectenmarkten.

In de Europese Unie loopt de totstandkoming van wet- en regelgeving achter op die in de Verenigde Staten van Amerika. Bij de totstandkoming van die Europese regelgeving wordt als doelstelling van regelgeving uitdrukkelijk(er) de integratie van effectenmarkten genoemd. Tegelijkertijd bouwen de in de Europese regelgeving opgenomen publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen eveneens voort op de in de Amerikaanse wet- en regelgeving gemaakte keuzes en – daarmee ook – op de aan die wet- en regelgeving ten grondslag liggende theorieën.

Hoewel, anders dan in de Verenigde Staten van Amerika, de Europese regelgeving dusis gebaseerd op *reeds bestaande* (rechts)economische theorievorming, wordt aan die theorievorming in de overwegingen bij die Europese regelgeving betrekkelijk weinig aandacht besteed.[3] Dat lijkt enerzijds te kunnen worden verklaard door het totstandkomingsproces van Europese regelgeving. Omdat daarbij sprake is van onderhandelingen tussen verschillende lidstaten kenmerken de overwegingen bij Europese regelgeving zich doorgaans door afwegingen die verband houden met tussen verschillende lidstaten gesloten

2. Typerend hiervoor is de opmerking van Coffee (1984), p. 732, dat de Amerikaanse wet- en regelgeving uit de jaren dertig van de vorige eeuw kan worden gezien als "the logical, if premature, answer to a problem that had yet to emerge: how to increase the volume of securities research, which then was not even in demand."
3. Door de Europese regelgever wordt in recente Europese regelgeving wel gesproken over de "efficiëntie" van de effectenmarkten; wat daaronder moet worden verstaan is echter niet duidelijk. Vgl. hierover meer uitvoerig § 3.3 van hoofdstuk 14.

compromissen.[4] Dergelijke compromissen worden beïnvloed door culturele en politieke factoren. Ook zag het harmoniseringsproces van de Europese regelgeving in eerste instantie op het op een vergelijkbaar niveau brengen van reeds bestaande wet- en regelgeving in de toenmalige lidstaten. De reflectie op (rechts)economische theorievorming was daardoor hooguit een impliciete; harmonisering was het hoofddoel en die de reflectie op (rechts)economische theorieën. Tegelijkertijd, hetgeen met name geldt voor de uit het FSAP voortvloeiende Europese regelgeving, is dit echter opmerkelijk. Verwacht zou immers mogen worden dat wanneer de aan Europese regelgeving ten grondslag liggende (rechts)economische theorievorming – inclusief de kritiek daarop – bekend is, het voor de hand ligt dat daaraan bij de totstandbrenging van nieuwe regelgeving aandacht wordt geschonken. Dergelijke reflectie heeft de afgelopen jaren niet plaatsgevonden. Gezien de in de literatuur gevoerde discussies over de gelijkluidende doelstellingen die aan de Amerikaanse wet- en regelgeving ten grondslag liggen, bestaan er goede redenen om daarmee te starten.[5]

## 2. De doelstellingen van de publicatieverplichtingen zijn (ook) vanuit rechtseconomisch perspectief niet scherp te onderscheiden

Een tweede opvallende conclusie is dat mijns inziens de *precieze* doelstelling van het opleggen van publicatieverplichtingen, ook vanuit (rechts)economisch perspectief, niet eenduidig blijkt te zijn. Gezien de vormgeving van de publicatieverplichtingen lijkt die doelstelling, zowel in de Verenigde Staten van Amerika als in de Europese Unie, in eerste instantie gericht te zijn geweest op het tegengaan van "agency-problemen" binnen beursvennootschappen. Hoewel dit gedurende lange tijd niet uitdrukkelijk is benoemd – pas in meer recent tot stand gebrachte wet- en regelgeving wordt uitdrukkelijk de relatie met de "corporate governance" van beursvennootschappen genoemd – kan dit worden afgeleid uit de (oorspronkelijke) gerichtheid van de publicatieverplichtingen om historische informatie te doen publiceren.

