

## Reactie naar aanleiding van Tvl 2016/14

Mr. J.R. Hurenkamp en mr. K. Rutten, datum 14-07-2016

Datum	14-07-2016
Auteur	Mr. J.R. Hurenkamp en mr. K. Rutten <sup>[1]</sup>
Vakgebied(en)	Insolventierecht (V) Insolventierecht / Algemeen

## Inleiding

### 1.

In deze reactie zullen wij stilstaan bij het artikel van mr. Van Zanten over de pre-pack bij beursvennootschappen, waarvan wij met interesse hebben kennisgenomen.<sup>[2]</sup> In tegenstelling tot onze eigen conclusie in het artikel dat wij nagenoeg gelijktijdig publiceerden over hetzelfde onderwerp<sup>[3]</sup>, komt mr. Van Zanten in navolging van de Minister van Veiligheid en Justitie tot de volgende conclusie:<sup>[4]</sup>

“Een dergelijke aanwijzing zal kwalificeren als koersgevoelige informatie. Dit hoeft geen belemmering te vormen voor de aanwijzing van een beoogd curator en het uitvoeren van zijn werkzaamheden gedurende de stille voorbereidingsfase. Er kan namelijk een beroep worden gedaan op de uitstelmogelijkheden voor het publiceren van deze koersgevoelige informatie. Zowel de huidige als aanstaande regelgeving biedt de beursvennootschap die een pre-pack overweegt voldoende mogelijkheden. Het aantonen van een rechtmatig belang voor uitstel lijkt niet een grote hobbel te zijn.”

### 2.

Hoezeer wij deze conclusie van mr. Van Zanten ook wenselijk achten, bestaat hier binnen de huidige Europese wetgeving in onze visie geen ruimte voor. In tegenstelling tot mr. Van Zanten menen wij dat de vraag of openbaarmaking van deze koersgevoelige informatie achterwege mag blijven wegens een ‘rechtmatig belang’ bij uitstel in de zin van art. 5:25i lid 3 sub a Wft<sup>[5]</sup> wel degelijk een (te) grote hobbel is. Daarvoor hebben wij twee redenen. Gevolg daarvan is dat de aanwijzing van een beoogd curator op grond van de Wet Continuïteit Ondernemingen I (“WCO I”) openbaar moet worden gemaakt bij beursvennootschappen en geen meerwaarde kan bieden. Het is immers van cruciaal belang dat de stille voorbereidingsfase tot het laatste moment van de doorstart niet openbaar wordt, om waardeverlies van de onderneming en onrust in de markt te voorkomen en een hogere opbrengst bij een doorstart vanuit faillissement te realiseren.<sup>[6]</sup>

### 3.

De eerste reden. Ter onderbouwing van zijn conclusie verwijst mr. Van Zanten naar art. 4 lid 1 sub a Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft (“Transparantiebesluit”). Hierin wordt als rechtmatig belang aangemerkt de situatie dat openbaarmaking *“de uitkomst of het normale verloop*

van aan de gang zijnde onderhandelingen kan beïnvloeden” Blijkens art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking<sup>[7]</sup> (“Uitvoeringsrichtlijn”) is daarvan in het bijzonder sprake “wanneer de financiële levensvatbaarheid van de [beursvennootschap] in ernstig en imminent gevaar is, zij het niet in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving”. Bij een dergelijk gevaar “mag de openbaarmaking van informatie voor beperkte tijd worden uitgesteld wanneer een dergelijke openbaarmaking de belangen van bestaande en potentiële aandeelhouders ernstig zou schaden doordat de afronding van bepaalde onderhandelingen voor de verzekering van het financieel herstel van de [beursvennootschap] op lange termijn erdoor in het gedrang zou worden gebracht”.<sup>[8]</sup>

