

Mr. J.R. Hurenkamp en mr. K. Rutten<sup>1</sup>

## DE PRE-PACK BIJ BEURSVENNOOTSCHAPPEN; KOERSGEVOELIGE INFORMATIE? OVER DE SPAGAAT TUSSEN DE WCO I EN ART. 5:25I WFT

### 1 Inleiding

Sinds de introductie van de pre-pack in 2011 houdt dit buitenwettelijke instrument de gemoederen bezig binnen het insolventierecht.<sup>2</sup> En niet zonder resultaat: naar aanleiding van de ervaringen in de praktijk heeft de wetgever het wetsvoorstel Wet Continuïteit Ondernemingen I ('WCO I') opgesteld.<sup>3</sup> De WCO I moet de pre-pack van een wettelijke grondslag voorzien en nader reguleren. Het doel van de WCO I is faillissementen zo veel mogelijk te voorkomen en, voor zover dat niet mogelijk blijkt, de impact van een faillissement te beperken.<sup>4</sup> Als aanvulling op het wettelijk kader heeft Insolad praktijkregels voor de beoogd curator gepubliceerd die (niet-bindende) richtsnoeren geven voor situaties waar de WCO I als kaderregeling of de rechtspraak geen regels stelt.<sup>5</sup>

Het wetsvoorstel WCO I is in de zomer 2015 ingediend bij de Tweede Kamer. Naar aanleiding van het wetsvoorstel heeft de vaste commissie voor Veiligheid en Justitie, belast met het voorbereidend onderzoek naar de WCO I, verslag uitgebracht. In het verslag komt onder meer aan de orde dat VNO-NCW en MKB Nederland tijdens de consultatiefase van het wetsvoorstel WCO I hebben aangekaart dat een verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator mogelijk kwalificeert als koersgevoelige informatie, dat deze informatie onverwijld openbaar moet worden gemaakt in de zin van

- 
- 1 Mr. J.R. Hurenkamp en mr. K. Rutten zijn werkzaam als advocaten bij Wijn & Stael Advocaten N.V. te Utrecht.
  - 2 N.W.A. Tollenaar, 'Faillissementsrecht van Nederland: geef ons de pre-pack!', *TvI* 2011/23.
  - 3 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 2. Zie ook M.R. van Zanten, 'De pre-pack, (aan)winst voor de insolventiepraktijk', *FIP* 2015/5-6 en A.M. Wolfram-van Doorn & E. Schmieman, 'De Wet Continuïteit Ondernemingen I: een stevige eerste steen voor de nieuwe reorganisatiepijler', *TvI* 2015/34.
  - 4 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 3. Zie ook *Kamerstukken II* 2014/15, 33695, nr. 7; *Kamerstukken II* 2013/14, 33695, nr. 3; *Kamerstukken II* 2013/14, 33695, nr. 5 en *Kamerstukken II* 2012/13, 33695, nr. 1.
  - 5 De praktijkregels beoogd curator van Insolad zijn te raadplegen via [www.insolad.nl/publicaties.html](http://www.insolad.nl/publicaties.html). Zie ook J.C.A.T. Prima, 'Praktijkregels voor de beoogd curator', *OR* 2015/48; A.C.A.D. Bakker, 'De totstandkoming van de "Praktijkregels beoogd curator" nader beschouwd', *FIP* 2015/7 en R. Mulder, 'De Pre-pack: verkoop en voortzetting in stilte, verantwoording in het openbaar. Een bespreking van de concept praktijkregels van Insolad', *TvI* 2015/5.

art. 5:25i lid 2 Wft en dat een uitzondering op de regeling nodig lijkt. Naar aanleiding daarvan wordt door de leden van de CDA-fractie de vraag gesteld aan de Minister van Veiligheid en Justitie of hij de mening van deze organisaties deelt.<sup>6</sup> Ook Eumedion stelde diezelfde vraag aan de orde tijdens de consultatiefase.<sup>7</sup>

Tot op heden heeft de minister deze vraag (nog) niet adequaat beantwoord. De minister volstaat in dit kader met de algemene opmerking dat: *‘Wat betreft de verplichting voor een beursgenoteerde onderneming om koersgevoelige informatie te publiceren, wordt aangesloten bij de reeds bestaande regelgeving op dit punt. (...) Op basis van deze regelgeving kan een onderneming de publicatie van koersgevoelige informatie in bepaalde gevallen uitstellen indien daarmee een rechtmatig belang is gediend. (...) Informatie over de indiening van een verzoek om aanwijzing van een beoogd curator of over de toewijzing van zo’n verzoek, valt hieronder.’*<sup>8</sup>

De onduidelijkheid op dit punt heeft in de praktijk al tot de eerste problemen geleid, zoals Bartman dat treffend heeft omschreven naar aanleiding van het recente faillissement van de beursgenoteerde vennootschap Imtech dat werd voorafgegaan door de aanwijzing van een beoogd curator.<sup>9</sup> Nu zowel de toelichting op het wetsvoorstel WCO I als de praktijkregels voor de beoogd curator van Insolad niet ingaan op de verplichting van beursvennootschappen om koersgevoelige informatie openbaar te maken, zullen wij daar in deze bijdrage aandacht aan besteden.

Daarbij staat in het bijzonder de vraag centraal of de aanwijzing van een beoogd curator kwalificeert als koersgevoelige informatie in de zin van art. 5:25i Wft en hoe daarmee in het kader van deze regeling moet worden omgegaan. Eerst wordt ingegaan op het wettelijk kader in de WCO I en de specifieke aandachtspunten voor beursvennootschappen bij toepassing daarvan. Hierna wordt uiteengezet wanneer sprake is van een koersgevoelige informatie en onder welke omstandigheden uitstel van openbaarmaking mogelijk is. Vervolgens wordt stilgestaan bij het toezicht door de AFM, de sancties bij overtreding van de openbaarmakingsplicht en de dreigende aansprakelijkheid voor (feitelijk) leidinggevend van de onderneming. Tot slot volgt een conclusie, waarin een voorstel wordt gedaan om het blootgelegde spanningsveld tussen de WCO I en art. 5:25i Wft op te lossen.

---

6 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 5, p. 10.

7 Brieven Eumedion d.d. 14 augustus 2015 en 30 januari 2014 aan respectievelijk de vaste commissie voor Veiligheid en Justitie van de Tweede Kamer der Staten-Generaal en het Ministerie van Veiligheid en Justitie, te raadplegen via [www.eumedion.nl](http://www.eumedion.nl).

8 *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6, p. 36. Zie ook het antwoord op vraag 3 in de brief van 14 oktober 2015 van de Minister van Veiligheid en Justitie met antwoorden op Kamervragen over de rol van banken bij faillissementen naar aanleiding van het faillissement van Imtech, nr. 691487, te raadplegen via [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl).

