

De koers van de curator van een beursvennootschap

MR. M.R. VAN ZANTEN¹

1. Inleiding

In deze bijdrage gaat het niet over zo maar een failliet, maar over een failliet verklaarde uitgevende instelling, ook wel beursvennootschap genoemd. Een beursvennootschap kan verschillende activiteiten uitoefenen. De Wet op het financieel toezicht (Wft) en de Verordening marktmisbruik² bevatten voor beursvennootschappen een aantal specifieke bepalingen. De specifieke bepalingen die gelden voor beursvennootschappen dienen ter bescherming van de beleggers en ter bestrijding van marktmisbruik. Deze zorgen er voor dat een beursvennootschap, ook (juist!) als het financieel slecht gaat, openheid geeft over haar financiële situatie. Bij niet beursgenoteerde bedrijven ontbreekt het juist vaak aan openheid met betrekking tot hun financiële situatie. Het valt dadelijk op, dat er een spanningsveld bestaat tussen wat commercieel wenselijk is te communiceren en wat op basis van de geldende regelgeving verplicht moet worden gedeeld met de markt. De keerzijde van het feit dat de beursvennootschap kapitaal uit de markt kan trekken is het feit dat zij voortdurend in de schijnwerpers staat en transparantie moet betrachten naar diezelfde markt.

In deze bijdrage zal worden besproken welke gevolgen het faillissement van een uitgevende instelling met een zetel in Nederland en een beursnotering aan Euronext Amsterdam heeft voor de in het faillissement aangestelde curator. Daarnaast kunnen beursvennootschappen ook gebruik maken van de in de praktijk ontwikkelde pre-pack.³ Gelet op de strikte (in 2016 aangepaste Europese) regelgeving die van toepassing is op een beursvennootschap is het voor de (beoogd) curator van belang te weten aan welke specifieke regels hij

1. Marc van Zanten is advocaat bij CMS te Amsterdam. Hij verricht als buitenpromovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen onderzoek naar de pre-pack. Met dank aan Nicole Bokern, Jonathan van Ee en Redmar Poen, die als student-stagiaires van CMS onderzoek hebben verricht voor dit artikel. Daarnaast is de auteur veel dank verschuldigd aan mr. drs. C.J.M. Wermers, advocaat bij CMS te Amsterdam, voor haar uiterst bruikbare opmerkingen op een eerdere versie van dit artikel.
2. 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'.
3. Verwezen wordt naar Royal Imtech N.V. (aanwijzing beoogd curatoren op 5 augustus 2015), het enige voorbeeld tot nu toe.

moet voldoen gedurende de periode van zijn aanwijzing, respectievelijk aanstelling. Het faillissement van een beursvennootschap kan bij curatoren een groot aantal vragen oproepen. Welke invloed hebben deze specifieke regels op zijn beheer of zijn deze regels uitsluitend voor het bestuur van de beursvennootschap van belang? Loopt hij hierdoor qualitate qua of pro sé nog extra aansprakelijkheidsrisico's buiten de gebruikelijke risico's? Wat zijn de gevolgen voor de boedel van schending van deze regels?

De regelgeving is voor de meeste insolventiejuristen waarschijnlijk geen dagelijkse kost. Faillissementen van beursvennootschappen komen niet vaak voor. De afgelopen 25 jaar zijn onder meer de navolgende beursvennootschappen failliet verklaard: DAF, Ring!Rosa, Landis, KPNQwest, Van der Hoop Bankiers, Dico International, Van der Moolen, Innoconcepts, Royal Imtech en Macintosh Retail Group. Hoewel de hectiek die gepaard gaat met een dergelijk faillissement voor de curator zorgt voor enerverende tijden is de bestudering van deze, nogal droge, materie lang niet zo spannend. Daarbij geldt ook nog dat deze regelgeving voortdurend verandert, zelf tijdens het schrijven van deze bijdrage werd steeds weer nieuwe wet –en regelgeving gepubliceerd.⁴ Het doel van deze bijdrage in deze INSOLAD lustrumcongresbundel is ervoor te zorgen dat de lezer op hoofdlijnen bekend raakt met de regelgeving zodat van die kennis bij een pre-pack of een faillissement van een beursvennootschap kan worden geprofiteerd. Dit zal naar ik hoop voldoende prikkels geven voor de lezer tot het consumeren van deze enigszins taaie kost.