#### 4.

Anders dan mr. Van Zanten betoogt, leiden wij hieruit af dat van een rechtmatig belang sprake is indien onderhandelingen over een overname *buiten* faillissement plaatsvinden, maar dat daarvan geen sprake is bij onderhandelingen over een overname *vanuit* faillissement. Dat verschil wordt ingegeven door het dreigende nadeel voor bestaande en potentiële aandeelhouders van de beursvennootschap. Daarbij kan het uitstel tot openbaarmaking niet een rechtmatig belang dienen indien een procedure zoals omschreven in de Faillissementswet van toepassing is op de beursvennootschap. 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 de Nederlandse insolventiewetgeving. Voor mr. Van Zanten zou de naamgeving van de toekomstige Titel IV van de Faillissementswet (“*Buiten faillissement en surseance van betaling*”) aanleiding kunnen zijn voor de conclusie dat een beoogd curator kan worden benoemd zonder daarvan mededeling behoeven te doen aan de markt, omdat geen sprake is van een insolventieprocedure. Volgens ons is dat onjuist. Deze naamgeving is in onze visie enkel opgenomen om de aanwijzing van een beoogd curator te onderscheiden van de faillissements- en surseanceprocedure, zodat daaruit niet kan worden afgeleid dat de aanwijzing van een beoogd curator niet onder de ‘toepasselijke insolventiewetgeving’ zou vallen.<sup>[9]</sup>

#### 5.

Daarbij merkt mr. Van Zanten op dat, indien de aanwijzing van een beoogd curator wel zou kwalificeren als een insolventieprocedure, deze procedure opgenomen zal moeten worden in Bijlage A bij de Europese Insolventieverordening en het opstarten daarvan direct openbaar moet worden. In een dergelijk geval is irrelevant of van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking sprake is, aldus mr. Van Zanten, kennelijk omdat reeds is bepaald dat het aanvragen van faillissement of surseance van betaling niet kwalificeren als een rechtmatig belang.<sup>[10]</sup> Deze redenering van mr. Van Zanten kunnen wij niet volgen, aangezien niet de Insolventieverordening maar de richtlijnen van de CESR (thans ESMA genaamd) en de AFM aanknopingspunten geven voor de vraag of openbaarmaking uitgesteld mag worden. Daar komt bij dat de definitie van een ‘insolventieprocedure’ in art. 2 sub a Insolventieverordening jo. Bijlage A niet bindend is voor de vraag of van de uitgezonderde ‘toepasselijke insolventiewetgeving’ bij een rechtmatig belang sprake is. Overigens ligt het ook niet voor de hand om de aanwijzing van een beoogd curator in Bijlage A bij de Insolventieverordening op te nemen, omdat art. 1 lid 1 van de Insolventieverordening het toepassingsgebied beperkt tot “*collectieve procedures die, op de insolventie van de schuldenaar berustend, ertoe leiden dat deze schuldenaar het beheer en de beschikking over zijn vermogen geheel of ten dele verliest en dat een curator wordt aangewezen*”. Bij

de aanwijzing van een beoogd curator is van een dergelijke beheer- en beschikkingsonbevoegdheid (nog) geen sprake. Ook al is onaannemelijk dat de aanwijzing van een beoogd curator onder het bereik van de Insolventieverordening zal vallen, dit kan geenszins de conclusie dragen dat geen sprake is van 'toepasselijke insolventiewetgeving'. Dat wordt bevestigd door de recente aanbeveling van de Europese Commissie, waarin een procedure gericht op het voorkomen van insolventie ook wordt gerekend tot de nationale insolventiewetgeving van lidstaten.<sup>[11]</sup> Het achterwege laten van openbaarmaking is in onze ogen daarom enkel onontkoombaar indien de Europese wetgever overgaat tot een koerswijziging.

## 6.

Volgens mr. Van Zanten heeft deze koerswijziging reeds plaatsgevonden in de Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation die door de ESMA op 28 januari 2016 zijn gepubliceerd.<sup>[12]</sup> In deze nieuwe richtlijnen van ESMA, behorend bij de rechtstreeks werkende Verordening marktmisbruik die op 3 juli 2016 in werking zal treden, worden (1) onderhandelingen over een reguliere overname en (2) onderhandelingen over de redding van een onderneming die in financieel zwaar weer verkeert, anders dan in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving, als twee afzonderlijke gronden genoemd voor het bestaan van een rechtmatig belang.<sup>[13]</sup> Hiermee wijkt ESMA af van het huidige art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn en overweging 50 in de preambule van de nieuwe Verordening marktmisbruik, waarin deze gronden (nog steeds) als één combinatie worden genoemd. Los van de vraag of ESMA hiermee daadwerkelijk een ruimer toepassingsbereik door splitsing van deze uitzondering heeft beoogd, neemt dit in onze ogen niet weg dat ook ná 3 juli 2016 onder de verordening Marktmisbruik de aanwijzing van een beoogd curator evident het punt markeert waarop de onderneming in financieel zwaar weer verkeert, waarbij uitstel van openbaarmaking geen rechtmatig belang (meer) kan dienen gelet op de zinsnede '*zij het niet in het kader van toepasselijke insolventiewetgeving*'. De op zichzelf staande (nieuwe) uitzondering van onderhandelingen over een reguliere overname lijkt daarom ook per 3 juli 2016 enkel bruikbaar bij een overname buiten faillissement, zoals een fusie of aandelentransactie. Bovendien kan betwijfeld worden of deze uitbreiding van het rechtmatig belang door ESMA een rechterlijke toetsing kan doorstaan, aangezien door ESMA wordt afgeweken van de (ongewijzigde) opvatting van de Europese wetgever op dit punt.