9 S.M. Bartman, ‘De ondergang van Imtech’, *OR* 2015/106.

## 2 Wet Continuïteit Ondernemingen I

De WCO I codificeert de huidige pre-pack-praktijk en voegt daar enkele waarborgen aan toe.<sup>10</sup> Kort gezegd biedt de WCO I de wettelijke mogelijkheid voor rechtbanken om op verzoek van een schuldenaar die kampt met ernstige financiële problemen *in stilte* kenbaar te maken wie zij als (beoogd) curator zal aanstellen en als (beoogd) rechter-commissaris zal benoemen in een faillissement (of surseance van betaling). Tijdens de opvolgende stille voorbereidingsfase van een standaardtermijn van twee weken kan de beoogd curator (of beoogd bewindvoerder) onder toezicht van de beoogd rechter-commissaris maatregelen treffen om (tijdelijke) continuering van de onderneming tijdens het faillissement (of de surseance van betaling) te bevorderen en de kans op een doorstart vanuit faillissement met een maximale opbrengst en met zo veel mogelijk behoud van werkgelegenheid te vergroten. Daarmee moet schade van een faillietverklaring zo veel mogelijk worden voorkomen voor schuldeisers, werknemers en klanten van de onderneming. Aan de toewijzing van het verzoek kan de rechtbank voorwaarde(n) verbinden, bijvoorbeeld naar aanleiding van de 'meerwaarde' van de stille voorbereidingsfase die verplicht onderbouwd moet worden in het verzoek van de schuldenaar.<sup>11</sup>

Tijdens de stille voorbereidingsfase observeert de beoogd curator welke voorbereidingen de schuldenaar treft met het oog op het faillissement (of de surseance van betaling). De schuldenaar blijft volledig beheers- en beschikkingsbevoegd en is enkel wettelijk verplicht de beoogd curator gevraagd en ongevraagd van alle informatie te voorzien. De voorbereidingen zijn vaak gericht op het realiseren van een doorstart van de onderneming door middel van een activatransactie die ná faillietverklaring wordt geëffectueerd: een pre-pack. Het is aan de schuldenaar en diens adviseurs om – binnen de grenzen van de noodzakelijke geheimhouding – een deugdelijk verkoopproces vorm te geven dat waarborgt dat alle serieuze potentiële gegadigden in de gelegenheid zijn gesteld om een bod uit te brengen.<sup>12</sup> Gelet hierop is het laten uitvoeren van behoorlijke marktverkenning en taxatie(s) de hoofdregel, waar slechts in bijzondere omstandigheden van kan worden afgeweken.<sup>13</sup>

Van de beoogd curator en beoogd rechter-commissaris wordt verwacht dat zij tijdens de stille voorbereidingsfase waken over de belangen van de schuldeisers en andere betrokkenen bij het mogelijk aanstaande faillissement (of de surseance van betaling).<sup>14</sup> Dit betekent dat zij het voorbereidingstraject met een kritische blik moeten

10 Zie voor een analyse van de huidige praktijkresultaten J.R. Hurenkamp, 'Failliet of fast forward? Een analyse van de pre-pack in de praktijk', *TvI* 2015/20 en J.R. Hurenkamp, *De pre-pack in de praktijk*, Amersfoort: Celsus 2014.

11 Art. 363 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 10 e.v.

12 Art. 364 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 17 e.v.

13 Praktijkregels beoogd curator van Insolad, nr. 5.1 en 5.2.

14 Art. 364 en 365 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 17 en 23-24.

volgen. Voor de beoogd curator bieden de praktijkregels van Insolad daarvoor aanknopingspunten. Zo kan de beoogd curator waar nodig (niet-bindende) aanwijzingen geven aan de schuldenaar. Op verzoek van de schuldenaar kan de beoogd curator ook een actievere rol innemen, bijvoorbeeld door onderhandelingen bij te wonen of een (voorlopig) oordeel te geven over te verrichten rechtshandelingen tijdens de stille voorbereidingsfase.<sup>15</sup>

Daarnaast wordt van de beoogd curator verwacht dat hij onderzoekt of er sprake is van (financiële) onregelmatigheden bij de schuldenaar en, bij constatering daarvan, doortastend handelt. Dat betekent echter niet dat de beoogd curator optreedt als toezichthouder of zich met de bedrijfsvoering van de schuldenaar moet inlaten.<sup>16</sup> Indien de schuldenaar naar het oordeel van de beoogd curator (of de beoogd rechter-commissaris) tijdens de stille voorbereidingsfase op enige wijze in gebreke blijft, bijvoorbeeld omdat sprake is van concurrentievervalsing bij de voorbereiding van een doorstart, kan de stille voorbereidingsfase tussentijds worden ingetrokken. Verder is denkbaar dat wordt besloten om medewerking aan (of goedkeuring van) een door de schuldenaar voorbereide doorstart vanuit faillissement te weigeren.<sup>17</sup> Daarnaast biedt de WCO I de beoogd curator een aanvullend instrument om tegen onbehoorlijk handelen van bestuurders tijdens de stille voorbereidingsfase op te treden, waartoe de aansprakelijkheidsregeling in art. 2:138 en 2:248 BW wordt uitgebreid.<sup>18</sup> Verder wordt de (beoogd) curator bevoegd om een verzoek te doen tot het opleggen van een civielrechtelijk bestuursverbod aan bestuurders, zoals de Wet civielrechtelijk bestuursverbod dat in de toekomst mogelijk moet maken.<sup>19</sup>

De regeling in de WCO I geldt voor alle ondernemingen, ongeacht welke activiteiten zij ontplooiën of de rechtsvorm waarin zij worden gedreven.<sup>20</sup> Dit betekent dat ook een statutair in Nederland gevestigde vennootschap waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt (een 'beursvennootschap') om de aanwijzing van een beoogd curator kan verzoeken.

### 3 Specifieke verplichtingen voor beursvennootschappen

Bij beursvennootschappen zijn aanvullende stappen nodig bij (de voorbereiding en uitvoering van) een pre-pack. Deze aanvullende stappen worden niet omschreven in de WCO I of de toelichting daarop. Ter illustratie kan allereerst worden gewezen

---

<sup>15</sup> Praktijkregels beoogd curator van Insolad, nr. 6.2.

<sup>16</sup> *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 18.

<sup>17</sup> Art. 366 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 20.

<sup>18</sup> Zie voor een kritische beschouwing van deze uitbreiding M.L. Lennarts, 'Vaak heb iets in de wet waarschijnlijk een noodzaak', *OR* 2015/80.

<sup>19</sup> *Kamerstukken II* 2013/14, 34011, nr. 2.

