

De pre-pack en de beursvennootschap²

Tvl 2016/14

De auteur onderzoekt in deze bijdrage in hoeverre de pre-pack verenigbaar is met de voor beursvennootschappen geldende publicatieverplichtingen. Daartoe wordt onderzocht of (de aanvraag voor) de aanwijzing van een beoogd curator koersgevoelige informatie betreft. Voorts wordt het doel van de wettelijke publicatieverplichting besproken en de uitzonderingsmogelijkheden. Aandacht zal verder worden besteed aan het standpunt van de Minister en (recente) Europese ontwikkelingen, alsmede de consequenties van deze regelgeving voor de pre-packpraktijk. Tot slot zal de gang van zaken rond de aanwijzing van Royal Imtech N.V. worden besproken.

1. Inleiding

Een beursvennootschap is net een gewone vennootschap, ook zij kan in zwaar weer raken, waarna zelfs surseance van betaling of faillissement kunnen volgen.³ Een beursvennootschap onderscheidt zich echter van een 'gewone' vennootschap in die zin dat zij koersgevoelige informatie die rechtstreeks op haar betrekking heeft onverwijld algemeen beschikbaar dient te stellen. Op 11 augustus 2015 is aan Royal Imtech N.V. ("Imtech") voorlopig surseance van betaling verleend. Uit de beschikking van de Rechtbank Rotterdam blijkt dat zes dagen eerder al twee beoogd curatoren waren aangewezen. Van deze aanwijzing heeft Imtech geen melding gemaakt hoewel zij is genoteerd aan Euronext Amsterdam. Uit dit voorbeeld blijkt dat ook bij een beursvennootschap behoefte kan bestaan aan de in Nederland in de praktijk ontwikkelde figuur van de pre-pack en dat de Rechtbank Rotterdam in de voor beursvennootschappen geldende publicatieverplichtingen geen belemmering ziet voor aanwijzing van een beoogd curator.⁴ De vraag in hoeverre de pre-pack verenigbaar is met de voor beursvennootschappen geldende publicatieverplichtingen verdient het aan een nader onderzoek te worden onderworpen.⁵ Immers, indien de aanvraag van de beursvennootschap tot aanwijzing van een beoogd curator zou moeten worden ge-

meld dan wordt het gezochte voordeel van de aanwijzing daardoor tenietgedaan. Dit zou tot gevolg hebben dat een beursvennootschap geen gebruik kan maken van deze in de insolventiepraktijk ontwikkelde figuur.

In deze bijdrage zal na een korte beschrijving van de pre-pack (§ 2), onderzocht worden of (de aanvraag voor) de aanwijzing van een beoogd curator koersgevoelige informatie betreft (§ 3). Vervolgens zal het doel van de wettelijke publicatieverplichting worden besproken en de uitzonderingsmogelijkheden. Hierbij zal tevens aandacht worden besteed aan het standpunt van de Minister van Veiligheid & Justitie ("Minister") en (recente) Europese ontwikkelingen op dit gebied, alsmede de consequenties van deze regelgeving voor de pre-packpraktijk (§ 4). Tot slot zal de gang van zaken rond de aanwijzing van Imtech worden besproken (§ 5).

2. De pre-pack en WCO I

Op 4 juni 2015 is het wetsvoorstel Wet continuïteit ondernemingen I ("WCO I") ingediend bij de Tweede Kamer.⁶ Met dit wetsvoorstel beoogt de Minister de in Nederland ontwikkelde pre-packpraktijk een wettelijke basis te verschaffen waardoor de mogelijkheden een faillissement op een zorgvuldige wijze voor te bereiden kunnen worden vergroot.⁷ Het wetsvoorstel is op moment van afronding van deze bijdrage nog in behandeling bij de Tweede Kamer. De vragen van de leden van de Tweede Kamer⁸ zijn door de Minister beantwoord.⁹ De vaste commissie van de Tweede Kamer voor Veiligheid & Justitie heeft inmiddels besloten het wetsvoorstel te agenderen voor plenair debat, dat is gepland in de tweede helft van mei 2016.

Met de voorgestelde regeling worden de mogelijkheden voor de schuldenaar om het faillissement voor te bereiden vergroot. Het doel van de voorbereiding moet zijn de uit het faillissement voortvloeiende schade bij de schuldeisers (waaronder de werknemers) en andere betrokkenen zoveel mogelijk te beperken, onder meer door de kans op een verkoop en een daaropvolgende doorstart van rendabele bedrijfsonderdelen tegen een maximale opbrengst en met behoud van zoveel mogelijk werkgelegenheid te vergroten.¹⁰ Deze regeling geldt voor alle ondernemingen, ongeacht de activiteiten die zij ontplooiën of de rechtsvorm waarin

1 Gelieve dit artikel aan te halen als: M.R. van Zanten, 'De pre-pack en de beursvennootschap', *Tvl* 2016/14. Mr. M.R. van Zanten is advocaat bij CMS te Amsterdam. Hij verricht als buitenpromovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen onderzoek naar de pre-pack.

2 Met dank aan Julia van Leeuwen, die als student-stagiaire van CMS onderzoek heeft verricht voor dit artikel en mr. drs. C.J.M. Wermers, advocaat bij CMS te Amsterdam, voor haar bruikbare opmerkingen op een eerdere versie van dit artikel.

3 Voorbeelden van beursfondsen die na surseance van betaling failliet zijn verklaard: Landis, Van der Moelen, KPNQwest, Van der Hoop Bankiers, Innoconcepts en Ring!Rosa. Ook RT Company, UPC en Versatel hebben enige tijd in surseance verkeerd maar konden na de intrekking daarvan weer door. Eind 2015 is Macintosh Retail Group gefailleerd.

4 Zie hierover ook: S.M. Bartman, 'De ondergang van Imtech', *Ondernemingsrecht* 2015/106.

5 Zie ook het artikel van Siem Eikelenboom, 'Nieuwe aanpak wankelend bedrijf mislukte bij Imtech', *Het Financieele Dagblad*, 12 augustus 2015, p. 4.

6 Wijziging van de Faillissementswet in verband met de aanwijzing door de rechtbank van een beoogd curator ter bevordering van de afwikkeling van een eventueel faillissement en vergroting van de kansen op voortzetting van een onderneming of van een doorstart van rendabele bedrijfsonderdelen (Wet continuïteit ondernemingen I), *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 2.

7 Zie uitgebreid over WCO I *Tvl* 2015, nummer 4 (juli/augustus 2015).

8 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 5 (Verslag vastgesteld op 9 september 2015).

9 *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016).

10 Art. 363 lid 1 Fw.

zij worden gedreven.¹¹ In de huidige pre-packpraktijk kan de stille voorbereidingsfase worden gebruikt voor zowel beursvennootschappen als niet-beursgenoteerde ondernemingen, aldus de Minister.¹² Gedurende de stille voorbereidingsfase heeft de beoogd curator de gelegenheid om een doorstart al voor de faillietverklaring kritisch te toetsen en te onderzoeken of er eventueel nog alternatieve doorstartscenario's zijn. De regeling van WCO I biedt de beoogd curator de gelegenheid dit, onder het toezicht van een beoogd rechter-commissaris, te doen in relatieve stilte. Zo heeft hij nog niet te maken met de negatieve publiciteit die vaak volgt op de faillietverklaring en die kan leiden tot waardeverlies van de te verkopen activa. Bovendien is door de stilte de tijdsdruk om met een beoogd koper/doorstarter tot een transactie te komen minder groot.¹³ Voorts kunnen de relatieve rust en stilte zorgen voor continuering van de levering en afname van goederen en/of diensten waardoor een verkoop "going concern" (en daarmee tegen een hogere prijs) wordt vergemakkelijkt.¹⁴ Zodra er sprake is van een faillissement of surseance van betaling zal tevens bekend worden gemaakt dat er voorafgaand aan de faillietverklaring of voorlopige verlening van de surseance van betaling sprake is geweest van een stille voorbereidingsfase.¹⁵ De beoogd curator zal binnen zeven dagen zijn verslag van bevindingen in de periode van de aanwijzing deponeren bij de griffie van de rechtbank waarmee dus achteraf informatie zal worden gegeven over de stille voorbereidingsfase.¹⁶ De Minister wijst erop dat ten gevolge van de stilte van de voorbereidingsfase, waarin betrokken stakeholders niet zelf voor hun rechten kunnen opkomen, op de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris een zwaardere verantwoordelijkheid ligt.¹⁷ Vanwege de stilte van het traject kijkt de beoogd curator 'met een kritische blik' mee en spreekt hij het bestuur aan wanneer het voorbereidingstraject een wending lijkt te nemen waardoor de belangen die hij behartigt in het gedrang lijken te komen.¹⁸

De stilte van het voorbereidingsproces wordt gezien als bevorderlijk voor de verwezenlijking van de meerwaarde van de stille voorbereidingsfase, in die zin dat de schade van de betrokkenen bij het eventuele faillissement hierdoor zal kunnen worden beperkt. De met de aanwijzing gepaard

gaande stilte is om deze reden acceptabel. Door de Minister zijn in het wetsvoorstel voorzieningen getroffen tegen misbruik¹⁹ en ter bevordering van spoedige transparantie achteraf.²⁰

De vraag kan worden gesteld of deze voor het succes van de stille voorbereidingsfase noodzakelijke stilte niet een belemmering vormt voor de toepassing van WCO I bij een beursvennootschap. Daartoe dient eerst te worden onderzocht of sprake kan zijn van koersgevoelige informatie.