## 7.

De tweede reden. Een belangrijk doel van de Richtlijn marktmisbruik en bijbehorende Uitvoeringsrichtlijn, waarop art. 5:25i Wft en het art. 4 lid 1 sub c Transparantiebesluit zijn gebaseerd, is de bescherming van beleggende aandeelhouders.<sup>[14]</sup> Dat belang blijft in de Verordening marktmisbruik leidend en speelt een belangrijke rol bij de vraag of van een rechtmatig belang bij uitstel sprake is.<sup>[15]</sup> Zoals mr. Van Zanten terecht constateert zal het nadeel in de praktijk voor zittende en toetredende aandeelhouders vaak beperkt zijn, aangezien zij bij een beursvennootschap in zwaar weer respectievelijk 'out-of-the-money' zijn en het aandeel op dat moment veelal nog een 'penny-stock' voor beleggers is.<sup>[16]</sup> Dat neemt niet weg dat het de vraag blijft of dat voldoende rechtvaardiging biedt voor een beroep op het rechtmatig belang bij uitstel dat een toetsing door de AFM en de (Europese) 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 niet mogen worden benadeeld tijdens de stille voorbereidingsfase.<sup>[17]</sup> Niet uit te sluiten is dat op vergelijkbare wijze wordt geoordeeld ten aanzien van aandeelhouders die gedurende de stille voorbereidingsfase aandelen

verkrijgen in de beursvennootschap, waarvan vervolgens blijkt dat die niets (meer) waard zijn in verband met het reeds ten tijde van de verkrijging in beslotenheid voorbereide faillissement.

## 8.

Het potentiële nadeel voor aandeelhouders wordt door mr. Van Zanten gerechtvaardigd door het belang van de onderneming bij continuïteit en voorkoming van reputatieschade. Daarbij wijst hij op de benoeming van een stille curator bij een financiële onderneming op de voet van art. 1:76 lid 1 Wft, waarvan openbaarmaking achterwege mag blijven op grond van art. 4 lid 1 sub c Transparantiebesluit. In onze ogen kan de benoeming van een stille curator echter niet op een-op-een worden vergeleken met de aanwijzing van een beoogd curator. De benoeming van een stille curator heeft namelijk primair tot doel de continuïteit van de onderneming *buiten* faillissement te waarborgen en is daarmee in beginsel in het belang van de aandeelhouders<sup>[18]</sup>, terwijl bij de benoeming van een beoogd curator op grond van de WCO I juist het tegenovergestelde het geval is. De vergelijking met de benoeming van een stille curator ex art. 1:77 Wft (of de andere maatregelen genoemd in art. 4 lid 1 sub c Transparantiebesluit) biedt derhalve geen aanknopingspunt.

## 9.

Al met al lijkt het Europese wetgevingskader vooralsnog geen ruimte te bieden om openbaarmaking van de aanwijzing van een beoogd curator achterwege te laten, zodat – anders dan mr. Van Zanten concludeert – wel degelijk een (te) grote hobbel bestaat bij de vraag of uitstel van openbaarmaking gesanctioneerd zal worden. De praktijkcasus van Imtech die mr. Van Zanten omschrijft, bevestigt die onzekerheid bij bestuurders en commissarissen. De WCO I en de praktijkregels beoogd curator van Insolad bieden hiervoor geen oplossing. Dat is ook niet mogelijk, aangezien art. 6 Richtlijn marktmisbruik strekt tot volledige harmonisatie.<sup>[19]</sup> Daardoor heeft de Nederlandse wetgever (en de AFM als toezichthoudend orgaan) geen marge tot afwijking op nationaal niveau door het stellen van lichtere eisen, omdat de rechter een afwijking op nationaal niveau (ambtshalve) in strijd met Europees recht moet achten en redres daarvan moet voorschrijven.<sup>[20]</sup> Kortom: de Europese wetgever is aan zet, wil de pre-pack voor beursvennootschappen meerwaarde bieden.