<sup>20</sup> Art. 363 lid 7 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 2.

op de verplichting van het bestuur om melding te maken van het voornemen tot het uitvoeren van een pre-pack op grond van de Mededingingswet bij de daartoe aangewezen instantie(s), indien de betreffende activatransactie kwalificeert als een meldingsplichtige overname.<sup>21</sup>

Verder dient het bestuur (en de raad van commissarissen) van een beursvennootschap de wettelijke verplichting in het achterhoofd te houden om bij ernstige liquiditeits- en continuïteitsproblemen binnen drie maanden een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen, nadat aannemelijk is geworden dat het eigen vermogen gelijk aan of lager is dan de helft van het gestorte en opgevraagde kapitaal.<sup>22</sup> Een aandeelhouder kan om de bijeenroeping van deze ‘verliesvergadering’ verzoeken en indien nodig afdwingen.<sup>23</sup> Blijft het bestuur of de raad van commissarissen in gebreke met de bijeenroeping, dan kan dat aanleiding zijn voor schorsing of ontslag van de bestuurder(s) en/of commissaris(sen), eventuele aansprakelijkheid wegens kennelijk onbehoorlijke taakvervulling of het (uiteindelijke) oordeel van de Ondernemingskamer van wanbeleid.<sup>24</sup>

Het doel van de verliesvergadering is om te nemen maatregelen te bespreken, bijvoorbeeld het beperken van de verliezen, een voorstel tot kapitaalvermindering of ontbinding van de vennootschap.<sup>25</sup> De WCO I biedt geen ontheffing van deze verplichting, als gevolg waarvan – zo is de verwachting – bestuurders en commissarissen de wens hebben om deze vergadering zo veel mogelijk uit te stellen indien zij een beoogd curator willen inschakelen. Immers, een verliesvergadering bij een beursvennootschap zal het doel van de aanwijzing – waarvoor stilte en beslotenheid noodzakelijk is – al snel doorkruisen indien daarin het voornemen tot of de inschakeling van een beoogd curator ter sprake komt, bijvoorbeeld omdat een aandeelhouder daar specifiek naar informeert.

Tot slot staat een verplichting omtrent koersgevoelige informatie opgenomen in art. 5:25i lid 2 Wft: een beursvennootschap moet informatie als bedoeld in de definitie van voorwetenschap in art. 5:53 lid 1 Wft die rechtstreeks op haar betrekking heeft onverwijld algemeen verkrijgbaar stellen. Deze verplichting tot openbaarmaking is opgenomen ter implementatie van art. 6 Richtlijn marktmisbruik<sup>26</sup> en art. 12

21 Zie over dit onderwerp M. Rijke & M. Offerman, ‘Pre-pack faillissement en de Mededingingswet: mogelijkheden voor een snelle doorstart’, *MP* 2013/8.

22 Art. 2:108a BW.

23 Art. 2:112 BW.

24 Zie Hof Amsterdam (OK) 18 januari 2006, *JOR* 2006/46 m.nt. M. Brink (*Laurus*); Rb. Maastricht 22 augustus 1996, *JOR* 1997/2 m.nt. Wezeman (*Primosa*) en Hof Amsterdam (OK) 7 januari 1988, *NJ* 1989/827 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Bredero*).

25 *Asser/Maeijer, Van Solinge & Nieuwe Weme 2-IIa* 2013/112.

26 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende de handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (*PbEU* 2003, L 96) (‘Richtlijn marktmisbruik’).

Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking<sup>27</sup> (*Uitvoeringsrichtlijn*).<sup>28</sup> Met deze richtlijnen heeft de Europese wetgever een gemeenschappelijk rechtskader willen creëren dat erop is gericht de marktintegriteit van de effectenmarkt in de Europese Unie te verzekeren en het vertrouwen van beleggers in deze markt te vergroten, met als doel dat beleggers zich op juiste informatie (kunnen) baseren bij hun beslissingen en een goede werking van de financiële markten wordt gewaarborgd.<sup>29</sup>

De WCO I voorziet niet in een ontheffing van de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie aan beleggers. Dat is ook niet mogelijk, aangezien art. 6 Richtlijn marktmisbruik strekt tot volledige harmonisatie.<sup>30</sup> Daardoor heeft de Nederlandse wetgever geen marge tot afwijking op nationaal niveau door het stellen van lichtere eisen.<sup>31</sup> Met andere woorden: een uitzondering op de openbaarmaking van koersgevoelige informatie is alleen toegestaan als dat past binnen het kader van art. 6 Richtlijn marktmisbruik en het daarop gebaseerde art. 5:25i Wft. Is dat niet het geval, en wordt toch op nationaal niveau van de richtlijn afgeweken, dan moet een rechter (ambtshalve) die uitzondering in strijd met Europees recht achten en redres daarvan voorschrijven.<sup>32</sup>

27 Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van de Commissie en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (*PbEU* 2003, L 339) (*Uitvoeringsrichtlijn*).

28 De huidige regels omtrent koersgevoelige informatie vinden hun grondslag in Richtlijn marktmisbruik en zijn opgenomen in de Wft. per 3 juli 2016 zal deze richtlijn worden vervangen door de rechtstreeks werkende Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2014, L 173). Het wetsvoorstel Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik laat daarom de regels omtrent koersgevoelige informatie in de Wft vervallen. Die regels in de Verordening blijven grotendeels ongewijzigd en bieden geen oplossing voor de problematiek die in onderhavig artikel wordt besproken. Het wetsvoorstel Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik is te raadplegen via [www.internetconsultatie.nl/marktmisbruik](http://www.internetconsultatie.nl/marktmisbruik).

29 Zie overweging 12 in de preambule van de Richtlijn marktmisbruik.

30 Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 15; G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 112; C.M. Grundmann-van de Krol & F.G.H. Kristen, 'Europese aanpak van marktmisbruik', in: *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 36-48 en J. Italianer & A.J.P. Tillema, 'Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmisbruik – Startschot voor een nieuwe regime in Nederland', *OR* 2003/430, p. 437.

31 Zie HvJ EG 10 januari 2006, zaak C-402/03 (*Skov/AEg*), r.o. 22-34, 37 en 39; HvJ EG 25 april 2002, zaak C-183/00 (*González Sánchez*), r.o. 23-30 en HvJ EG 5 april 1979, zaak 148/78 (*Ratti*), r.o. 26-27.

32 C.M. Grundmann-van de Krol & F.G.H. Kristen, 'Europese aanpak van marktmisbruik', in: *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 63-69.