In deze bijdrage zal ik eerst de (on)mogelijkheid van de “pre-pack methode” bij een beursvennootschap bespreken en de gevolgen van de wetgeving voor beursvennootschappen voor het handelen van de beoogd curator (hoofdstuk 2), waarna de gevolgen van de wetgeving voor beursvennootschappen voor het beheer van de curator na faillietverklaring van een beursvennootschap zullen worden besproken (hoofdstuk 3).

2. De pre-pack en de beursvennootschap⁵

Inleiding

Nadat aan Royal Imtech N.V. ('Royal Imtech') op 11 augustus 2015 voorlopig surseance van betaling werd verleend bleek uit de beschikking van de Rechtbank Rotterdam dat zes dagen eerder al twee beoogd curatoren door de rechtbank waren aangewezen. De vraag kan worden gesteld of de stilte die

4. De tekst van deze bijdrage is afgesloten op 1 december 2016.

5. Over dit onderwerp heb ik eerder gepubliceerd, zie: M.R. van Zanten, 'De pre-pack en de beursvennootschap', *TvI* 2016/14, p. 98-110. Dit hoofdstuk betreft een actualisering van dit artikel.

noodzakelijk is na de aanwijzing van de beoogd curator wel past bij een beursvennootschap. Een beursvennootschap is namelijk aan allerlei regels gebonden die er nu juist voor moeten zorgen dat de markt zoveel als mogelijk wordt geïnformeerd over de (financiële) positie van de beursvennootschap zodat de beleggers weten hoe hun (mogelijke) belegging ervoor staat. Dat lijkt niet te passen bij de stilte rond de aanwijzing van een beoogd curator.

In dit hoofdstuk zal ik na een korte beschrijving van de pre-pack methode (2.1) onderzoeken of (de aanvraag voor) de aanwijzing van een beoogd curator voorwetenschap (voorheen aangeduid als: koersgevoelige informatie) betreft (2.2). Vervolgens zal het doel van de wettelijke publicatieverplichting worden besproken waarbij aandacht zal worden besteed aan het standpunt van de Minister van Veiligheid & Justitie ('Minister') en recente Europese regelgeving en de consequenties daarvan voor de praktijk (2.3-2.8).

2.1 WCO I

Op 21 juni 2016 heeft de Tweede Kamer het wetsvoorstel Wet continuïteit ondernemingen I ('WCO I') met algemene stemmen aangenomen.⁶ Met WCO I beoogt de Minister een wettelijke basis te verschaffen aan de in Nederland bij acht van de elf rechtbanken ontwikkelde pre-packpraktijk waardoor de mogelijkheden een faillissement op een zorgvuldige wijze voor te bereiden worden vergroot. De rechtbank kan op verzoek van de schuldenaar een beoogd curator aanwijzen.⁷ Een essentieel onderdeel van WCO I is de stilte van de voorbereidingsfase waarin de beoogd curator in alle rust het aanstaande faillissement kan voorbereiden en de mogelijkheden van een doorstart van de activiteiten van de in financiële moeilijkheden verkerende onderneming kan onderzoeken. Hierdoor kan de schade bij alle schuldeisers (waaronder de werknemers) en andere betrokkenen zoveel mogelijk worden beperkt met behoud van zoveel mogelijk werkgelegenheid.⁸ De stilte zorgt er voor dat de onderneming nog niet te maken krijgt met negatieve publiciteit die vaak volgt op de faillietverklaring en die kan leiden tot waardevermindering of zelfs onmogelijkheid tot voortzetting van de activiteiten. De stilte (en de daarmee gepaard gaande zwakkere positie

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), thans aanhangig bij de Eerste Kamer (*Kamerstukken I* 34 218, A). De inbreng voor het nader voorlopig verslag is bepaald op 14 februari 2017.

7. Zie uitgebreid over WCO I en de rol van de beoogd curator onder andere: M.R. van Zanten, 'De beoogd curator, uitgegroeid van fly on the wall tot spin in het web', *TvI* 2015/35, p. 226-239.