3. **Betreft de (aanvraag voor) aanwijzing van een beoogd curator koersgevoelige informatie?**

Bij een Europese richtlijn²¹ wordt handel met voorwetenschap en marktmanipulatie bestreden. In de Richtlijn marktmisbruik 2003 wordt het volgende gesteld over koersgevoelige informatie:

"Voorwetenschap is kennis van niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of op een of meer financiële instrumenten. Informatie die een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koersvorming en de koersontwikkeling op een gereglementeerde markt als zodanig, kan worden beschouwd als informatie die indirect betrekking heeft op een of meer emittenten van financiële instrumenten of een of meer daarvan afgeleide financiële instrumenten."²²

De bevoegde autoriteit kan vervolgens richtsnoeren verstrekken met betrekking tot aangelegenheden die onder de richtlijn vallen zoals de definitie van voorwetenschap.²³ Een beursvennootschap dient op grond van art. 5:25i lid 2 Wet op het financieel toezicht ("Wft") juncto art. 5:53 Wft koersgevoelige informatie die rechtstreeks op haar betrekking heeft onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen. Koersgevoelige informatie wordt in de Wft als volgt gedefinieerd:

"Informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling (...) welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen heb-

11 A.M. Wolffram-van Doorn & E. Schmieman, 'De Wet Continuïteit Ondernemingen I: een stevige eerste steen voor de nieuwe reorganisatiepijler', *Tvl* 2015/34, p. 221.

12 De Minister van Veiligheid & Justitie d.d. 15 oktober 2015 in antwoord op schriftelijke Kamervragen over de rol van banken bij faillissementen, *Aanhangsel Handelingen II* 2015/16, 316, sub vraag 3.

13 *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016), p. 4.

14 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3 (Memorie van Toelichting op WCO I), p. 6-7.

15 Aan art. 14 lid 3 Fw zal worden toegevoegd dat bij het uittreksel van het vonnis van faillietverklaring tevens de aanwijzing van de beoogd curator, zo daarvan sprake is geweest in het jaar voorafgaand aan de indiening van de aangifte of het verzoek tot faillietverklaring, zal worden gepubliceerd in het Centraal Insolventieregister, zie: *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 7 (Nota van wijziging), p. 1.

16 Art. 366 lid 3 Fw en art. 366 lid 4 Fw.

17 *Kamerstukken II* 2014/15, 34218, nr. 3 (Memorie van Toelichting op WCO I), p. 7.

18 *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016), p. 8.

19 Uitsluitend indien er sprake is van meerwaarde kan een verzoek om toewijzing van een beoogd curator ex art. 363 lid 1 Fw worden toegewezen; bestuurders kunnen op basis van het nieuwe art. 2:138/248 BW aansprakelijk worden gesteld, indien zij in hun verzoek om aanwijzing doelbewust verkeerde informatie hebben verstrekt; er kan een crediteurencommissie worden ingesteld ex art. 74 lid 2 Fw; de eerdere betrokkenheid van de beoogd curator kan leiden tot betere bestrijding van misbruik en de huidige misbruikjurisprudentie geldt onverkort.

20 Art. 366 leden 3 en 4 Fw. Deze informatie kan bijvoorbeeld gebruikt worden voor het instellen van verzet tegen de faillietverklaring ex art. 10 lid 1 Fw.

21 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 28 januari 2003 betreffende marktmisbruik (*PbEU* 2003, L 96), hierna: "Richtlijn marktmisbruik 2003".

22 Overweging 16 Richtlijn marktmisbruik 2003.

23 Overweging 21 Richtlijn marktmisbruik 2003.

ben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten.”²⁴

Koersgevoelige informatie moet dus concreet zijn. Geruchten en voorkennis over algemene ontwikkelingen zijn niet te beschouwen als koersgevoelige informatie. Het is niet de bedoeling van de wetgever geweest informatie pas als koersgevoelig te beschouwen indien de insider op de hoogte is van alle ins en outs met betrekking tot een bepaalde omstandigheid of ontwikkeling. De informatie moet dusdanig zijn dat op basis hiervan een beleggingsbeslissing kan worden genomen.²⁵

Voorts moet de informatie betrekking hebben op een uitgevende instelling of de handel in financiële instrumenten. De informatie moet dus ‘waarde’ hebben omdat deze betrekking heeft op een uitgevende instelling. Gedacht kan worden aan een wijziging van de strategie, bestuurswisseling of een overname.²⁶

Daarnaast dient sprake te zijn van niet openbaar gemaakte informatie. Het publiek heeft in beginsel al kennis kunnen nemen van openbaar gemaakte informatie, dat wil zeggen informatie die beschikbaar of toegankelijk is voor het beleggend publiek. Het is niet van belang of het publiek daadwerkelijk kennis heeft genomen of heeft kunnen nemen van de informatie.²⁷

Ten slotte dient de openbaarmaking significante invloed te kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten. Volgens de wetgever gaat het om informatie die ‘betekenisvol’ is.²⁸ In de jurisprudentie van het Hof van Justitie van de Europese Unie is het criterium ontstaan dat een “redelijk handelend belegger” van de informatie gebruik zou maken.²⁹ De informatie die koersgevoelig is verschilt per onderneming, per sector en is verder afhankelijk van het marktsentiment en recente ontwikkelingen.³⁰ Daarnaast wordt de mate van koersgevoeligheid bepaald door de aard van de betrokken financiële instrumenten. Er is volgens de AFM geen eensluidende formule vast te stellen wanneer sprake is van significante invloed op de koers. Hierbij geldt dat een uitgevende instelling zelf verantwoordelijk is voor het maken van de afweging of sprake is van koersgevoelige informatie. Zij weet immers wat van belang is voor de instelling en daarmee voor de (potentiële) beleggers in de onderneming. De AFM gaat ervan uit dat de aanvraag van surseance of faillissement een belangrijk feit over de strategie van de onderneming is dat leidt tot informatie die als koersgevoelig kwalificeert.³¹ Zo legde de AFM in 2010 aan Aegeas SA/NV (voorheen Fortis SA/NV) en Ageas N.V. (voorheen Fortis N.V.) boetes van elk € 144.000 op voor het niet

tijdig publiceren van koersgevoelige informatie. Fortis publiceerde op 21 september 2007 in een persbericht informatie over de mogelijke invloed van haar blootstelling aan subprime beleggingen op de winst- en verliesrekening. Het College van Beroep voor het bedrijfsleven (“CBB”) oordeelde overigens op 14 februari 2014³² dat de AFM onvoldoende heeft onderbouwd dat Fortis koersgevoelige informatie heeft achtergehouden. De risico-inschatting was op het moment van publicatie niet onredelijk. Dit bleek ook uit het feit dat de Belgische toezichthouder het persbericht heeft goedgekeurd en op de hoogte was van de inhoud van de subprime portefeuille van Fortis.

Gelet op de bedoeling van de hiervoor genoemde wetgeving ligt het voor de hand te concluderen dat ook (het indienen van een aanvraag tot) aanwijzing van een beoogd curator kan worden gekwalificeerd als koersgevoelige informatie.³³ Ook de Minister lijkt zich op dit standpunt te stellen. Bij twee gelegenheden heeft hij vragen beantwoord over de pre-pack en de beursvennootschap waarbij hij voorbijgaat aan beantwoording van de voorvraag of sprake is van koersgevoelige informatie.³⁴ Uit het feit dat hij wel ingaat op de vraag of de aanvraag voor de aanwijzing van een beoogd curator kan worden uitgezonderd van de publicatieverplichting van koersgevoelige informatie kan echter worden afgeleid dat de Minister de voorvraag bevestigend beantwoordt. Dit lijkt mij juist. Het feit dat een beursvennootschap zodanig ernstige financiële problemen heeft dat zij in een situatie dreigt te raken waarin zij met het betalen van haar schulden niet zal kunnen voortgaan³⁵ (en verzoekt om aanwijzing van een beoogd curator) is mijns inziens inderdaad te beschouwen als koersgevoelige informatie. De Minister concludeert vervolgens dat informatie over de indiening van een verzoek om aanwijzing van een beoogd curator of over de toewijzing van zo’n verzoek onder de uitstel mogelijkheden valt. Op basis van het voorgaande kan worden aangenomen dat de aanvraag voor de aanwijzing van een beoogd curator zal kwalificeren als koersgevoelige informatie. Daardoor wordt een bespreking van de wettelijke vereisten met betrekking tot de publicatieverplichting van koersgevoelige informatie en de uitzonderingen daarop relevant.

4. De wettelijke publicatieverplichtingen en de uitzonderingen hierop

4.1 Doel wettelijke publicatieverplichtingen

De verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie is neergelegd in art. 5:25i Wft. Deze bepaling is gebaseerd

²⁴ Art. 5:53 Wft.

²⁵ G.T.J. Hoff, ‘Marktmisbruik’, p. 724-725 in D. Busch/D.R. Doorenbos/C.M. Grundmann-van de Krol/R.H. Maatman/M.P. Nieuwe Weme/W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en Financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2010.

²⁶ G.T.J. Hoff, (a.w.), p. 725.

²⁷ G.T.J. Hoff, (a.w.), p. 725.

²⁸ G.T.J. Hoff, (a.w.), p. 726.

²⁹ Zie ook: CBB 14 februari 2014, ECLI:NL:CBB:2014:52 (Fortis), sub 3.

³⁰ Zie de brochure van de AFM, ‘Koersgevoelige informatie’, p. 7, te raadplegen via: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/effectenuitgevende-ondernemingen/meldingen/koersgevoelige-informatie>.

³¹ AFM, ‘Koersgevoelige informatie’ p. 9.

³² Zie vindplaats in noot 29.

³³ Zie ook: S.M. Bartman, ‘De ondergang van Imtech’, *Ondernemingsrecht* 2015/106.

³⁴ De Minister van Veiligheid & Justitie d.d. 15 oktober 2015 in antwoord op schriftelijke Kamervragen over de rol van banken bij faillissementen, *Aanhangsel Handelingen II* 2015/16, 316, p. 2, sub vraag 3 en *Kamerstukken II* 2015/16, 34218, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016), p. 36.

³⁵ Dit is het in art. 363 lid 1 Fw opgenomen criterium waaraan de verzoeker moet voldoen voor toewijzing van het verzoek om aanwijzing van een beoogd curator.

op de Richtlijn marktmisbruik 2003. In overweging 2 van de Richtlijn marktmisbruik 2003 is bepaald:

“Voor een geïntegreerde en efficiënte financiële markt is marktintegriteit nodig. Een goede werking van de effectenmarkten en vertrouwen van het publiek in de markten zijn noodzakelijke voorwaarden voor economische groei en welvaart. Marktmisbruik schaadt de integriteit van de financiële markten en schendt het vertrouwen van het publiek in effecten en derivaten.”