#### 4 Koersgevoelige informatie

De verplichting voor een beursvennootschap om informatie openbaar te maken die betrekking heeft op het verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator of de toewijzing daarvan, zal de werking en het doel van de WCO I frustreren. Het is immers van cruciaal belang dat de stille voorbereidingsfase tot de laatste fase van de doorstart niet openbaar wordt, om waardeverlies van de onderneming en onrust in de markt te voorkomen. Met het oog op deze bezwaren is de stille voorbereidingsfase juist ontwikkeld, zodat een doorstart met een hogere opbrengst kan worden gerealiseerd.<sup>33</sup> Dat is de kern van de achtergrond van de WCO I die haaks staat op de openbaarmakingsverplichting van art. 5:25i lid 2 Wft. Aangezien de schending van de verplichting tot openbaarmaking gesanctioneerd kan worden met een substantiële boete door de AFM – niet alleen aan de betreffende beursvennootschap, maar ook aan de feitelijk leidinggevende(n) die zijn betrokken bij de overtredingen<sup>34</sup> – is het daarom maar de vraag of een (bestuur van een) beursvennootschap wel gebruik zal maken van de mogelijkheid tot aanwijzing van een beoogd curator, indien openbaarmaking daarvan wettelijk verplicht is.

Art. 5:53 Wft definieert wat onder koersgevoelige informatie wordt verstaan: *'bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een [beursvennootschap of de aandelen daarin] (...), welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de [beursgenoteerde aandelen].'* Daarbij kan gedacht worden aan informatie omtrent wijzigingen in het bestuur of de raad van commissarissen, een overname, een fusie of de inkoop van eigen aandelen. Ook bijzonder tegenvallende resultaten of betalingsproblemen die de continuïteit van de onderneming in gevaar brengen, kwalificeren als koersgevoelige informatie.<sup>35</sup>

De vraag rijst of de (indiening van het verzoek tot) aanwijzing van een beoogd curator als koersgevoelige informatie kwalificeert. Ten aanzien van het aanvragen van faillissement of surseance van betaling en het doorvoeren van een omvangrijke

33 F.M.J. Verstijlen, 'Reorganisaties van ondernemingen en pre-pack', in: *Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' Wet continuïteit ondernemingen (delen I en II) en het bestuursverbod*, Zutphen: Uitgeverij Paris 2014, p. 26.

34 Zo legde de AFM op 2 december 2015 nog bestuurlijke boetes op aan Imtech en twee oud-bestuurders wegens het op het verschillende momenten overtreden van art. 5:25i lid 2 Wft. Zie [www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2015/dec/boetes-imtech](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/nieuws/2015/dec/boetes-imtech). Deze overtredingen hadden overigens niets van doen met het verzoek van Imtech in augustus 2015 om een stille (beoogd) curator te benoemen.

35 Zie *Kamerstukken II 2005/06*, 29708, nr. 19, p. 605; *Kamerstukken II 2004/05*, 29827, nr. 3, p. 34 en *Kamerstukken II 1996/97*, 25095, nr. 3, p. 7. Zie ook AFM-brochure *Koersgevoelige informatie*, augustus 2009, p. 8, te raadplegen via [www.afm.nl](http://www.afm.nl); Hof Amsterdam (OK) 2 september 2004, *JOR* 2004/271 m.nt. M. Brink (*Getronics N.V.*) en Hof Amsterdam 30 juni 2000, *NJ* 2000/154 (*Philips*).

reorganisatie is die vraag reeds bevestigend beantwoord door de AFM en de Committee of European Securities Regulators ('CESR').<sup>36</sup> Dat de aanwijzing van een beoogd curator informatie betreft die *rechtstreeks* betrekking heeft op de beursvennootschap, niet openbaar is en dat openbaarmaking van deze informatie *significante invloed*<sup>37</sup> heeft op de koers van de beursgenoteerde aandelen, is een gegeven: een van de doelen van de aanwijzing is immers om een activatransactie vanuit faillissement (een pre-pack) voor te bereiden zonder schade van een openbare faillietverklaring (of verlening van surseance van betaling). Aangezien het opvolgende faillissement (of de surseance van betaling) resulteert in een waardedaling van de aandelen van de vennootschap tot nihil, is dat evident informatie *'waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren'*.<sup>38</sup> Aangenomen moet derhalve worden dat de koers van de aandelen als gevolg van een openbaarmaking significant zal worden beïnvloed.<sup>39</sup>

Daarnaast moet de informatie betrekking hebben op een 'concreet' feit.<sup>40</sup> Bij toewijzing van het verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator zal daarvan in ieder geval sprake zijn. Vanaf dat moment zullen immers voorbereidingen worden getroffen die gericht zijn op het tot stand brengen van een activatransactie die ná faillietverklaring wordt geëffectueerd (een pre-pack) en ter voorbereiding van het faillissement (of de surseance van betaling). Dat met de komst van de beoogd curator op zichzelf nog niets verandert bij de beursvennootschap is in dat kader irrelevant, omdat uit rechtspraak volgt dat informatie ook 'concreet' is indien het betrekking heeft op een

36 AFM-brochure *Koersgevoelige informatie*, augustus 2009, p. 9 en CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.15: 'Filing of petitions in bankruptcy or the issuing of orders for bankruptcy proceedings.' Voorts wordt volgens de CESR in dit kader als koersgevoelige informatie aangemerkt: 'Purchase or disposal of equity interests or other major assets or branches of corporate activity', 'Restructurings or reorganizations that have an effect on the issuer's assets and liabilities, financial position or profits and losses', 'Receiving acquisition bids for relevant assets' en 'Changes in expected earnings or losses'. De richtsnoeren van CESR zijn te raadplegen via [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

37 Volgens de AFM bestaat er geen 'harde' formule om vast te stellen of sprake zal zijn van een significante invloed op de koers, bijvoorbeeld in kwantiteit. Zie AFM-brochure *Koersgevoelige informatie*, augustus 2009, p. 7. In gelijke zin oordeelt de CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.13: 'CESR is clear that fixed thresholds of price movements or quantitative criteria alone are not suitable means of determining the significance of a price movement.'

38 HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70 m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group NV & Van Raemdock/CBFA*), r.o. 51 en 68.

39 Zie ook *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 28; *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 7, p. 7 die verwijst naar HR 27 juni 1995, *NJ* 1995/662 m.nt. T.M. Schalken (*HCS*). Zie voorts Rb. Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (*Ageas*) en Hof Amsterdam 13 juni 2008, *JOR* 2009/10 m.nt. F.G.H. Kristen.

40 Zie daarover art. 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn.

in tijd gespreid proces dat erop gericht is een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, ook al heeft de informatie slechts betrekking op een tussenstap in dat (grotere) proces, aldus het Europese Hof van Justitie.<sup>41</sup>

De aanwijzing van een beoogd curator kwalificeert in onze ogen dan ook als concrete informatie die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap, niet openbaar is en significante invloed zal hebben op de koers van de beursgenoteerde aandelen.