8. Art. 363 lid 1 Fw.

van de stakeholders gedurende de stille voorbereidingsfase) wordt gecompenseerd door de opdracht aan de beoogd curator en de beoogd rechter-commissaris het traject met een kritische blik te volgen. Voorts dient de beoogd curator de bestuurder aan te spreken indien het voorbereidingstraject een wending lijkt te nemen waardoor de belangen die hij behartigt in het gedrang lijken te komen.⁹ De stilte is acceptabel omdat deze bevorderlijk is voor het verwezenlijken van de meerwaarde tijdens de stille voorbereidingsfase, in die zin dat de schade van de betrokkenen bij het eventuele faillissement hierdoor zal kunnen worden beperkt. In WCO I zijn de nodige voorzieningen getroffen tegen misbruik¹⁰ en ter bevordering van spoedige transparantie achteraf.¹¹ De regeling geldt voor alle ondernemingen, ongeacht de activiteiten die zij ontplooiën en ongeacht de rechtsvorm waarin zij worden gedreven.¹² De Minister meent dat de huidige pre-pack voor zowel beursvennootschappen als niet-beursgenoteerde ondernemingen kan worden gebruikt.¹³

Voor de beantwoording van de vraag of een aanwijzing van een beoogd curator van een beursvennootschap mogelijk is dient eerst te worden onderzocht of in dat geval sprake is van voorwetenschap, omdat dat essentieel is voor de beantwoording van de vraag of de (Europese) regels ter bestrijding van marktmisbruik van toepassing zijn.

2.2 Voorwetenschap en aanwijzing beoogd curator

Bij een Europese richtlijn¹⁴ wordt handel met voorwetenschap en marktmanipulatie bestreden. De bevoegde autoriteit kan vervolgens richtsnoeren verstrekken met betrekking tot aangelegenheden die onder de richtlijn vallen

9. Nota naar aanleiding van het verslag, *Kamerstukken II* 2015/16, 34 218, nr. 6, p. 8.

10. 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; de OR wordt ex art. 363 lid 4 Fw in beginsel betrokken bij de voorbereiding van het faillissement.

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

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

13. 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.

14. Richtlijn nr. 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 2013'.

zoals de definitie van voorwetenschap.¹⁵ Inmiddels zijn de regels betreffende marktmisbruik te vinden in de Verordening marktmisbruik. Deze regels gelden voor beursvennootschappen, in de Verordening marktmisbruik aangeduid als uitgevende instelling. Een uitgevende instelling is een privaatrechtelijke juridische entiteit die financiële instrumenten emitteert of voorstelt te emitteren, waarbij de uitgevende instelling, in het geval van certificaten van aandelen die financiële instrumenten vertegenwoordigen, de uitgevende instelling van het vertegenwoordigende financiële instrument is.¹⁶ Een beursvennootschap dient op grond van art. 17 lid 1 Verordening marktmisbruik voorwetenschap, die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap, zo snel mogelijk openbaar te maken. Onder voorwetenschap wordt op basis van de Verordening marktmisbruik verstaan:

- “a) niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een significante invloed zou kunnen hebben op de koers van deze financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten;*
- b) in verband met grondstoffenderivaten, niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer van dergelijke derivaten of die rechtstreeks betrekking heeft op het daaraan gerelateerde spotcontract voor grondstoffen, en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, waarschijnlijk een significante invloed zou hebben op de koers van deze derivaten of van daaraan gerelateerde spotcontracten voor grondstoffen, en waarvan redelijkerwijs kan worden verwacht dat ze openbaar wordt gemaakt of die verplicht openbaar moet worden gemaakt overeenkomstig Europese of nationale wettelijke of reglementaire bepalingen, marktvoorschriften, contracten, praktijken of gebruiken, op de betrokken grondstoffenderivatenmarkten of spotmarkten;*
- c) in verband met emissierechten of daarop gebaseerde geveilde producten, niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer van deze instrumenten, en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, waarschijnlijk een significante invloed zou hebben op de koers van deze financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten;*

15. Overweging 21 Richtlijn marktmisbruik 2003.

16. Art. 3 lid 1 sub 21 Verordening marktmisbruik.

d) voor personen die zijn belast met de uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten, betekent voorwetenschap tevens informatie die door een klant wordt verstrekt en verband houdt met de lopende orders van de klant inzake financiële instrumenten, die concreet is, die rechtstreeks of onrechtstreeks betrekking heeft op een of meer uitgevende instellingen of op een of meer financiële instrumenten en die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, waarschijnlijk een significante invloed zou hebben op de koers van deze financiële instrumenten, de koers van daaraan gerelateerde spotcontracten voor grondstoffen of de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten”¹⁷

De informatie is voldoende concreet

“indien zij betrekking heeft op een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel op een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van bovenbedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van de financiële instrumenten of daarvan afgeleide financiële instrumenten, de daaraan gerelateerde spotcontacten voor grondstoffen of de geveilde, op emissierechten gebaseerde producten. In het geval van een in tijd gespreid proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden, of dat resulteert in een bepaalde situatie of gebeurtenis, kan deze toekomstige situatie of deze toekomstige gebeurtenis, alsook de tussenstappen in dat proces die verband houden met het ontstaan of het plaatsvinden van die toekomstige situatie of die toekomstige gebeurtenis, in dit verband als concrete informatie worden beschouwd.”¹⁸