In overweging 24 van de Richtlijn marktmisbruik 2003 is het volgende opgenomen:

“Een snelle en eerlijke bekendmaking van informatie verhoogt de marktintegriteit, terwijl de selectieve bekendmaking van informatie door emittenten het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de financiële markten kan schaden.”³⁶

Ook in de Verordening marktmisbruik³⁷ staat marktintegriteit centraal. Deze verordening is op 2 juli 2014 in werking getreden maar de lidstaten zijn pas vanaf 3 juli 2016 onderworpen aan de bepalingen ten aanzien van koersgevoelige informatie.³⁸ In overweging 2 van de Verordening marktmisbruik is exact dezelfde overweging opgenomen als de hiervoor aangehaalde overweging 2 van de Richtlijn marktmisbruik 2003. Dit betekent dat zowel de Richtlijn marktmisbruik 2003 als de Verordening marktmisbruik ervan uitgaat dat marktintegriteit een voorwaarde is voor een goede werking van de effectenmarkt en dat een goede werking van de effectenmarkt op haar beurt een voorwaarde is voor economische groei en welvaart. Met betrekking tot de waarde van openbaarmaking van koersgevoelige informatie wordt in de Verordening marktmisbruik het volgende overwogen:

“De openbaarmaking van voorwetenschap door een uitgevende instelling is van wezenlijk belang om handel met voorwetenschap te vermijden en ervoor te zorgen dat beleggers niet worden misleid. Uitgevende instellingen moeten daarom worden verplicht het publiek zo snel mogelijk op de hoogte te brengen van voorwetenschap. Deze verplichting kan onder bijzondere omstandigheden evenwel schade toebrengen aan de legitieme belangen van uitgevende instellingen. In dergelijke omstandigheden moet worden toegestaan dat openbaarmaking later plaatsvindt, op voorwaarde dat het niet waarschijnlijk is dat uitstel misleiding van het publiek tot gevolg heeft en de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de informatie kan waarborgen.”³⁹

Voorts is overwogen:

“De eis om voorwetenschap openbaar te maken kan voor kleine en middelgrote ondernemingen (...) waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten voor handel op mkb-groeimarkten, bijzonder lastig zijn vanwege de kosten van de opvolging van de informatie waarover ze beschikken en het inwinnen van juridisch advies over de vraag of en wanneer informatie moet worden openbaar gemaakt. Toch is een snelle openbaarmaking van voorwetenschap van wezenlijk belang voor het vertrouwen van de beleggers in deze uitgevende instellingen. Daarom moet ESMA richtsnoeren kunnen vaststellen om de uitgevende instellingen bij te staan bij het naleven van de verplichting om voorwetenschap openbaar te maken zonder de bescherming van beleggers in gevaar te brengen.”⁴⁰

Het doel van de verplichting tot publicatie van koersgevoelige informatie is dus gelegen in de goede werking van de financiële markten. Informatievoorziening is daarbij essentieel, aangezien de waarde van financiële instrumenten wordt bepaald door toekomstverwachtingen ten aanzien van de uitgevende instelling. Zonder de informatievoorziening vanuit de uitgevende instelling kunnen deelnemers aan de financiële markten hun aankoop- en verkoopbeslissingen immers niet op de juiste informatie baseren en wordt beleggen tot gokken. Daarnaast hebben niet alleen beleggers, maar ook de uitgevende instellingen belang bij een goed werkende effectenmarkt. Zij zijn immers gebaat bij een zo groot mogelijk aantal beleggers en daarmee samenhangende vermindering van hun financieringskosten.⁴¹ Gelet op de doelen en belangen bij een goede informatievoorziening is het niet verrassend dat Eumedion, het corporate governance en duurzaamheidsforum voor institutionele beleggers, bij de Tweede Kamer in het kader van de behandeling van WCO I aandacht heeft gevraagd voor de verhouding tussen de pre-pack en de publicatieverplichting. Eumedion steunt het wetsvoorstel maar stelt zich op het standpunt dat WCO I de transparantieplichtingen die voortkomen uit Europese marktmisbruikreggeving, niet zomaar opzij kan zetten.⁴² Zij stelt verder dat de regering er mogelijk vanuit gaat dat openbaarmaking kan worden uitgesteld vanwege een zogenoemd rechtmatig belang dat met uitstel zou zijn gediend, maar dat blijkt niet uit de Memorie van Toelichting. Eumedion vindt het dan ook wenselijk dat wordt ingegaan op de verhouding tussen het wetsvoorstel

36 Zie hierover ook: J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2010, p. 425.

37 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), hierna: “Verordening marktmisbruik”.

38 Zie art. 39 Verordening marktmisbruik.

39 Zie overweging 49 Verordening marktmisbruik.

40 Zie overweging 55 Verordening marktmisbruik.

41 M.P. Nieuwe Weme/T.M. Stevens, ‘Openbaarmaking van koersgevoelige informatie’, p. 176 in D.R. Doorenbos/S.C.J.J. Kortmann/M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008.

42 Brief Eumedion d.d. 14 augustus 2015 aan de voorzitter en de leden van de Vaste Commissie voor Veiligheid en Justitie van de Tweede Kamer der Staten-Generaal, p. 2.

en het uitgangspunt van openbaarheid uit de marktmisbruikregelgeving bij beursvennootschappen.⁴³

4.2 Uitstel van openbaarmaking

4.2.1 Algemeen

Art. 5:25i lid 2 Wft bevat de verplichting koersgevoelige informatie onverwijld te publiceren. Deze verplichting lijkt niet te verenigen met de stille voorbereidingsfase waarin de beoogd curator in stilte een doorstart of faillissement kan voorbereiden teneinde de schade van de direct betrokkenen zoveel mogelijk te beperken. Hierna zal worden onderzocht of publicatie van het feit dat bij de rechtbank een verzoek om aanwijzing van een beoogd curator is ingediend op basis van huidige en komende wetgeving kan worden uitgesteld. De mogelijkheid van uitstel is opgenomen in art. 5:25i lid 3 Wft voor uitzonderlijke gevallen waarin geheimhouding noodzakelijk is.⁴⁴ De vennootschap kan de openbaarmaking van de koersgevoelige informatie uitstellen indien:

- het uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dient;
- van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is; en
- zij de vertrouwelijkheid van deze informatie kan waarborgen.

Het huidige art. 5:25i Wft zal vervallen nu de publicatieplicht ten aanzien van koersgevoelige informatie wordt geregeld in art. 17 Verordening marktmisbruik.⁴⁵

Art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik luidt als volgt:

“Een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt kan op eigen verantwoordelijkheid de openbaarmaking van voorwetenschap uitstellen mits aan elk van de volgende voorwaarden wordt voldaan:

- onmiddellijke openbaarmaking zou waarschijnlijk schade toebrengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt;*
- het is niet waarschijnlijk dat het publiek door het uitstel van de openbaarmaking zou worden misleid;*
- de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt is in staat om de vertrouwelijkheid van de betreffende informatie te garanderen.*

(...)

43 VNO-NCW heeft eenzelfde standpunt ingenomen als Eumedion in de brief van 1 september 2015, p. 3 en het in de bijlage opgenomen artikelsgewijs commentaar op art. 363 lid 6 Fw, zie: <https://www.vno-ncw.nl/brieven-en-commentaren/voorstel-wet-continu%C3%A4feit-ondernemingen-i-brief-aan-de-vc-voor-veiligheid-en>.

44 N.J. Gans, ‘Koersgevoelige informatie: de uitstelmogelijkheid na VEB/Super de Boer’, *V&O* 2015/6, p. 85.

45 Zie concept wetsvoorstel Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet handhaving consumentenbescherming, de Wet op de economische delicten en het Wetboek van strafvordering in verband met de implementatie van 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) en Richtlijn nr. 2014/57/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 16 april 2014 betreffende strafrechtelijke sancties voor marktmisbruik (PbEU 2014, L 173) (Wet implementatie verordening en richtlijn marktmisbruik), onder M.

Als een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt de openbaarmaking van voorwetenschap heeft uitgesteld krachtens het onderhavige lid, stelt deze de in lid 3 bedoelde bevoegde autoriteit daarvan onmiddellijk nadat de informatie openbaar is gemaakt op de hoogte en zet hij schriftelijk uiteen op welke wijze aan de in dit lid opgenomen voorwaarden voor het uitstel is voldaan. Als alternatief kunnen de lidstaten bepalen dat een afschrift van een dergelijke toelichting enkel op verzoek van de in lid 3 bedoelde bevoegde autoriteit hoeft te worden overgelegd.”

Nadat art. 17 lid 4 vanaf 3 juli 2016 van toepassing is⁴⁶ zullen de voorwaarden voor uitstel ten opzichte van de huidige voorwaarden zoals opgenomen in art. 5:25i lid 3 Wft iets wijzigen. Op grond van art. 17 lid 4 sub a Verordening marktmisbruik dient “onmiddellijke openbaarmaking waarschijnlijk schade toe te brengen aan de rechtmatige belangen van de uitgevende instelling of de deelnemer aan een emissierechtenmarkt.” Deze voorwaarde is strenger geformuleerd dan de voorwaarde uit het huidige art. 5:25i lid 3 sub a Wft, waarbij (slechts) gesproken wordt van een rechtmatig belang dat met uitstel moet worden gediend, zonder dat er sprake hoeft te zijn van schade die de openbaarmaking met zich kan brengen. De twee andere cumulatieve voorwaarden (geen misleiding te duchten en vertrouwelijkheid te waarborgen) zijn gelijk gebleven.

De inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik brengt, naast het feit dat art. 5:25i Wft vervalt, met zich dat onder meer de richtlijnen 2003/6/EG (Richtlijn marktmisbruik) en 2003/124/EG (de Uitvoeringsrichtlijn) worden ingetrokken.⁴⁷ De uitwerking van de Verordening marktmisbruik zal in de toekomst sterk worden bepaald door de technische uitvoeringsnormen zoals die zijn opgesteld door ESMA.⁴⁸ Op 28 september 2015 heeft ESMA op basis van art. 18 Verordening marktmisbruik de definitieve technische uitvoeringsnormen gepubliceerd.⁴⁹ In de bijlagen bij de technische uitvoeringsnormen zijn concept Verordeningen opgenomen ten aanzien van onder meer de verplichtingen die bestaan indien een uitgevende instelling besluit tot uitstel van publicatie. Daarnaast heeft ESMA op basis van art. 17 lid 11 Verordening Marktmisbruik op 28 januari 2016 concept “Guidelines on the Market Abuse Regulation” (“Guidelines”) ter consultatie aangeboden. In de Guidelines wordt nader ingegaan op het in art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik vereiste rechtmatige belang en op het antwoord op de vraag wanneer misleiding waarschijnlijk is.⁵⁰

46 Zie art. 39 Verordening marktmisbruik.

47 Zie de titel van de Verordening marktmisbruik.

48 Zie art. 18 Verordening marktmisbruik. ESMA staat voor: European Securities and Markets Authority.

49 Zie de Draft technical standards on the Market Abuse Regulation. Deze technische uitvoeringsnormen zijn te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?f%5B0%5D=im_esma_sections%3A22.

50 Het Consultation Paper met daarin opgenomen de Draft guidelines on the Market Abuse Regulation is te vinden op: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?f%5B0%5D=im_esma_sections%3A22.

In het vervolg van deze bijdrage zal steeds eerst de huidige regelgeving worden besproken waarna de per 3 juli 2016 geldende regelgeving zal worden besproken. In de hierna volgende paragrafen zullen de drie (cumulatieve) voorwaarden voor uitstel van publicatie zoals bepaald in art. 5:25i Wft worden besproken aan de hand van de literatuur, de jurisprudentie en het binnenkort van toepassing zijnde art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik.

4.2.2 Rechtmatig belang

Situatie tot 3 juli 2016

Art. 5:25i lid 3 Wft vereist voor uitstel een rechtmatig belang van de uitgevende instelling. In art. 4 lid 1 Besluit⁵¹ wordt een aantal situaties genoemd waarin de vennootschap in ieder geval een rechtmatig belang heeft bij uitstel. De Minister stelt dat de periode van de stille voorbereidingsfase valt onder art. 4 lid 1 onderdeel a Besluit:

“Wat betreft de verplichting voor een beursgenoteerde onderneming om koersgevoelige informatie te publiceren, wordt aangesloten bij de reeds bestaande regelgeving op dit punt. Daarbij wijs ik in het bijzonder op artikel 5:25i, tweede tot en met vierde lid, van de Wet op het financieel toezicht en het daarop gebaseerde Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft. Op basis van deze regelgeving kan een onderneming de publicatie van koersgevoelige informatie in bepaalde gevallen uitstellen indien daarmee een rechtmatig belang is gediend. Artikel 4, eerste lid, onderdeel a, van het genoemde besluit komt erop neer dat het verstrekken van informatie in bepaalde situaties kan worden uitgesteld wanneer daarmee wordt voorkomen dat “de uitkomst of het normale verloop van onderhandelingen”- over bijvoorbeeld de overdracht van bedrijfsactiviteiten- wordt beïnvloed. Informatie over de indiening van een verzoek om aanwijzing van een beoogd curator of over de toewijzing van zo’n verzoek, valt hieronder. Voor informatie over bijvoorbeeld de benoeming van een beoogd curator bij een dochtervennootschap van de uitgevende instelling gelden dergelijke uitzonderingen eveneens.”⁵²

De stille voorbereidingsfase wordt inderdaad vaak gebruikt om te onderzoeken of een verkoop van activa kan worden gerealiseerd direct na faillissement en lijkt dus onder deze bepaling te vallen. Op grond van de Nota van toelichting is in een dergelijke situatie echter wel vereist “*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 uitgevende instelling op lange termijn in gedrag zou kunnen komen.”

Bij een stille voorbereidingsfase zal het in de regel niet gaan om een herstel van de beursvennootschap op de lange termijn. De mogelijkheden van een doorstart na faillissement worden onderzocht. De (dan gefailleerde) beursvennootschap blijft na die verkoop achter als een lege huls en wordt verder ontmanteld. Het ligt niet voor de hand dat de belangen van de zittende, en zeker niet die van de potentiële aandeelhouders, geschaad worden door publicatie van de informatie over de stille voorbereidingsfase. De vraag of de belangen van de zittende aandeelhouders worden geschaad door de informatie vind ik overigens minder relevant dan de vraag of de belangen van potentiële aandeelhouders worden geschaad. Immers, in een geval waarin de rechtbank aanleiding ziet voor toewijzing van het verzoek om aanwijzing van een beoogd curator is de financiële situatie van de beursvennootschap al zo slecht dat de waarde van het aandelenbelang van de zittende aandeelhouders de facto reeds nihil zal zijn. Die belangen verdienen op dit punt dan ook niet veel bescherming meer. De vraag is of de belangen van potentiële aandeelhouders geschaad worden bij het naar buiten brengen van informatie over de aanwijzing. Ik denk dat eerder het tegenovergestelde het geval is. Hun belangen zullen eerder worden geschaad bij het achterhouden van die informatie dan bij de publicatie ervan. Kennisneming van deze informatie zou hen namelijk (kunnen) bewegen af te zien van aankoop van aandelen.

Een betere onderbouwing van de conclusie dat de stille voorbereidingsfase onder de uitstelmogelijkheden valt wordt gevonden in de Nota van toelichting waar gesproken wordt over de benoeming op grond van art. 1:76 lid 1 Wft van een stille curator bij een uitgevende instelling die tevens een financiële onderneming is. In deze passage wordt het volgende gesteld:

“In dit onderdeel is bepaald dat het voorkomen dat de openbaarmaking van het benoemen van een curator (...), het indienen van een verzoekschrift omtrent het uitspreken van een noodregeling op grond van de artikelen 3:160 of 3:161 van de wet (...), strijd oplevert met het belang van de financiële onderneming, kan worden aangemerkt als een rechtmatig belang. De financiële onderneming kan in deze gevallen tot uitstel van openbaarmaking besluiten, omdat openbaarmaking strijd oplevert met haar belang. (...)”

Onverwijld openbaarmaking van het benoemen van een curator kan de reputatie van de instelling beschadigen en daarmee in strijd zijn met het belang van de financiële onderneming. (...)”

Ook het voorkomen dat de openbaarmaking van het verzoek om de noodregeling uit te spreken strijd oplevert met het belang van de financiële onderneming, kan worden aangemerkt als een rechtmatig belang. Open-

51 Besluit van 16 december 2008, houdende bepalingen tot implementatie van Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (PbEU L 69) (Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft, hierna: “Besluit”)

52 Kamerstukken II 2015/16, 34218, nr. 6 (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016), p. 36.

baarmaking van een dergelijke maatregel kan de continuïteit van een financiële onderneming verminderen en hiermee is het belang van crediteuren, maar ook dat van aandeelhouders, van de financiële onderneming niet geëind. Op het moment dat de rechter een noodregeling uitsprekt zal tot onverwijld openbaarmaking van deze instemming moeten worden overgegaan. Het verzoek dat hieraan ten grondslag ligt hoeft dan niet openbaar te worden gemaakt, dat is immers niet langer het relevante koersgevoelige feit.”⁵³

De aanwijzing van een beoogd curator valt onder de uitstel-mogelijkheden om dezelfde reden als de aanwijzing van een stille curator bij een uitgevende instelling, die tevens een financiële onderneming is. Ook het onverwijld openbaar maken van de aanwijzing van de beoogd curator kan de reputatie van de beursvennootschap schaden en daarmee in strijd zijn met het belang van de beursvennootschap. Ten gevolge van de openbaarmaking zou continuïteit van de bedrijfsvoering ernstig kunnen worden geschaad, in zekere zin vergelijkbaar met de bankrun die zal volgen op de openbaarmaking van de benoeming van een stille curator bij een bank. Net als bij de toepassing van de noodregeling, die op de aanstelling van de stille curator volgt, wordt de benoeming van de beoogd curator tot curator openbaar gemaakt en spelen de uitstel-mogelijkheden op dat moment niet meer. Alsdan eindigt de stilte en wordt openheid van zaken gegeven.

Ten slotte is van belang er op te wijzen dat de uitgevende instelling daarnaast ook op andere dan de in art. 4 lid 1 Besluit genoemde rechtmatige belangen een beroep kan doen. Gedacht kan worden aan het belang dat de stille voorbereidingsfase dient, te weten het beperken van de schade bij de betrokkenen. Op basis van deze mogelijkheid kan dus de stille voorbereidingsfase ook onder het huidige recht inderdaad vallen onder de wettelijke uitstel-mogelijkheden. Overigens kan uit de wettekst geen directe afweging van belangen worden afgeleid, hoewel daar in de literatuur wel voor wordt gepleit.⁵⁴ In de Fortis zaak overweegt de rechtbank, anders dan de AFM, dat het antwoord op de vraag of sprake is van een rechtmatig belang van Fortis bij uitstel “niet dient te worden beantwoord aan de hand van een door Fortis te verrichten (redelijke) belangenafweging tussen haar eigen belang van geheimhouding en het belang van beleggers bij openbaarmaking. De rechtmatigheid van het belang tot uitstel van openbaarmaking is namelijk niet afhankelijk van de belangen van de markt, maar van (de oorzaak van) het belang tot uitstel zelf, zo volgt uit de niet-limitatieve opsomming in artikel 14, eerste lid, van het Besluit marktmisbruik Wft (zoals dat luidde tot 1 januari 2009) van situaties waarin sprake is van een

rechtmatig belang van uitstel.”⁵⁵ Ook in het huidige art. 4 lid 1 Besluit komt een dergelijke belangenafweging niet terug.