## **5 Uitstel­mogelijkheid openbaarmaking**

Nu de aanwijzing van een beoogd curator kwalificeert als koersgevoelige informatie, dient openbaarmaking daarvan onverwijld plaats te vinden op grond van art. 5:25i lid 2 Wft op de wijze zoals voorgeschreven door art. 5:25m Wft. Daarmee staat de noodzakelijke stilte en beslotenheid van de aanwijzing op gespannen voet, waarvoor de WCO I geen oplossing biedt. Evenmin biedt de uitstel­mogelijkheid van art. 5:25i Wft daarvoor een oplossing, zoals hierna zal blijken.

Blijkens de parlementaire geschiedenis kan openbaarmaking van koersgevoelige informatie op grond van art. 5:25i lid 3 Wft in ‘uitzonderlijke gevallen’ worden uitgesteld indien: (1) het uitstel een rechtmatig belang van de beursvennootschap dient; (2) van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is; en (3) zij de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen. Wordt niet (meer) aan deze voorwaarden voldaan, dan dient openbaarmaking (alsnog) plaats te vinden.<sup>42</sup> In het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft (‘*Transparantiebep­sluit*’) zijn de vereisten (1) en (3) nader uitgewerkt op grond van art. 5:25i lid 4 Wft.

### *5.1 Rechtmatig belang*

De Wft bevat geen definitie van het begrip ‘rechtmatig belang’. Het Transparantiebep­sluit volstaat enkel met een niet-limitatieve opsomming van situaties die daar­onder kunnen vallen. Volgens art. 4 lid 1 sub a Transparantiebep­sluit kan van een rechtmatig belang sprake zijn indien openbaarmaking van de informatie ‘*de uitkomst of het normale verloop van aan de gang zijnde onderhandelingen kan beïnvloeden*’.<sup>43</sup> Daarvan is volgens art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn in het bijzonder sprake

41 HvJ EG 28 juni 2012, JOR 2012/259 m.nt. G.T.J. Hoff (*Geltl/Daimler AG*), r.o. 40.

42 *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 12.

43 Zie ook CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 2.8, dat als rechtmatig belang voor uitstel van openbaarmaking noemt: ‘*Pending developments that could be jeopardised by premature disclosure.*’

*‘wanneer de financiële levensvatbaarheid van de [beursvennootschap] in ernstig en imminent gevaar is, zij het niet in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving’.*<sup>44</sup>

Hieruit leiden wij af dat het uitstel tot openbaarmaking van de informatie niet een rechtmatig belang van de beursvennootschap dient indien een procedure zoals omschreven in de Faillissementswet van toepassing is op de beursvennootschap, met als gevolg dat die informatie onverwijld openbaar zal moeten worden gemaakt volgens de hoofdregel. Weliswaar vindt de aanwijzing van een beoogd curator in de huidige praktijk (nog) op buitenwettelijke basis plaats, maar met de komst van de WCO I zal dat gaan veranderen: de aanwijzing van een beoogd curator wordt dan ondergebracht in een nieuwe afdeling van de Faillissementswet, waarmee de regeling zal behoren tot insolventiewetgeving die is uitgezonderd van de uitstelbaarheid.<sup>45</sup> Dit ziet de minister over het hoofd bij het beantwoorden van de Kamervragen die onder meer zijn gesteld naar aanleiding van het faillissement van Imtech.<sup>46</sup>

Het is de vraag of het daadwerkelijk de bedoeling van de Europese wetgever is om een dergelijke stille insolventieprocedure van de uitstelbaarheid uit te sluiten. Een indicatie voor een ontkennende beantwoording van die vraag kan gevonden worden in de aanbeveling die de Europese Commissie recent heeft gepubliceerd en waarin zij overweegt dat de aanbeveling *‘tot doel [heeft] ervoor te zorgen dat*

44 Art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn. Op 28 januari 2016 heeft de ESMA (voorheen CESR genaamd) een Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation gepubliceerd, behorend bij de Verordening marktmisbruik die op 3 juli 2016 in werking zal treden (zie voetnoot 28), te raadplegen via [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu). In deze nieuwe richtlijnen van ESMA worden onderhandelingen over een overname en een onderneming die in financieel zwaar weer verkeert als twee afzonderlijke gronden genoemd voor het bestaan van een rechtmatig belang, zie overweging 71. Hiermee wijkt de ESMA af van het huidige art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn en overweging 50 in de nieuwe Verordening marktmisbruik die deze gronden als één combinatie noemen. Betwijfeld kan worden of deze uitbreiding van het rechtmatig belang door ESMA een rechterlijke toetsing kan doorstaan. Bovendien neemt de uitbreiding door ESMA in onze ogen niet weg dat ook per 3 juli 2016 de aanwijzing van een beoogd curator evident het punt markeert waarop de onderneming in financieel zwaar weer verkeert, waarbij uitstel van openbaarmaking niet te rechtvaardigen is gelet op de zinsnede ‘zij het niet in het kader van toepasselijke insolventiewetgeving’. Deze beperking blijft ook in de nieuwe richtlijnen van ESMA behouden. De op zichzelf staande uitzondering van lopende onderhandelingen zoals genoemd in de nieuwe richtlijnen van ESMA zal daarom ook per 3 juli 2016 geen uitkomst bieden voor uitstel wegens een rechtmatig belang; deze uitzondering lijkt enkel bruikbaar bij een overname buiten faillissement, zoals een fusie of aandelentransactie.

45 De WCO I introduceert een nieuwe titel IV, getiteld: buiten faillissement en surseance van betaling. In de eerste afdeling van die titel wordt de regeling omtrent de aanwijzing van een beoogd curator opgenomen. Zie *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 2.

46 Zie *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6, p. 36 en het antwoord op vraag 3 in de brief van 14 oktober 2015 van de Minister van Veiligheid en Justitie met antwoorden op Kamervragen over de rol van banken bij faillissementen naar aanleiding van het faillissement van Imtech, nr. 691487, te raadplegen via [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl).