De beursvennootschap is verantwoordelijk voor het maken van de afweging of sprake is van voorwetenschap. De AFM gaat ervan uit dat de aanvraag van surseance van betaling of faillissement een belangrijk feit over strategie van de onderneming is en daarmee een mogelijk voorbeeld van voorwetenschap oplevert.¹⁹ Het ligt dan ook voor de hand te concluderen dat ook (het indienen van een aanvraag tot) de aanwijzing van een beoogd curator kan worden gekwalificeerd als voorwetenschap.²⁰ Ook de Minister stelt zich op dit

17. Zie art. 7 lid 1 Verordening marktmisbruik. De AFM heeft deze opgenomen in haar brochure ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’, juni 2016, p. 6-7.

18. Art. 7 lid 2 Verordening marktmisbruik.

19. AFM, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’, juni 2016, p. 10.

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

standpunt. 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 voorwetenschap, die door hem kennelijk bevestigd wordt beantwoord.²¹

Hurenkamp/Rutten stellen zich op het standpunt dat de aanwijzing van een beoogd curator kwalificeert ‘als concrete informatie die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap, niet openbaar is en significante invloed zal hebben op de koers van de beursgenoteerde aandelen’ en daarmee voldoet aan de kwalificatie van voorwetenschap.²²

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 voortgaan²³ (en verzoekt om aanwijzing van een beoogd curator) is naar mijn mening inderdaad te beschouwen als voorwetenschap.²⁴ Honig heeft informatie over ‘een naderend faillissement’ als voorwetenschap aangemerkt, waaronder dan vrij eenvoudig ook de aanwijzing van een beoogd curator kan worden begrepen.²⁵ Daardoor wordt een bespreking van de wettelijke vereisten met betrekking tot de publicatieverplichting van voorwetenschap en de uitzonderingen daarop relevant.

2.3 Doel wettelijke publicatieverplichtingen

De verplichting tot publicatie van voorwetenschap ter bevordering van de marktintegriteit was neergelegd in art. 5:25i Wft. Ook in de Verordening marktmisbruik staat marktintegriteit centraal. Deze verordening is op 2 juli 2014 in werking getreden. Vanaf 3 juli 2016 zijn de lidstaten onderworpen aan de bepalingen ten aanzien van voorwetenschap en is art. 5:25i Wft komen te vervallen.²⁶ De Verordening marktmisbruik gaat ervan uit 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

21. 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 Nota naar aanleiding van het verslag, *Kamerstukken II* 2015/16, 34 218, nr. 6, p. 36.

22. J.R. Hurenkamp en K. Rutten, ‘De Pre-pack bij beursvennootschappen: koersgevoelige informatie? Over de spagaat tussen WCO I en art. 5:25i Wft’, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Deventer: Kluwer 2016, p. 251.

23. 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.

24. Zie eerder: M.R. van Zanten, ‘De pre-pack en de beursvennootschap’, *TvI* 2016/14, p. 99-100.

25. S.L. Honig, ‘De Verordening Marktmisbruik veranderingen per 3 juli 2016’, *Bb* 2016/60.

26. Zie art. 39 Verordening marktmisbruik.

welvaart. Art. 17 Verordening marktmisbruik verplicht een beursvennootschap voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap zo snel mogelijk openbaar te maken op een zodanige wijze dat deze snel toegankelijk is en volledig, op correcte wijze en tijdig kan worden beoordeeld door het publiek. Met betrekking tot de waarde van openbaarmaking van voorwetenschap 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.”²⁷

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.”²⁸

De informatievoorziening is essentieel voor deelnemers aan de financiële markten. Zonder deze informatie kunnen zij hun aankoop –en verkoopbeslissingen niet maken en verwordt beleggen tot gokken. Net als art. 5:25i lid 3 Wft biedt de Verordening marktmisbruik de mogelijkheid aan de beursvennootschap op eigen verantwoordelijkheid de publicatie van voorwetenschap uit te stellen. De vraag is of de beursvennootschap die aanwijzing van een beoogd curator