Situatie vanaf 3 juli 2016

Vanaf 3 juli 2016 zijn de relevante regels voor het vaststellen van het bestaan van een rechtmatig belang niet meer te vinden in het Besluit. In art. 17 lid 11 Verordening marktmisbruik krijgt ESMA de opdracht Guidelines op te stellen waarin een niet-uitputtende lijst van voorbeelden van rechtmatig belang bij uitstel is opgenomen.⁵⁶ In deze Guidelines heeft ESMA, voor zover bij een pre-pack van belang zou kunnen zijn, de volgende vormen van rechtmatig belang bij uitstel opgenomen:

- a. the issuer is conducting negotiations, where the outcome of such negotiations would likely be jeopardised by immediate public disclosure of that information;
- b. the financial viability of the issuer is in grave and imminent danger, although not within the scope of the applicable insolvency law, and immediate public disclosure of the inside information would seriously prejudice the interests of existing and potential shareholders, jeopardising the conclusion of the negotiations aimed at ensuring the financial recovery of the issuer.”⁵⁷

Op basis van de Guidelines zal uitstel van publicatie van het feit dat er een stille voorbereidingsfase is naar mijn mening in het rechtmatige belang kunnen zijn van de beursvennootschap. Uitstel zal namelijk een gunstige invloed kunnen hebben op de onderhandelingen. Dit wordt volgens de Guidelines los gezien van de vraag of uitstel van publicatie nadelig is voor (potentiële) aandeelhouders. De eerste categorie is dan ook van toepassing. Uitstel van publicatie zou eveneens in het belang van de beursvennootschap kunnen zijn omdat deze in ernstig en imminent gevaar is. Nu in de tweede categorie is gesteld “*although not within the scope of the applicable insolvency law*” kan nog de vraag gesteld worden of de stille voorbereidingsfase wel onder deze categorie kan worden gebracht, te meer daar de stille voorbereidingsfase niet zozeer is gericht op het herstel van de beursvennootschap (“*aimed at ensuring the financial recovery of the issuer*”) maar meer gericht is op een doorstart (na het voorbereide faillissement) door een derde partij. Over de betekenis van deze toevoeging is niets te vinden. Het is dan ook niet duidelijk wat hiermee precies wordt bedoeld. Gewezen kan worden op het feit dat de bepalingen van WCO I worden toegevoegd in een nieuwe Titel IV van de Faillissementswet met als titel: “Buiten faillissement en surseance van betaling.” Dit zou een aanleiding kunnen zijn te concluderen dat

53 Nota van toelichting op het Besluit marktmisbruik Wft, p. 44-45.

54 Zie: J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen*, Deventer: Kluwer 2010, p. 432-433; M.P. Nieuwe Weme/T.M. Stevens, ‘Openbaarmaking van koersgevoelige informatie’, p. 253-254 in: D.R. Doorenbos/S.C.J.J. Kortmann/M.P. Nieuwe Weme (red.), *Handboek marktmisbruik*, Deventer: Kluwer 2008.

55 Rb. Rotterdam 9 februari 2012, ECLI:NL:RBROT:2012:BV3771, JOR 2012/145, r.o. 18.6.

56 Het Consultation Paper met daarin opgenomen de Draft guidelines on the Market Abuse Regulation is te vinden op: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?%5B0%5D=im_esma_sections%3A22.

57 Zie Consultation Paper, Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/162, p. 29.

deze tweede categorie ook van toepassing zou kunnen zijn bij een aanwijzing van een beoogd curator, omdat er geen sprake is van een insolventieprocedure. Voorts kan gewezen worden op het feit dat als er eenmaal wel sprake is van een insolventieprocedure (waarbij dan gedacht moet worden aan een procedure zoals opgenomen op Bijlage A bij de Europese Insolventieverordening) openbaarmaking hiervan dadelijk zal volgen zodat de vraag of rechtmatig belang bij uitstel bestaat dan niet relevant meer is.

Tenslotte is van belang dat de Guidelines eenzelfde vangnetbepaling als het Besluit bevatten:

"It should be also noted that the list is indicative. It should be for the issuers to explain that they are in a case where their legitimate interests are likely to be prejudiced by immediate disclosure of inside information, and that each situation, including those listed in the draft Guidelines, should be assessed on a case by case basis."⁵⁸

Uitstel van publicatie van het feit dat er een stille voorbereidingsfase is, zal naar mijn mening in het rechtmatige belang kunnen zijn van de beursvennootschap. Immers, de toegevoegde waarde van de stille voorbereidingsfase wordt bepaald door het feit dat deze in stilte plaatsvindt. Daarbij is reeds rekening gehouden met de belangen van derden, waaronder de (potentiële) aandeelhouders bij de beoordeling door de rechtbank van het verzoek om aanwijzing van een beoogd curator. Niet valt in te zien waarom de belangen van (potentiële) aandeelhouders hier zwaarder zouden moeten wegen dan die van bijvoorbeeld crediteuren of werknemers die een groot belang bij de stille voorbereidingsfase kunnen hebben. Het is dan ook te hopen dat de Guidelines zullen worden gevolgd en er voor een geslaagd beroep op de eerste categorie, waarbij wordt aangenomen dat uitstel in het rechtmatig belang is omdat het van invloed kan zijn op de uitkomst van de onderhandelingen, geen belangenafweging hoeft te worden gemaakt tussen het belang bij uitstel en de belangen van de (potentiële) aandeelhouders die daardoor zouden worden geschaad. Dat zou overigens ook in lijn zijn met de uitspraak in de Fortis zaak, waarin de rechter overwoog dat voor een belangenafweging binnen de eerste categorie geen plaats is.

4.2.3 Geen misleiding van het publiek

Situatie tot 3 juli 2016

Ten aanzien van het tweede vereiste waaraan moet worden voldaan, te weten dat geen misleiding van het publiek is te duchten, bestaan er (vooralsnog) geen duidelijke richtlijnen.⁵⁹ De AFM stelt met betrekking tot dit tweede criterium:

"Van misleiding kan sprake zijn als de onderneming informatie achterhoudt met het doel een verkeerde voorstelling van zaken te geven. Of als de onderneming redelijkerwijs had kunnen of moeten weten dat het achterhouden van informatie een verkeerde voorstelling van zaken zou geven (door in haar andere berichtgeving informatie te verstrekken die niet in overeenstemming is met de informatie waarvoor uitstel is genomen)."⁶⁰

Aangezien uitstel van publicatie van koersgevoelige informatie per definitie tot misleiding leidt, althans tot een onjuiste voorstelling van zaken bij de beleggers, zal per geval aan de hand van de omstandigheden moeten worden beoordeeld of sprake is van een toegestane misleiding dan wel een ongeoorloofde misleiding.⁶¹ Uit de jurisprudentie blijkt bovendien dat sprake is van te duchten misleiding als er geruchten worden verspreid die door de publicatie van de koersgevoelige informatie zouden kunnen worden weggenomen.⁶² Tenslotte wordt betoogd dat het ontkennen van lopende overnameonderhandelingen of de publicatie van kwartaal- of jaarcijfers tijdens onderhandelingen ook misleiding op kan leveren.⁶³

Situatie vanaf 3 juli 2016

In de toekomst zullen de Guidelines van ESMA bepalend zijn voor de uitleg van het begrip 'misleiding van het publiek'. Op grond van de concept Guidelines van ESMA is misleiding in de volgende situaties te duchten:

- i) de koersgevoelige informatie verschilt in materieel opzicht van eerdere publieke mededelingen;
- ii) de situatie waarin de uitgevende instelling vreest bepaalde, eerder aangekondigde doelen niet te behalen en dat niet bekend wil maken;
- iii) de koersgevoelige informatie die de uitgevende instelling niet wil publiceren is in tegenspraak met de verwachtingen op de markt en die verwachtingen op de markt zijn veroorzaakt door eerdere uitspraken van de uitgevende instellingen.⁶⁴

Om te beoordelen of uitstel mogelijk is bij een stille voorbereidingsfase dient te worden onderzocht of uitstel van deze informatie niet tot misleiding aanleiding kan geven. Misleiding ten tijde van de stille voorbereidingsfase is zowel onder de thans geldende regelgeving als onder de (concept) Guidelines mijns inziens het meest te duchten indien de uitgevende instelling (kort) voor de aanvraag voor de aanwijzing van een beoogd curator nog (positief) heeft bericht over haar toekomst. Ook indien er na de aanwijzing geruchten worden verspreid over (de financiële problemen van) de onderneming zal de uitgevende instelling in een lastige situatie terecht kunnen komen. Hierbij geldt dat de beursven-

⁵⁸ Zie Consultation Paper, Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/162, p. 23.

⁵⁹ Zie hierover ook: C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 651 in D. Busch/D.R. Doorenbos/C.M. Grundmann-van de Krol/R.H. Maatman/M.P. Nieuwe Weme/W.A.K. Rank (red.), *Onderneming en Financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2010. Het is de bedoeling dat de technische uitvoeringsnormen van ESMA duidelijke richtlijnen zullen geven.

⁶⁰ AFM, 'Koersgevoelige informatie', p. 11. Dit speelde bij de eerder besproken Fortis zaak (zie noot 29).

⁶¹ Zie De Brauw (a.w.), p. 651.

⁶² Rb. Rotterdam 8 juli 2009, ECLI:NL:RBROT:2009:BJ2797, RF 2009/98; JOR 2009/234, r.o. 2.3.

⁶³ De Brauw (a.w.), p. 653.

⁶⁴ Paragraaf 3.4. van de technische uitvoeringsnormen van ESMA.

nootschap eindverantwoordelijk is en blijft voor de naleving van de regelgeving en dus moet beoordelen of op enig moment nog sprake kan zijn van (verder) uitstel van de koersgevoelige informatie met betrekking tot de aanwijzing van de beoogd curator. De beoogd curator speelt als begeleider van een zorgvuldig voorbereidingstraject hierbij wel een rol in die zin dat hij de beursvennootschap erop dient aan te spreken indien het voorbereidingstraject een wending lijkt te nemen waardoor het niet langer de belangen dient die hij behartigt zodat de schuldenaar het traject zelf kan bijsturen.⁶⁵ Door de stille voorbereidingsfase kan het faillissement op een zorgvuldige wijze worden voorbereid en kan de schade na faillissement voor de stakeholders worden beperkt. Vandaar dat de beoogd curator wel enige rol heeft te spelen bij het punt van de zorgvuldigheid die door de beursvennootschap dient te worden betracht teneinde misleiding zoveel mogelijk te voorkomen.