*levensvatbare ondernemingen in financiële moeilijkheden, ongeacht hun locatie in de Unie, toegang hebben tot nationale insolventiestelsels waardoor ze zich in een vroeg stadium kunnen herstructureren om hun insolventie te voorkomen, en zodoende de totale waarde voor schuldeisers, werknemers, eigenaren en de economie als geheel te maximaliseren. De aanbeveling heeft eveneens tot doel eerlijke failliete ondernemers in de hele Unie een tweede kans te geven*.<sup>47</sup>

Daarmee onderkent de Europese Commissie in zekere zin de meerwaarde van de aanwijzing van een beoogd curator, die eerlijke ondernemers de tweede kans kan bieden. Ook valt niet in te zien waarom onderhandelingen over een overname buiten faillissement *wel* kwalificeert als een rechtmatig belang conform het Transparantiebesluit, terwijl dat bij een overname vanuit faillissement *niet* het geval zou zijn. Het doel is immers in beide gevallen identiek: vroegtijdige openbaarmaking van onderhandelingen kan in dergelijke situaties een negatief effect hebben op de slagingskans van de overname, zeker wanneer de overname noodzakelijk is in verband met de precaire positie van de onderneming.<sup>48</sup>

Daartegenover staat dat het beroep op de aanwezigheid van een ‘rechtmatig belang’ wegens lopende onderhandelingen volgens de toelichting op het Transparantiebesluit enkel het uitstel rechtvaardigt, mits ‘*dat openbaarmaking van het feit dat onderhandelingen plaatsvinden en de vraag welke partijen hierbij zijn betrokken, de belangen van bestaande en potentiële aandeelhouders ernstig zou schaden doordat de afronding van deze onderhandelingen voor de zekerstelling van het herstel van de [beursvennootschap] op lange termijn in het gedrang zou kunnen komen*’.<sup>49</sup> Deze beschermingsgedachte van aandeelhouders is een belangrijk doel van de Richtlijn marktmisbruik en bijbehorende Uitvoeringsrichtlijn, waarop art. 5:25i Wft en het Transparantiebesluit zijn gebaseerd.<sup>50</sup>

De bescherming van aandeelhouders laat zich niet goed verenigen met de aanwijzing van een beoogd curator, omdat de stille voorbereidingsfase vaak zal resulteren in een (activatransactie vanuit) faillissement, waardoor de waarde van de aandelen tot nihil daalt. De aanwijzing zal dus juist resulteren in nadeel voor zittende en

47 Zie overweging 1 in de preambule van de Aanbeveling van de Europese Commissie van 12 maart 2014 inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, te raadplegen via [www.ec.europa.eu/justice/civil/files/c\\_2014\\_1500\\_nl.pdf](http://www.ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_nl.pdf).

48 Vgl. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 280 e.v.

49 Nota van toelichting op het Besluit art. 25i Wft (*Stb.* 2008, 578), p. 23. In gelijke zin art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn en AFM-brochure *Koersgevoelige informatie*, augustus 2009, p. 10 en overweging 50 in de nieuwe Verordening marktmisbruik die op 3 juli 2016 in werking zal treden (zie voetnoot 28).

50 Zie bijvoorbeeld overwegingen 12, 15, 24, 28 en 43 in de preambule van de Richtlijn marktmisbruik en overweging 4 in de preambule van de Uitvoeringsrichtlijn.

toetredende aandeelhouders in plaats van voorkoming daarvan.<sup>51</sup> Overigens zal dat nadeel in de praktijk voor *zittende* aandeelhouders vaak beperkt zijn, aangezien zij bij een beursvennootschap in zwaar weer vaak ‘out-of-the-money’ zijn. Daarbij dient gerealiseerd te worden dat wanneer niet gekozen zou worden voor indiening van het verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator, maar tot het direct aanvragen van faillissement of surseance van betaling, de zittende aandeelhouders vaak niet beter af zijn. De koers van de aandelen staat op dat moment over het algemeen namelijk al op een dieptepunt. Gelet hierop zal het nadeel voor *toetredende* aandeelhouders tijdens de stille voorbereidingsfase van twee weken ook beperkt zijn; het aandeel is op dat moment veelal nog slechts een ‘penny-stock’ en weinig interessant voor beleggers.<sup>52</sup>

Het nadeel voor aandeelhouders lijkt daarom vooral een theoretische discussie. Dat neemt niet weg dat het toch de vraag blijft of dat voldoende rechtvaardiging biedt voor een beroep op het rechtmatig belang tot uitstel dat een toetsing door de AFM en de rechter kan doorstaan. Dat is geen gelopen race. Ter illustratie kan worden gewezen op de (terechte) overweging van de Nederlandse wetgever dat de Beklamel-norm tijdens de stille voorbereidingsfase onverkort geldt, hetgeen betekent dat nieuwe schuldeisers evenzeer niet mogen worden benadeeld tijdens de stille voorbereidingsfase.<sup>53</sup> Niet uit te sluiten is dat op vergelijkbare wijze wordt geoordeeld ten aanzien van toetredende aandeelhouders.

De situatie dat uitstel van de openbaarmaking nadeel voor aandeelhouders voorkomt, zal daarom bij de aanwijzing van een beoogd curator zich niet voordoen en juist de kans op nadeel vergroten. Daartegenover staat dat schuldeisers, werknemers en klanten van de betreffende onderneming wél belang hebben bij de stille voorbereidingsfase om schade van een openbare faillietverklaring (of verlening van

51 Dit is een belangrijk verschil ten opzichte van art. 4 lid 1 sub b Transparantiebesluit, waarin tot een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking wordt gerekend het besluit tot het inschakelen van een stille curator in de zin van art. 1:76 Wft, het verzoeken om de noodregeling als bedoeld in art. 3:160 of 3:161 Wft en het verlenen van liquiditeitssteun als bedoeld in art. 8 lid 1 Bankwet 1998. Deze maatregelen hebben primair tot doel de continuïteit van de onderneming buiten faillissement te waarborgen en zijn daarmee in beginsel in het belang van aandeelhouders, terwijl bij de benoeming van een beoogd curator op grond van de WCO I vaak het tegenovergestelde het geval is.

52 Zo daalde de koers van Imtech in de twee weken voorafgaand aan de surseance van betaling van € 3,44 naar € 0,27. Deze koersgeschiedenis is te raadplegen via [www.iex.nl/Aandeel-Koers/11890/Royal-Imtech.aspx](http://www.iex.nl/Aandeel-Koers/11890/Royal-Imtech.aspx). De handel in een dergelijk aandeel is overigens wel interessant voor beleggers die het aandeel eerst voor een hoog bedrag hebben verkocht, terwijl zij het aandeel op dat moment nog niet hadden (*short selling*), en die het aandeel vervolgens voor een lage prijs kunnen kopen.