Deze gerichtheid op historische informatieverstrekking heeft geleid tot de (rechts)economische kritiek dat de vormgeving van de publicatieverplichtingen weinig bijdraagt aan meer adequaat werkende effectenmarkten – effectenmarkten waarop meer accurate prijsvorming plaatsvindt. Naar mijn mening wordt

4. Die niet zelden complex zijn en een "ugly compromise" vormen. Vgl. in deze bewoordingen Jaap Winter, kenbaar uit Wiebes (2009), p. 696, resp. Jaap Winter (2009a), p. 48.
5. Een aanzet daarvoor, in de literatuur, geeft Schaeken (2010). De titel van haar dissertatie – "EU issuer-disclosure regime: rethinking the objectives to suggest some policy and regulatory implications, comparative and interdisciplinary approach" – is veelzeggend.

daarbij uit het oog verloren dat het vergroten van accuraatheid van prijsvorming oorspronkelijk ook niet tot de doelstellingen behoorde van het opleggen van publicatieverplichtingen aan beursvennootschappen.

Inmiddels zijn de doelstellingen geëvolueerd tot het verbeteren van de adequate werking van de effectenmarkt en het tegengaan van "agency-problemen" binnen beursvennootschappen. Deze lopen echter in elkaar over en zijn – ook – vanuit (rechts)economisch perspectief niet scherp te onderscheiden. Ook indien, zoals een aantal critici van het opleggen van publicatieverplichtingen betoogt, moet worden betwijfeld of het opleggen van die verplichtingen bijdraagt aan vergroting van de accuraatheid van prijsvorming op de effectenmarkten, is het opleggen van die verplichtingen noodzakelijk om informatieasymmetrie tussen (leidinggevenden van) beursvennootschappen en investeerders tegen te gaan. Het bestaan van die informatieasymmetrie vormt immers de bron voor "agency-problemen."

## 3. Of de publicatieverplichtingen (kosten)efficiënt zijn vormgegeven kan op basis van de huidige stand van (rechts) economisch onderzoek niet worden geconcludeerd

Een derde conclusie is dat het bij de huidige stand van denken over, en onderzoek naar, de economische onderbouwing(en) van het opleggen van publicatieverplichtingen aan beursvennootschappen, niet eenvoudig is om de bijdrage van deze verplichtingen op waarde te schatten.

Dat geldt om te beginnen voor de afweging of het opleggen van publicatieverplichtingen een bijdrage levert, of kan leveren, aan de adequate werking van de effectenmarkten. Wanneer immers de houdbaarheid van de ECMH – en de combinatie daarvan met het CAPM – moet worden betwijfeld, erodeert de grondslag voor het opleggen van publicatieverplichtingen met als doel het vergroten van accuraatheid van de prijsvorming. Tegelijkertijd kan het opleggen van de publicatieverplichtingen met het oog op verbetering van de adequate werking van de effectenmarkt echter worden verklaard door overwegingen die vanuit het oogpunt van accuraatheid van prijzen niet noodzakelijk lijken, maar die tot dusdanige vergroting van het vertrouwen in de werking van de effectenmarkten leiden dat deze markten daardoor adequater functioneren.[6] Voor zover mij bekend zijn op dit moment (nog) geen overtuigende onderzoeksresultaten bekend die, met het oog op de adequate werking van de

6. Het doet daarbij in beginsel niet ter zake of de ECMH houdbaar is. Indien wordt aangenomen dat deze hypothese *wel* houdbaar is, zal in dat geval het opleggen van publicatieverplichtingen leiden tot efficiëntere markten en – wellicht zelfs – een →

effectenmarkt, pleiten voor het opleggen van aanvullende publicatieverplichtingen. Evenmin bestaan echter onderzoeksresultaten op basis waarvan tot afschaffing van de publicatieverplichtingen geoordeeld moet worden. De reden hiervoor is dat weliswaar vast lijkt te staan dat het opleggen van publicatieverplichtingen positief bijdraagt aan het verbeteren van de adequate werking van de effectenmarkt. Over de prijs van deze bijdrage, en of het opleggen van meer en verdergaande publicatieverplichtingen nog steeds leidt tot een positieve bijdrage, bestaat echter veel minder zekerheid.