Indien de concept Guidelines ongewijzigd zullen worden vastgesteld en van kracht worden, zal de misleiding vrijwel altijd ongeoorloofd worden geacht indien de verwachtingen van de markt als gevolg van eerder gedane mededelingen onjuist zijn.⁶⁶ Per definitie zijn de verwachtingen van de markt onjuist indien bij door de beursvennootschap gedane mededelingen vermelding van het feit dat er sprake is van een stille voorbereidingsfase achterwege wordt gelaten.

Bij een zuiver taalkundige interpretatie van het begrip 'misleiding' zal iedere vorm van onjuiste of onvolledige informatieverstrekking met het doel een onjuiste indruk bij het publiek te vestigen aan uitstel in de weg staan omdat sprake is van misleiding. Met Hoff ben ik van mening dat het uitstel per definitie ertoe leidt dat bepaalde koersgevoelige informatie welbewust voor het publiek wordt achtergehouden en misleiding daarmee een gegeven is. In de wetsgeschiedenis en de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn marktmisbruik 2003 wordt op dit punt geen duidelijkheid verschaft. Hoff komt terecht tot de conclusie dat ervan mag worden uitgegaan dat de betekenis van misleiding een andere is dan de gebruikelijke betekenis omdat anders een rechtmatig beroep op de uitstelregeling illusoir wordt. Hij stelt dat het beter is bij de interpretatie van het begrip misleiding aan te knopen bij het doel waarvoor de informatie door de uitgevende instelling wordt achtergehouden. Dan dient de vraag te worden beantwoord of het door de uitgevende instelling met het uitstel nagestreefde doel wel geoorloofd is. Als dat niet zo is dan is te vrezen voor misleiding in de zin van de hiervoor genoemde regelgeving.⁶⁷ In het geval van een aanwijzing van een beoogd curator is sprake van een geoorloofd (wettelijk) doel dat wordt nagestreefd met het uitstel van openbaarmaking. Van misleiding in de zin van de hiervoor genoemde regelgeving is dan ook geen sprake bij een dergelijke aanwijzing. Het zou voor de

praktijk overigens wenselijk zijn indien de definitieve versie van de Guidelines op dit punt nadrukkelijk ruimte laat voor de hiervoor genoemde situatie.

4.2.4 Garantie vertrouwelijkheid

Situatie tot 3 juli 2016

Art. 5:25i lid 3 sub c Wft bepaalt ten slotte als derde vereiste, waaraan moet worden voldaan, dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de informatie dient te waarborgen indien zij de publicatie ervan wil uitstellen. Art. 4 lid 2 Besluit bepaalt:

“Om de vertrouwelijkheid van informatie, bedoeld in artikel 5:25i, derde lid, onderdeel c, van de wet te kunnen waarborgen controleert de uitgevende instelling de toegang tot de informatie en treft de uitgevende instelling afdoende maatregelen waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met de informatie.”

Beide hiervoor genoemde bepalingen vinden hun oorsprong in art. 6 Richtlijn marktmisbruik 2003 en art. 3 lid 2 van Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG. In art. 6 lid 2 van Richtlijn marktmisbruik 2003 is bepaald:

“Om de vertrouwelijkheid van informatie, bedoeld in artikel 5:25i, derde lid, onderdeel c, van de wet te kunnen waarborgen controleert de uitgevende instelling de toegang tot de informatie en treft de uitgevende instelling afdoende maatregelen waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met de informatie.”

Vervolgens is in art. 3 lid 2 van Uitvoeringsrichtlijn 2003/124/EG het volgende bepaald:

“Voor de toepassing van artikel 6, lid 2, van Richtlijn 2003/6/EG schrijven de lidstaten voor dat een emittent, om de geheimhouding van voorwetenschap te kunnen waarborgen, de toegang ertoe moet controleren en met name dat: a) hij afdoende regelingen moet hebben getroffen om de toegang tot deze informatie te ontfangen aan andere personen dan diegenen die uit hoofde van de uitoefening van hun functie binnen de emittent deze informatie nodig hebben; b) hij de nodige maatregelen heeft genomen opdat enigerlei persoon die tot deze informatie toegang heeft, zich rekenschap geeft van de met deze toegang samenhangende wettelijke en bestuursrechtelijke plichten en op de hoogte is van de sancties die verbonden zijn aan het misbruik of de ongeoorloofde verspreiding van deze informatie; c) hij maatregelen heeft genomen waardoor onmiddellijke openbaarmaking mogelijk is ingeval hij er niet in is geslaagd de desbetreffende voorwetenschap geheim te houden, onverminderd het bepaalde in artikel 6, lid 3, tweede alinea, van Richtlijn 2003/6/EG.”

65 *Kamerstukken II 2014/15, 34218, nr. 3* (Memorie van Toelichting op WCO I), p. 18 en p. 53; *Kamerstukken II 2015/16, 34218, nr. 6* (Nota naar aanleiding van het verslag ontvangen d.d. 15 februari 2016), p. 8.

66 Zie de toelichting in kantlijnnummer 95-103 van de technische uitvoeringsnormen van ESMA.

67 Zie noot G.T.J. Hoff onder Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009/234 sub 12.

Eerder werd het waarborgen van de vertrouwelijkheid slechts als een inspanningsverplichting gezien.⁶⁸ Het Gerechtshof Amsterdam heeft echter een aantal jaren later geoordeeld dat ook indien de toegang tot de informatie is beperkt zoals voorgeschreven in de richtlijnen, er nog steeds sprake kan zijn van de situatie dat de vertrouwelijkheid van de informatie niet voldoende is gewaarborgd.⁶⁹ Bovendien heeft het hof in deze zaak overwogen:

“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 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.”⁷⁰

Ten aanzien van het circuleren van geruchten geeft de AFM aan dat indien het gerucht juist is, aan de hand van de mate van concreetheit van het gerucht bepaald kan worden of er is gelekt. Met andere woorden, hoe concreter de informatie hoe groter de kans dat er is gelekt. In dat geval moet de beursvennootschap onverwijld een persbericht publiceren. Ook door de AFM wordt de koersontwikkeling als belangrijke indicator gezien ten aanzien van de waarde van het gerucht.⁷¹

Zelfs indien bij een aanwijzing van een beoogd curator aan de eerste twee vereisten voor uitstel van publicatie van deze koersgevoelige informatie is voldaan kan het dus nog misgaan bij het waarborgen van de vertrouwelijkheid. De uitgevende instelling (als eerstverantwoordelijke) en de beoogd curator (als bewaker van een zorgvuldig voorbereidingsproces) dienen ervoor te zorgen dat alleen personen die voor geheimhouding hebben getekend toegang hebben tot de informatie. De kring dient zo klein mogelijk gehouden te worden, wat ertoe zou kunnen leiden dat de rechtbank bij de aanwijzing bij een beursvennootschap niet overgaat, respectievelijk kan overgaan, tot het verbinden van de voorwaarde⁷² tot overleg met de werknemersvertegen-

woordiging. Daarnaast dient er een insiderlijst te zijn.⁷³ De uitgevende instelling dient steeds zodanige maatregelen te nemen waardoor onmiddellijke openbaarmaking mogelijk is. Maar dan nog geldt dat achteraf kan worden geoordeeld dat de vertrouwelijkheid niet was gegarandeerd. Dat kan het geval zijn indien er gedurende de stille voorbereidingsfase onverklaarbare ontwikkelingen plaatsvinden op de markt. Indien er onverklaarbare ontwikkelingen zijn die het gevolg zijn van koersgevoelige informatie die niet openbaar is gemaakt zou er direct een persbericht moeten worden gepubliceerd.

Situatie vanaf 3 juli 2016

De hiervoor genoemde richtlijnen zullen bij inwerkingtreding van de Verordening marktmisbruik worden ingetrokken. Materieel maakt dit geen verschil omdat op basis van de Verordening marktmisbruik dezelfde vereisten zullen gelden met betrekking tot de vertrouwelijkheid als vóór de toepassing van de Verordening marktmisbruik.⁷⁴

4.2.5 Invloed Verordening marktmisbruik op werkzaamheden beoogd curator

Uit art. 17 lid 7 Verordening marktmisbruik blijkt dat de vertrouwelijkheid van de informatie in ieder geval niet meer gegarandeerd is indien er een voldoende nauwkeurig gerucht circuleert dat betrekking heeft op de voorwetenschap. Daarnaast rusten er op de beursvennootschap op grond van deze regelgeving verschillende verplichtingen om de vertrouwelijkheid te kunnen waarborgen. Naar mijn mening brengt de zware verantwoordelijkheid die op grond van WCO I op de beoogd curator zal rusten met zich dat de beoogd curator ook op dit punt een actieve rol moet vervullen teneinde te zorgen voor een zorgvuldig verloop van de stille voorbereidingsfase. Het bestuur bestuurt nog steeds de beursvennootschap en de aanwijzing brengt geen verandering in de beheers- en beschikkingsbevoegdheid van de beursvennootschap.⁷⁵ Het is dan ook de beursvennootschap als eerstverantwoordelijke die moet zorgen dat voldaan wordt aan de hier besproken regelgeving. Zoals hiervoor aangegeven onder 4.2.3 kan de beoogd curator zich niet onttrekken aan een vorm van toezicht op de naleving door de beursvennootschap van deze regels. De niet-nakoming van deze regels kan er namelijk toe leiden dat de stille voorbereidingsfase niet op een zorgvuldige wijze heeft plaatsgevonden. Ook in het toezicht door de beoogd rechter-commissaris dient aandacht te worden besteed aan de naleving door de beursvennootschap van deze regels. Vandaar dat in het hiernavolgende enige richtlijnen worden gegeven voor de handelwijze van de beoogd curator. Het feit dat op de beoogd curator de verplichting rust vertrouwelijk om te gaan met de door hem van de beursvennootschap verkregen informatie kan uiteraard gezien worden als een eerste waarborg dat aan de regels met betrekking tot de vertrouwelijkheid wordt voldaan.

68 Vz Rb. Rotterdam 3 september 2008, ECLI:NL:RBROT:2008:BF1175.

69 Hof Amsterdam 10 juli 2012, ECLI:NL:GHAMS:2012:BX0488; RF 2012/71; JOR 2015/70 m.nt. G.T.J. Hoff, zie r.o. 4.12.

70 Zie r.o. 4.12.

71 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/marktmisbruik-koersgevoelige-informatie/geruchten>, onder: Hoe moet een instelling omgaan met geruchten?