53 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 11. Zie ook E.M. Loesberg, ‘Hoe gaat het met de pre-pack?’, *TOP* 2014/4; F.M.J. Verstijlen, ‘Pre-packing in the Netherlands’, *NJB* 2014/803; N.W.A. Tollenaar, ‘Van pre-pack naar stille bewindvoering: een nuttige rechtsfiguur in de maak’, *FIP* 2013/6, p. 203; M.J. Cools, ‘Een doorstart in voorverpakking’, *FIP* 2013/8, p. 274; J. Princen, ‘Boedelschulden uit surseanceperiode of stille surseance beoordelen naar ontstaansmoment: zij kwalificeren als superpreferente boedelschulden’, in: *40XL (liber amicorum M.J.M. Franken)*, 2013, p. 18-19.

surseance van betaling) te voorkomen of in te perken. In de WCO I werd al gekozen om laatstgenoemd belang ten nadele van aandeelhouders te laten prevaleren door voor te schrijven dat indiening van het verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator geen toestemming c.q. goedkeuring behoeft van de algemene vergadering van aandeelhouders.<sup>54</sup>

Het valt te betreuren dat de Nederlandse wetgever daarbij niet tevens een (principiële) beslissing heeft genomen in de WCO I of sprake is van een rechtmatig belang van de beursvennootschap indien zij in stilte een beoogd curator wenst in te schakelen. Wellicht dat de wetgever zich op dit punt bewust terughoudend heeft opgesteld, vanwege de mogelijke inbreuk die zij daarmee maakt op de Richtlijn marktmisbruik die (hoofdzakelijk) strekt tot bescherming van aandeelhouders.<sup>55</sup> Omdat de Richtlijn marktmisbruik tevens bepaalt dat bevoegde autoriteiten van lidstaten geen richtsnoeren mogen geven die niet in overeenstemming zijn met de bepalingen van de richtlijn, is het nemen van die beslissing door de AFM ook niet mogelijk, bijvoorbeeld door te bepalen in het Transparantiebesluit dat de aanwijzing van een beoogd curator kwalificeert als een rechtmatig belang dat uitstel rechtvaardigt.<sup>56</sup>

Vooralsnog wordt het daarom aan de praktijk overgelaten of de aanwijzing van een beoogd curator als een 'rechtmatig belang' kwalificeert dat uitstel rechtvaardigt, dat *achteraf* door de AFM wordt beoordeeld. Die situatie is onwenselijk, omdat bestuurders (en commissarissen) van beursvennootschappen daardoor in onzekerheid blijven verkeren of de AFM achteraf het beroep op de uitstelmogelijkheid zal honoreren of sanctioneren. Overigens achten wij persoonlijk een wettelijke uitzondering op openbaarmaking van de aanwijzing van een beoogd curator gerechtvaardigd: niet alleen om de kans op een hogere opbrengst te vergroten, maar ook om een ongecontroleerd proces tijdens het faillissement (of de surseance betaling) zo veel mogelijk te voorkomen.

## 5.2 *Geen misleiding van het publiek*

Naast de aanwezigheid van een rechtmatig belang mag door het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten zijn. Dat vereiste lijkt op het eerste gezicht

<sup>54</sup> Art. 363 lid 6 WCO I en *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3, p. 30-32.

<sup>55</sup> Nederland is als lidstaat namelijk volgens vaste Europese rechtspraak gehouden om 'alle maatregelen te treffen die nodig zijn om de volle werking van die richtlijn overeenkomstig het ermee beoogde doel te verzekeren'. Dat brengt mee dat Nederland op nationaal niveau geen maatregelen mag treffen die een beletsel opleveren voor de doeltreffendheid van een richtlijn. Zie HvJ EG 16 juni 2005, zaak C-456/03 (*Commissie/Italië*), r.o. 50-51; HvJ EG 2 juni 2005, zaak C-15/04 (*Koppensteiner*), r.o. 33; HvJ EG 7 oktober 2004, zaak C-103/02 (*Commissie/Italië*), r.o. 33; HvJ EG 5 oktober 2004, zaken C-397/01 t/m C403/01 (*Pfeiffer*), r.o. 110 en HvJ EG 11 juli 2002, zaak C-62/00 (*Marks & Spencer*), r.o. 26-27.

<sup>56</sup> Zie overweging 21 in de preambule van de Richtlijn marktmisbruik.

merkwaardig, omdat uitstel van informatie over het algemeen tot gevolg heeft dat het publiek onvolledig is geïnformeerd en op grond daarvan altijd een misleidende voorstelling van zaken heeft.<sup>57</sup> Volgens de AFM moet het vereiste echter zo worden uitgelegd dat van misleiding sprake zal zijn indien de onderneming informatie achterhoudt met het doel een verkeerde voorstelling van zaken te geven. Volgens de AFM brengt dat mee dat de beursvennootschap bij uitstel van openbaarmaking zich steeds moet afvragen of het publiek door het achterhouden van de koersgevoelige informatie niet op het verkeerde been wordt gezet en of dit, gezien alle omstandigheden van het geval, te rechtvaardigen is.<sup>58</sup>

Ons inziens is bij een stille voorbereidingsfase van te duchten misleiding als doel op zich geen sprake, mits de beursvennootschap tijdens die periode of daaraan voorafgaand geen geruststellende berichten verspreidt die haaks staan op de slechte vooruitzichten van de vennootschap of berichten verspreidt waarin een reorganisatie of het lopen van onderhandelingen over een overname ontkent. Indien echter concrete geruchten in de markt ontstaan – ook als de beursvennootschap daar niet direct aan heeft bijgedragen – zal uitstel van de openbaarmaking niet langer gerechtvaardigd zijn, hetgeen dan zal meebrengen dat de stille voorbereidingsfase alsnog openbaar gemaakt moet worden.<sup>59</sup> Volgens ons is dit evenmin wenselijk, omdat daarmee afbreuk wordt gedaan aan het doel en de strekking van de WCO I.

### 5.3 Waarborgen vertrouwelijkheid

Ook vereist is dat de beursvennootschap bij uitstel de vertrouwelijkheid van de betreffende koersgevoelige informatie kan waarborgen. Daarvoor zal de beursvennootschap in ieder geval een *insiderlijst* als bedoeld in art. 5:59 lid 1 Wft moeten bijhouden, waarop de personen worden vermeld die van de koersgevoelige informatie op de hoogte zijn.<sup>60</sup> Verder schrijft art. 4 lid 2 Transparantiebesluit voor dat de beursvennootschap maatregelen moet treffen waardoor de toegang tot de koersgevoelige informatie wordt beperkt tot personen die de informatie in het kader van de normale uitoefening van hun werk, beroep of functie nodig hebben. Indien er duidelijke signalen zijn dat de informatie is uitgelekt, bijvoorbeeld omdat de koers aanzienlijk stijgt of daalt in korte tijd, een bericht is gepubliceerd of een concreet gerucht rondgaat, is de vertrouwelijkheid niet langer gewaarborgd en zal de informatie alsnog openbaar moeten worden.<sup>61</sup>

---

57 J. Italianer & A.J.P. Tillema, 'Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmissbruik – Startschot voor een nieuwe regime in Nederland', *OR* 2003/430, p. 437.

58 AFM-brochure *Koersgevoelige informatie*, augustus 2009, p. 11.

59 Vgl. Hof Amsterdam 11 november 2014, *JOR* 2015/71 m.nt. G.T.J. Hoff (*SdB/VEB*); Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009/234 m.nt. G.T.J. Hoff (*Randstad Holding/AFM*) en Hof Amsterdam (OK) 18 januari 2006, *JOR* 2006/46 m.nt. M. Brink (*Laurus N.V.*).