Voetnoten

[1]

Gelieve dit artikel aan te halen als: J.R. Hurenkamp en K. Rutten, 'Reactie naar aanleiding van *Tvl* 2016/14', *Tvl* 2016/23. Mr. J.R. Hurenkamp en mr. K. Rutten zijn werkzaam als advocaat bij Wijn & Stael Advocaten N.V. te Utrecht.

[2]

M.R. van Zanten, 'De pre-pack en de beursvennootschap', *Tvl* 2016/14.

[3]

J.R. Hurenkamp en K. Rutten, 'De pre-pack bij beursvennootschappen; koersgevoelige informatie? Over de spagaat tussen de WCO I en art. 5:25i Wft', in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Deventer: Kluwer 2016, p. 243-258.

[4]

*Kamerstukken II* 2015/16, 34218, 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).

[5]

In art. 17 lid 4 sub a 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) (“*Verordening marktmisbruik*”) die per 3 juli 2016 in werking treedt, wordt dit criterium voor uitstel verder aangescherpt: “*onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de [beursvennootschap] of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt*”. Onduidelijk is of de ‘of-bepaling’ ruimte laat voor een belangenafweging en meebrengt dat het belang van de beursvennootschap mag prevaleren ten koste van het belang van beleggers.

[6]

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

[7]

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*).

[8]

Art. 3 lid 1 onder a Uitvoeringsrichtlijn. In de rechtstreeks werkende Verordening marktmisbruik die per 3 juli 2016 in werking zal treden ter vervanging van de regeling in de Wft wordt hier blijkens overweging 50 van de preambule geen wijziging in aangebracht.

[9]

Een andere indicatie hiervoor is het feit dat de WCO I ook buiten de introductie van de nieuwe Titel IV artikelen in de Faillissementswet toevoegt en aanpast. Zie [Kamerstukken II 2015/16, 34218, 2](#).

[10]

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 1.1. De richtsnoeren van CESR (thans ESMA genaamd) zijn te raadplegen via [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

[11]

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).

[12]

Zie art. 17 lid 11 Verordening marktmisbruik en ESMA, *Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation*, 28 januari 2016, te raadplegen via [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

[13]

ESMA, *Consultation Paper Draft guidelines on the Market Abuse Regulation*, 28 januari 2016, onder 3.2.1.

[14]

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

[15]

Zie o.m. overwegingen 47, 50, 55 en 58 in de preambule Verordening marktmisbruik.

[16]

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.

[17]

*Kamerstukken II* 2014/15, 34218, 3, p. 11.

[18]

D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Serie Onderneming en Recht, deel 57, Deventer: Kluwer 2010, p. 293: “*Het begrip “curator” heeft niets van doen met een aankomend faillissement. Het gaat om de aanstelling van een curator going concern.*” Zie ook [Kamerstukken II 2005/06, 29708, 19](#), p. 410-412.

[19]

Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, 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.

[20]

Volgens vaste Europese rechtspraak is Nederland als lidstaat 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 10 januari 2006, nr. C-402/03 (*Skov/AEg*), r.o. 22-34, 37 en 39, HvJ EG 16 juni 2005, nr. C-456/03 (*Commissie/Italië*), r.o. 50-51, HvJ EG 2 juni 2005, nr. C-15/04 (*Koppensteiner*), r.o. 33, HvJ EG 7 oktober 2004, nr. C-103/02 (*Commissie/Italië*), r.o. 33, HvJ EG 5 oktober 2004, zaken C-397/01 -C403/01 (*Pfeiffer*), r.o. 110, HvJ EG 25 april 2002, nr. C-183/00 (*González Sánchez*), r.o. 23-30, HvJ EG 11 juli 2002, nr. C-62/00 (*Marks & Spencer*), r.o. 26-27 en HvJ EG 5 april 1979, zaak 148/78 (*Ratti*), r.o. 26-2. Zie over de gevolgen van schending van deze plicht C.M. Grundmann-van de Krol & F.G.H. Kristen, 'Europese aanpak van marktmisbruik', in: *Handboek Marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008, p. 63-69.