Wat betreft de bijdrage die het opleggen van publicatieverplichtingen levert aan het tegengaan van "agency-problemen" binnen beursvennootschappen, lijkt in sterkere mate aannemelijk dat het opleggen van deze verplichtingen (effectief en) (kosten)efficiënt is. Tegelijkertijd moet worden vastgesteld dat beantwoording van deze vraag in algemene zin niet goed mogelijk is. De omvang van zowel de baten als de kosten van het opleggen van de op dat doel gerichte publicatieverplichtingen zal immers afhankelijk zijn van de feitelijke context – waaronder de aandeelhoudersstructuur – waarbinnen de beursvennootschap functioneert. Ook speelt een rol op welke wijze de in wet- en regelgeving opgenomen publicatieverplichtingen met die context rekening houden. Zo zal de aanwezigheid van een controlerend kapitaalverschaffer minder publicatieverplichtingen vereisen die gericht zijn op het tegengaan van "agency-problemen" tussen leidinggevenden en investeerders van de beursvennootschap, maar weer meer voorschriften vergen die dergelijke problemen tussen investeerders onderling tegengaan.

Mijn eindconclusie, op basis van het voorgaande, is dat – vooralsnog – geen eenduidige eindconclusie kan worden getrokken. Of de in de bestaande wet- en regelgeving opgenomen publicatieverplichtingen effectief en kostenefficiënt zijn vormgegeven zal voorlopig een onderwerp van discussie blijven.

## 4. Twijfels over de (kosten)efficiëntie van de publicatieverplichtingen nopen tot voorzichtigheid bij uitbreiding van die verplichtingen

De analyse van de economische onderbouwing van de doelstellingen van de publicatieverplichtingen leidt, ten slotte, tot enkele beleidsmatige en meer

efficiëntere middelenallocatie in de reële economie. Indien wordt aangenomen dat de ECMH *niet* houdbaar is, zal het opleggen van publicatieverplichtingen in ieder geval kunnen leiden tot een grotere toestroom van kapitaal op de effectenmarkt, hetgeen de kosten van kapitaal vermindert.

toekomstgerichte conclusies.[7] Eén daarvan is dat, nu twijfels bestaan over de kostenefficiëntie van publicatieverplichtingen die zijn gericht op het verbeteren van de adequate werking van de effectenmarkt, in nog mindere mate gronden zullen bestaan voor het opleggen van publicatieverplichtingen met dat oogmerk aan vennootschappen waarvan géén effecten zijn toegelaten tot de handel op een effectenmarkt. Of, meer concreet, het opleggen van IFRS aan vennootschappen die kunnen worden gerekend tot het midden- en kleinbedrijf te rekenen vennootschappen wenselijk is, kan derhalve sterk worden betwijfeld. Dat geldt eveneens voor de ontwikkeling van verslaggevingvoorschriften voor dergelijke vennootschappen die zijn geïnspireerd op de IFRS.[8]

Mijn laatste conclusie is dat, nu bij het opleggen van publicatieverplichtingen met het oog op het tegengaan van "agency-problemen" sneller sprake zal zijn van kosteneffectieve regelgeving, er reden kan zijn om te bezien of de thans geldende publicatieverplichtingen die daarop zijn gericht wel afdoende zijn. In het verlengde daarvan moeten initiatieven om dergelijke publicatieverplichtingen in te perken, naar mijn mening kritisch worden beoordeeld. In dit licht noem ik – nogmaals – mijn twijfels of de inperking van de reikwijdte van de Nederlandse corporate governance code, waardoor deze niet meer toepasselijk is op *alle* Nederlandse beursvennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot enige effectenbeurs, als een wenselijke ontwikkeling moet worden gezien.

7. Afgezien van deze is ook het opwerpen van een tweetal vragen denkbaar. Namelijk of in plaats van het opleggen van periodieke publicatieverplichtingen niet zou moeten worden geopteerd voor het opleggen van de verplichting aan beursvennootschappen om op continue basis informatie te verstrekken. Een ander vraag is hoe het opleggen van publicatieverplichtingen zich verhoudt tot de (te grote) gerichtheid van investeerders en beursvennootschappen op de korte termijn. Ik laat bespreking van deze vragen rusten. Hierover, vanuit uiteenlopende gezichtspunten, J. Fuller/Jensen (2002), Millon (2002) en Prohs (2002).
8. Ik ben derhalve niet op voorhand enthousiast over de in juli 2009 gepubliceerde voorstellen van de IASB over "IFRS for SME" (te vinden op www.iasb.org). Hierover Van den Ende (2009) en – kritisch – Van der Zanden (2009). Laatstgenoemde merkt, mijn inziens terecht, op (p. 110) dat alvorens het jaarrekeningenrecht verdergaand te internationaliseren het wenselijk zou zijn een analyse te maken van kosten en baten van deze keuze.