60 Vgl. Rb. Rotterdam 3 september 2008, *JOR* 2008/274 m.nt. G.T.J. Hoff (*Danone/AFM*).

61 Hof Amsterdam 10 juli 2012, *JOR* 2015/70 m.nt. G.T.J. Hoff (*SdB/VEB*).

Aldus zal de beursvennootschap bij de aanwijzing van een beoogd curator moeten waarborgen dat geen informatie over de stille voorbereidingsfase uitlekt, hetgeen vanzelfsprekend is gelet op het belang van geheimhouding van de aanwijzing. De beursvennootschap doet er daarom verstandig aan de groep van personen die daarvan op de hoogte is zo klein mogelijk te houden.<sup>62</sup> Wordt de informatie doelbewust medegedeeld aan derden, bijvoorbeeld potentiële doorstartkandidaten, dan zal de beursvennootschap op grond van art. 5:25i lid 6 Wft bovendien moeten verzekeren dat de derde ter zake van de koersgevoelige informatie gehouden is tot geheimhouding.<sup>63</sup> Dat kan zij doen door deze derde een geheimhoudingsovereenkomst te laten tekenen die bij overtreding met een boete wordt gesanctioneerd.

## **6 Toezicht AFM, sancties en aansprakelijkheid**

Het is aan de beursvennootschap zelf om te beoordelen of van koersgevoelige informatie sprake is en te beslissen of zij uitstel van openbaarmaking gerechtvaardigd acht. De AFM houdt enkel *achteraf* toezicht op de vraag of de beursvennootschap terecht heeft besloten tot uitstel en of het uiteindelijke moment van openbaarmaking terecht gekozen is. Het is daarom verstandig dat de beursvennootschap het beroep op de uitstelregeling en de redenen daartoe duidelijk vastlegt, om discussies met de AFM te voorkomen.<sup>64</sup>

Mocht de AFM achteraf van mening zijn dat de beursvennootschap over koersgevoelige informatie beschikte die onverwijld openbaar gemaakt had moeten worden, dan kan de AFM een last onder dwangsom of bestuurlijk boete opleggen aan de beursvennootschap<sup>65</sup> en de feitelijk leidinggevende die betrokken is bij de overtreding<sup>66</sup>. Daarnaast is denkbaar dat de curator in het faillissement vanwege de opgelegde boete of de gedupeerde aandeelhouders vanwege de overtreding van art. 5:25i lid 2 Wft zullen ageren tegen de bestuurders (of commissarissen) om de schade te verhalen.<sup>67</sup>

<sup>62</sup> *Kamerstukken II* 2005/06, 29708, nr. 19, p. 606 en *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 35.

<sup>63</sup> Art. 6 lid 3 Richtlijn marktmisbruik en *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 36.

<sup>64</sup> CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 2.11.

<sup>65</sup> Art. 1:79 lid 1 en art. 1:80 lid 1 Wft.

<sup>66</sup> De mogelijkheid voor de AFM om een bestuurlijke sanctie op te leggen aan een feitelijk leidinggever is gebaseerd op art. 5:1 Awb. Zie CBB 5 februari 2015; *JOR* 2015/42 m.nt. S.M.C. Nuijten.

<sup>67</sup> Vgl. Hof Amsterdam 11 november 2014, *JOR* 2015/71 m.nt. G.T.J. Hoff (*SdB/VEB*); Hof Amsterdam 29 juli 2014, *JOR* 2014/300 m.nt. D.R. Doorenbos (*Fortis*) en Rb. Utrecht 15 februari 2012, *JOR* 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (*Fortis*).

## 7 Conclusie

Op dit moment staat het stille regime van de WCO I haaks op het openbare regime omtrent koersgevoelige informatie in de Wft, met onduidelijkheid voor de markt tot gevolg. De WCO I bepaalt namelijk expliciet dat beursvennootschappen een verzoek kunnen indienen tot aanwijzing van een beoogd curator, terwijl verplichte openbaarmaking daarvan conform art. 5:25i lid 2 Wft het doel van de aanwijzing doorkruist en de meerwaarde daarvan ten opzichte van een (direct) faillissement (of surseance van betaling) tenietdoet. Openbaarmaking van die informatie is dan ook zeer ongewenst, maar lijkt op grond van de bestaande regeling in de Wft toch verplicht vanuit de (bij een beursvennootschap die verkeert in zwaar weer achterhaalde) gedachte dat (potentiële) aandeelhouders beschermd moeten worden.

In de fase dat de financiële situatie van een beursvennootschap zeer penibel is, kunnen bestuurders (en commissarissen) – hoe graag zij ook zouden willen – namelijk niet meer alle belangen dienen. Aangezien aandeelhouders in het faillissement vaak geen uitkering zullen ontvangen, en gedurende de stille voorbereidingsfase het aantal toetredende aandeelhouders beperkt zal zijn, zou het belang van een *stille* aanwijzing van een beoogd curator daarom in dat geval moeten prevaleren. Daarmee kan op een gecontroleerde wijze een zo hoog mogelijke opbrengst voor de activa van de beursvennootschap worden behaald ten behoeve van de schuldeisers, waarbij bovendien zo veel mogelijk werkgelegenheid en continuïteit van de onderneming kan worden behouden. Het voorgaande brengt mee dat bestuurders (en commissarissen) van een beursvennootschap niet het risico moeten lopen gesancioneerd te worden door schending van art. 5:25i lid 2 Wft indien zij een in stilte een beoogd curator willen inschakelen.

Dat vraagt aanpassing van de betreffende wetgeving op Europees niveau die strekt tot volledige harmonisatie, zodat geen afbreuk wordt gedaan aan het fundamentele beginsel van de uniforme toepassing van het Unierecht in de gehele Unie. Daar is des te meer reden voor, omdat verschillende Europese landen de rechtsfiguur van de pre-pack kennen en die praktijk hebben gelegitimeerd.<sup>68</sup> In onze ogen zou de aanpassing op Europees niveau moeten plaatsvinden door de aanwijzing van een beoogd curator uit te zonderen van de werkingssfeer van art. 6 Richtlijn marktmisbruik, bijvoorbeeld door te bepalen dat in een dergelijk geval geen sprake is van koersgevoelige informatie. Op basis daarvan kan vervolgens de nationale wetgeving in art. 5:25i Wft worden aangepast, zodat een pre-pack ook daadwerkelijk meerwaarde heeft voor beursvennootschappen.

---

68 P.M. Veder, T.E. Booms & N.B. Pannevis, *Rechtsvergelijkende verkenning in het kader van het programma herijking faillissementsrecht* (Onderzoekscentrum Onderneming & Recht), Den Haag: WODC 2013, te raadplegen via [www.wodc.nl](http://www.wodc.nl).