72 Op grond van art. 363 lid 4 Fw.

73 Zie art. 5:59 Wft.

74 Zie de aanhef van de Verordening marktmisbruik.

75 Kamerstukken II 2014/15, 34218, nr. 3 (Memorie van Toelichting op WCO I), p. 9.

De beursvennootschap dient er (samen met de beoogd curator) voor te zorgen dat alle personen die kennisnemen van informatie (dus ook leden van de rechtbank, kantoorgenoten van de beoogd curator en ingeschakelde adviseurs), schriftelijk hebben verklaard dat men weet dat men koersgevoelige informatie bezit, dat men zich bewust is van de wettelijke en regelgevende taken die daarmee samenhangen en dat men weet welke sancties zijn gesteld op het wederrechtelijk mededelen van voorwetenschap en het handelen met voorwetenschap.⁷⁶ De betrokkenheid van de beoogd curator hierbij vloeit voort uit zijn opdracht zorg te dragen voor een zorgvuldig verloop van de stille voorbereidingsfase. De beperkte publiciteit en vertrouwelijkheid komen de stilte van de voorbereidingsfase uiteraard alleen maar ten goede.

Op grond van art. 18 Verordening marktmisbruik dient de uitgevende instelling, en naar mijn mening tijdens de stille voorbereidingsfase samen met de beoogd curator, een lijst van insiders op te stellen en bij te houden.⁷⁷ Dit geldt ook in de situatie voor 3 juli 2016 op grond van art. 5:59 Wft. Deze lijst moet onder meer informatie bevatten over de vraag wie toegang hebben tot voorwetenschap, de identiteit van die personen, de reden voor opname op de lijst van insiders, de datum en het tijdstip waarop deze personen bekend zijn geraakt met de koersgevoelige informatie en de datum waarop de lijst is opgesteld.⁷⁸ Op basis van een publicatie van de AFM blijkt dat alle personen die in aanraking zijn gekomen met de koersgevoelige informatie, ongeacht het functieniveau, moeten worden opgenomen op de insiderlijst.⁷⁹ Aangezien eerder in deze bijdrage de conclusie is getrokken dat het simpele feit van de aanwijzing van de beoogd curator kwalificeert als koersgevoelige informatie betekent dit dat een ieder die tijdens de stille voorbereidingsfase op de hoogte is van de aanwijzing van de beoogd curator op deze lijst moet worden geplaatst en schriftelijk moet verklaren zoals hiervoor vermeld. Ook personen die namens of voor de vennootschap optreden (advocaten, maar ook kantoorgenoten van de beoogd curator) dienen een eigen insiderlijst bij te houden en ook de rechtbank die de beoogd curator heeft aangewezen dient een dergelijke lijst bij te houden.

Op grond van art. 18 lid 9 Verordening marktmisbruik had ESMA de opdracht technische uitvoeringsnormen ten aanzien van de inhoud van de insiderlijsten te ontwikkelen, deze vast te stellen en deze vervolgens aan de Europese Commissie aan te bieden. Inmiddels heeft ESMA dit gedaan.⁸⁰ Uit het door ESMA ontwikkelde model blijkt welke informatie dient te worden opgenomen. Voorts heeft ESMA in een concept Verordening⁸¹ bepaald welke informatie

moet worden vastgelegd bij de uitgevende instelling. Het gaat dan om onder meer informatie ten aanzien van het moment van het ontstaan van koersgevoelige informatie en het moment waarop tot uitstel van publicatie is besloten.⁸²

Maar zelfs indien de beoogd curator op een zorgvuldige wijze uitvoering geeft aan zijn wettelijke taak en de hiervoor beschreven regels in acht neemt kan het gebeuren dat achteraf wordt geoordeeld dat de geheimhouding niet was gewaarborgd.⁸³ Daarnaast is het zeker niet ondenkbaar dat er al voor de aanvang van de stille voorbereidingsfase sprake was van koersgevoelige informatie, bijvoorbeeld indien de kredieten ingrijpend wijzigden,⁸⁴ en het uitstel van de publicatie ten aanzien van die informatie niet voldeed aan de vereisten van art. 17 lid 4 juncto lid 8 van de Verordening marktmisbruik. Dat kan het geval zijn indien de aanvraag voor een verruiming van de kredietfaciliteit plaatsvond nadat de kredietgever ingevolge art. 17 lid 7 Verordening marktmisbruik had getekend voor vertrouwelijkheid. Mijns inziens dient die informatie dan alsnog gepubliceerd te worden.

Er dient een persbericht te zijn voorbereid voor het geval koersgevoelige informatie toch wordt gelekt tijdens de stille voorbereidingsfase. Indien blijkt dat deze informatie is gelekt dient het persbericht onmiddellijk te worden verzonden en te worden gepubliceerd op de website van de beursvennootschap. Dit kan leiden tot een voortijdig einde van de stille voorbereidingsfase.

Ten slotte dient de beursvennootschap (samen met de beoogd curator) bij bekendmaking van het feit dat er een stille voorbereidingsfase heeft plaatsgevonden, de AFM op de hoogte te stellen van het feit dat de publicatie ten aanzien van de stille voorbereidingsfase was uitgesteld. Vermeld dient te worden waarom uitstel in dit geval is toegestaan.⁸⁵

Sinds het ontstaan van de pre-packpraktijk is Imtech tot nu toe de enige beursvennootschap waarbij een aanwijzing van een beoogd curator heeft plaatsgevonden.⁸⁶ Hierna zal nader in worden gegaan op de aanwijzing en de wijze waarop Imtech in de periode van de stille voorbereidingsfase met de markt heeft gecommuniceerd.

5. Imtech

Het feit dat voorafgaande aan de voorlopige verleende surseance van betaling vanaf 5 augustus 2015 twee beoogd curatoren betrokken waren bij de poging tot redding van Imtech werd op 11 augustus 2015 bekend doordat de Rechtbank Rotterdam dit opnam in de surseancebeschikking. Dit

⁷⁶ Zie art. 18 lid 2 Verordening marktmisbruik.

⁷⁷ Art. 18 lid 1, 3 en 4 Verordening marktmisbruik.

⁷⁸ Art. 18 lid 1 en 3 Verordening marktmisbruik.

⁷⁹ E.M.M. Uitermark/A.P.F. Voogd, 'Vijf tips bij koersgevoelige informatie. De belangrijkste tips van de AFM voor het omgaan met koersgevoelige informatie door uitgevende instellingen', *Tijdschrift voor Compliance*, oktober 2013, p. 209.

⁸⁰ Zie de Draft technical standards on the Market Abuse Regulation. Deze zijn te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?%5B0%5D=im_esma_sections%3A22.

⁸¹ Te weten Annex XII bij de Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, te raadplegen via: https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library?%5B0%5D=im_esma_sections%3A22.

⁸² Zie art. 4 van de concept Verordening (Annex XII bij de Draft technical standards on the Market Abuse Regulation).

⁸³ Art. 17 lid 7 Verordening marktmisbruik.

⁸⁴ Zie AFM, Brochure Koersgevoelige informatie, p. 8.

⁸⁵ Art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik en hoofdstuk 3 van de Draft technical standards.

⁸⁶ Het aantal pre-packs is sowieso gering. In de periode januari 2012- juli 2015 wordt het aantal geschat op 150, zie: A.G. Beunk, 'Een praktijkstudie naar de pre-pack en de beoogd curator als vernieuwend instrument in de Nederlandse insolventiepraktijk', *Onderneming en Financiering* 2015/4, p. 46. In dezelfde periode zijn 25.201 bedrijven failliet verklaard. Het aantal pre-packs wordt overigens niet centraal bijgehouden.

feit was tot dan onbekend. De dagen ervoor heeft Imtech wel andere informatie bekend gemaakt.

Op 28 juli 2015 heeft Imtech een uitgebreid persbericht gepubliceerd.⁸⁷ Imtech heeft hierbij melding gemaakt van het feit dat de operationele EBITDA over het eerste halfjaar 2015 lager was in vergelijking met 2014 en dat het behalen van een positieve EBITDA voor 2015 uitdagend zal zijn. Volgens de meest recente liquiditeitsprognose voor 2015 bereikt de liquiditeit van Imtech een dieptepunt medio augustus 2015. Voorts heeft Imtech bekendgemaakt dat er constructieve en vergevorderde gesprekken plaatsvinden met de financiers over een overbruggingsfaciliteit. De contouren hiervan waren een toename van de ruimte in de liquiditeitsfaciliteit van € 75 miljoen door gebruik van een deel van de beschikbare ruimte in de garantiefaciliteit tot eind december 2015 in twee tranches van € 37,5 miljoen. Het was op dat moment nog niet duidelijk of een dergelijke overbruggingsfaciliteit en het vooruitzicht op een structurele duurzame oplossing er (tijdig) zouden komen.⁸⁸

In het volgende, op 4 augustus 2015 gepubliceerde, persbericht heeft Imtech verwezen naar de eerder gemelde gesprekken met haar financiers.⁸⁹ Zij heeft hierbij aangegeven dat het de afgelopen dagen duidelijk is geworden in het kader van de verplichtingen naar Duits recht, dat op korte termijn toezeggingen gedaan moeten worden aan Imtech Germany hetgeen onderwerp van de lopende gesprekken met de financiers is geworden.

Op 5 augustus 2015⁹⁰ heeft Imtech via een persbericht gemeld dat zij nog geen overeenstemming met haar financiers heeft bereikt voor een verruiming van haar liquiditeitspositie mede met het oog op de positie in Duitsland. Zij en Imtech Germany: *"are evaluating the current situation taking into account German legal requirements and its consequences for Imtech Germany and more in general the consequences for Royal Imtech."*

Op 5 augustus 2015 heeft het bestuur van Imtech een verzoek ingediend bij de Rechtbank Rotterdam tot aanwijzing van een of meerdere beoogd curatoren. Hierin geeft het bestuur onder meer aan dat de voorafgaande dagen duidelijk is geworden dat vanwege de vereisten onder Duits recht er op korte termijn een additionele verplichting moet komen van Imtech vis-à-vis Imtech Germany.⁹¹ Financiers hebben inmiddels laten weten dat zij niet bereid zijn de daarvoor benodigde financiering ter beschikking te stellen, waar-

door niet kan worden uitgesloten dat de directie van Imtech Germany op korte termijn zal moeten besluiten het eigen faillissement aan te vragen. Imtech geeft in het verzoek verder aan dat er vervolgens rechtstreekse claims van derden onder door Imtech voor Imtech Germany-projecten afgegeven garanties zijn te verwachten en cross defaults met betrekking tot de financiering van de Imtech groep. Verwacht wordt dat een faillissement van Imtech Germany onrust op de markt veroorzaakt met negatieve gevolgen voor Imtech. Gelet op de beperkte liquiditeiten verwacht Imtech dat zij ten gevolge van de mogelijke onrust en claims snel in een instabiele situatie met mogelijke acute liquiditeitsproblemen zal komen te verkeren. Dit zal dan op korte termijn kunnen leiden tot surseance van betaling of faillissement terwijl er nog geen onmiddellijk implementeerbaar plan is. Hierdoor zal een ongecontroleerde situatie ontstaan waarbij de waarde van de Imtech groep snel achteruit zal gaan. Deze situatie is nadelig voor alle bij Imtech betrokken stakeholders.⁹² Imtech geeft in het verzoek aan dat zij in nauw overleg met haar financiers bezig is met Contingency planning waarbij verschillende scenario's worden uitgedacht. De zaak is complex en eventuele curatoren zullen minimaal enkele dagen nodig hebben om de verschillende opties te beoordelen. Imtech verwacht dat die tijd na faillissement zal ontbreken. Indien niet onmiddellijk de overgang van (het merendeel van) de onderneming van Imtech naar een nieuwe structuur zal kunnen plaatsvinden zal onherstelbare schade aan de onderneming van de groep worden toegebracht. Tegen die achtergrond verzoekt Imtech beoogd curatoren aan te stellen, in eerste instantie voor de duur van twee weken.⁹³ Vervolgens worden in de middag van 5 augustus 2015 mrs. P.J. Peters en J.G. Princen door de Rechtbank Rotterdam aangewezen tot beoogd curatoren en zijn ook meerdere beoogd rechters-commissarissen aangewezen. Vanaf dat moment zijn de beoogd curatoren, zo blijkt uit het openbaar verslag, dag en nacht bezig met de reddingsoperatie van Imtech. Ondertussen verschijnen tot de aankondiging van de surseance van betaling nog drie persberichten.

Op 6 augustus 2015⁹⁴ heeft Imtech via een persbericht gemeld dat de gesprekken met de financiers (nog) niet hebben geleid tot additionele financiering en dat Imtech Germany alle opties overweegt.

In een tweede persbericht van 6 augustus 2015⁹⁵ geeft Imtech aan dat Imtech Germany eigen faillissement heeft aangevraagd bij de bevoegde Duitse rechtbank. Voor het overige stelt Imtech: *"As already announced earlier today Royal Imtech is evaluating the current situation and its consequences and is considering all options."*

87 Trading update Royal Imtech, zie: [http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/\(49371\)-Trading-update-Royal-Imtech.html](http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/(49371)-Trading-update-Royal-Imtech.html).

88 Zie ook het eerste openbaar verslag van de curatoren van Imtech d.d. 14 september 2015, p. 5, te vinden via: <https://www.akd.nl/Paginas/nieuws/Faillissementsverslag-Royal-Imtech-NV.aspx>.

89 Further update on discussions with financiers, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Further-update-on-discussions-with-financiers.html>.

90 Further update on discussions with financiers, zie: [http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/\(49680\)-Further-update-on-discussions-with-financiers.html](http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/(49680)-Further-update-on-discussions-with-financiers.html).

91 Op grond van § 15a InsO geldt in Duitsland de regel dat bij Overschuldung onverwijld maar uiterlijk binnen drie weken door de bestuurders eigen aangifte van faillissement moet worden gedaan op straffe van onder meer gevangenisstraf. Op grond van §64 GmbH Gesetz kan dit ook leiden tot persoonlijke aansprakelijkheid van bestuurders.

92 Zie § 3.6- § 4.1 van het verzoek, te kennen uit het eerste openbaar verslag van de curatoren d.d. 14 september 2015, p. 5-6.

93 Zie § 4.2 - § 4.5 van het verzoek, te kennen uit het eerste openbaar verslag van de curatoren d.d. 14 september 2015, p. 6-7.

94 Further update on discussion with financiers and current situation, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Further-update-on-discussion-with-financiers-and-current-situation.html>.

95 Imtech Germany files for insolvency, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Imtech-Germany-files-for-insolvency.html>.

Op maandagavond 11 augustus 2015 wordt duidelijk dat de betrokken Nederlandse banken niet bereid zijn de door een groep private investeerders die zich heeft gemeld om het concern over te nemen ("Consortium") gevraagde € 50 miljoen te verstrekken. Vervolgens geeft het Consortium haar overnameplan om die reden op. Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen hebben vervolgens besloten dat op dinsdag 11 augustus 2015 surseance van betaling zal worden aangevraagd. De Rechtbank Rotterdam heeft op 11 augustus 2015 om 00.10 uur voorlopig surseance van betaling verleend met aanstelling van de beoogd curatoren tot bewindvoerders.⁹⁶ Hiervan maakt Imtech melding bij persbericht van 11 augustus 2015.⁹⁷ Zij verwijst daarbij naar haar persberichten van 4, 5, 6 en 10 augustus 2015 waarin zij *"already announced it was evaluating the situation and its consequences. It also announced it was considering all options in view of the fact that an agreement with financiers on additional financing could not be reached and specifically options to top reserve as much of the group as possible."* De bewindvoerders houden op 11 augustus 2015 om 10.00 uur een persconferentie.⁹⁸

Bij persbericht van 13 augustus 2015⁹⁹ maakt Imtech bekend dat zij die dag in staat van faillissement is verklaard met aanstelling van de bewindvoerders tot curatoren. Er volgen nog diverse persberichten met betrekking tot de verkoop maar die zijn voor het onderwerp van deze bijdrage niet relevant.

Uit het eerste openbaar verslag van de curatoren kan niet worden opgemaakt welke maatregelen tijdens de stille voorbereidingsfase in het kader van de Wft zijn genomen. Wel is duidelijk geworden dat bestuur en raad van commissarissen gedurende de door de bewindvoerder gewenste periode van veertien dagen van de surseance bevreesd waren dat op ontijdige momenten koersgevoelige informatie naar buiten zou kunnen komen waarvoor zij later door AFM beboet zouden kunnen worden. Om deze reden wensten zij dat de surseance zo kort mogelijk zou duren.¹⁰⁰

Het bestuur van Imtech bevond zich op 5 augustus 2015 in een lastige situatie. De verhouding tussen de pre-pack en de Wft is een terra incognita. Er was de voorgaande jaren nog niet eerder een beursvennootschap overgegaan tot de aanvraag voor de toewijzing van een beoogd curator. Imtech heeft voor en na de aanwijzing regelmatig persberichten over de actuele situatie gepubliceerd. Er bestaat echter een verschil tussen hetgeen gemeld wordt op 5 augustus

2015 (evaluatie van de huidige situatie) en de voorbereiding van een doorstart na de aanwijzing van een beoogd curator.¹⁰¹ Imtech heeft zich kennelijk op het standpunt gesteld dat de informatie over de aanwijzing van de beoogd curator niet hoefde te worden gepubliceerd. Daarbij is zij er waarschijnlijk van uit gegaan dat een rechtvaardigingsgrond voor uitstel van publicatie zoals genoemd in art. 5:25i lid 3 onder a Wft kon worden gevonden in de noodsituatie die werd veroorzaakt door de niet verwachte faillissementsaanvraag van Imtech Germany in Duitsland.¹⁰²

6. Conclusie

De aanwijzing van twee beoogd curatoren bij Imtech laat zien dat ook bij beursvennootschappen behoefte kan bestaan aan deze in de praktijk ontwikkelde, en in de toekomst in WCO I geregelde, mogelijkheid om een faillissement en een doorstart in alle rust en op een zorgvuldige wijze voor te bereiden onder toezicht van een beoogd curator en een beoogd rechter-commissaris. 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. Op het bestuur rust wel de eindverantwoordelijkheid ervoor te zorgen dat er geen sprake is van ongeoorloofde misleiding. In het kader van zijn taak bij het bewaken van de zorgvuldigheid van het stille voorbereidingsproces dient de beoogd curator hier ook, samen met de beursvennootschap, een rol in te spelen.

Tevens dient het bestuur de vertrouwelijkheid te garanderen. Dit laatste onderwerp zal mijns inziens de voortdurende aandacht van alle betrokkenen (bestuur beursvennootschap, beoogd curator en beoogd rechter-commissaris) moeten hebben tijdens de stille voorbereidingsfase. Op basis van het hiervoor verrichte onderzoek kan geconcludeerd worden dat ook een beursvennootschap kan profiteren van deze voor de praktijk nuttige figuur.

96 Zie het eerste openbaar verslag van de curatoren d.d. 14 september 2015, p. 12.

97 *Royal Imtech files for suspension of payments*, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Royal-Imtech-NV-files-for-suspension-of-payments.html>.

98 *Persbericht van de bewindvoerders van Royal Imtech N.V.*, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Press-release-from-the-administrators-of-Royal-Imtech-NV.html>.

99 *Royal Imtech N.V. declared bankrupt by Rotterdam court; Marine and Nordic divisions sold and 7,300 jobs secured; objective to preserve as much as possible other parts of the group*, zie: <http://www.record-toegangstechniek.nl/NL/corporate/Newsroom/Press-releases/Royal-Imtech-NV-declared-bankrupt-by-Rotterdam-court-Marine-and-Nordic-divisio.html>.

100 Zie eerste openbaar verslag van de curatoren van Imtech d.d. 14 september 2015, p. 20.

101 S.M. Bartman, 'De ondergang van Imtech', *Ondernemingsrecht* 2015/106.

102 S.M. Bartman, 'De ondergang van Imtech', *Ondernemingsrecht* 2015/106.