27. Zie overweging 49 Verordening marktmisbruik.

28. Zie overweging 55 Verordening marktmisbruik.

verzoekt de openbaarmaking van deze informatie kan uitstellen. Het antwoord op deze vraag dient vanaf 3 juli 2016 te worden gezocht in de Verordening marktmisbruik.²⁹ Aangezien de aanwijzing van de beoogd curator (uiteeraard³⁰) niet wordt genoemd in de Verordening marktmisbruik moet worden onderzocht of een dergelijke aanwijzing, ook tot een eventueel moment waarop een dergelijke aanwijzing specifiek wordt genoemd als rechtvaardiging voor uitstel, zou kunnen vallen onder de uitstelmogelijkheden. Uit de artikelen die tot dusver over dit onderwerp zijn gepubliceerd blijkt dat er verschillend kan worden gedacht over het antwoord op deze vraag.³¹

2.4 *Uitstel van openbaarmaking*

Art. 17 lid 4 van de Verordening marktmisbruik bepaalt:

“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:

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

(...)

Als een uitgevende instelling of een deelnemer aan een emissierechtenmarkt de openbaarmaking van voorwetenschap heeft uitgesteld krachtens het

29. Het bepaalde in art. 5:25i Wft is zoals eerder vermeld vervallen na het van toepassing worden van art. 17 van de Verordening marktmisbruik. Daarnaast wordt hierdoor de Richtlijn marktmisbruik 2003 ingetrokken.

30. Ten tijde van de totstandkoming van de Verordening marktmisbruik was er (nog) geen wettelijke regeling in Nederland met betrekking tot de aanwijzing van een beoogd curator.

31. Zie enerzijds: J.R. Hurenkamp en K. Rutten, ‘De Pre-pack bij beursvennootschappen: koersgevoelige informatie? Over de spagaat tussen WCO I en art. 5:25i Wft’, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Deventer: Kluwer 2016, p. 251-258; J.R. Hurenkamp en K. Rutten, ‘Reactie naar aanleiding van TvI 2016/14, TvI 2016/23, p. 162-164, die van mening zijn dat de aanwijzing niet onder de uitstelmogelijkheden valt en anderzijds: M.R. van Zanten, ‘De pre-pack en de beursvennootschap’, *TvI* 2016/14, p. 98-110, die stelt dat de aanwijzing hier wel onder valt.

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.”

De uitwerking van de Verordening marktmisbruik zal sterk worden bepaald door de technische uitvoeringsnormen zoals die zijn opgesteld door ESMA.³² Op 28 september 2015 heeft ESMA op basis van art. 18 Verordening marktmisbruik de definitieve technische uitvoeringsnormen gepubliceerd.³³ 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. Er zijn inmiddels al meerdere definitieve uitvoeringsverordeningen en gedelegeerde verordeningen vastgesteld. Daarnaast heeft ESMA op basis van art. 17 lid 11 Verordening Marktmisbruik op 28 januari 2016 concept ‘Guidelines on the Market Abuse Regulation’ (‘Concept Guidelines’) ter consultatie aangeboden. In de Concept Guidelines wordt nader ingegaan op het in art. 17 lid 4 van de Verordening marktmisbruik vereiste rechtmatige belang en op het antwoord op de vraag wanneer misleiding waarschijnlijk is.³⁴ De definitieve Guidelines zijn door ESMA vastgelegd in het Final Report van 13 juli 2016 (‘Guidelines’).³⁵ In de hiernavolgende paragrafen zullen de drie (cumulatieve) voorwaarden voor uitstel van publicatie worden besproken aan de hand van de ten tijde van het schrijven van deze bijdrage gepubliceerde (Europese) regelgeving.

2.5 Rechtmatig belang

In art. 17 lid 11 van de Verordening marktmisbruik krijgt ESMA de opdracht Guidelines op te stellen waarin een niet-uitputtende lijst van voorbeelden van rechtmatig belang bij uitstel is opgenomen. In deze Guidelines heeft ESMA,

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

33. 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.

34. 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.

35. Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130.

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. Examples of such negotiations may be those related to mergers, acquisitions, splits and spin-offs, purchases or disposals of major assets or branches of corporate activity, restructurings and reorganisations.*
- 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 by jeopardising the conclusion of the negotiations aimed to ensure the financial recovery of the issuer;(...)”³⁶*

Onderhandelingen

Uitstel van publicatie van het feit dat er een stille voorbereidingsfase is, kan naar mijn mening in het rechtmatige belang zijn van de beursvennootschap als bedoeld in de Guidelines. 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. Na de tekst onder a volgt een punt. Vervolgens volgt onder b de passage waarin de belangen van de aandeelhouders worden genoemd en na die passage volgt een punt komma waarna nog een aantal andere vormen van rechtmatig belang wordt genoemd. Het onder a gestelde is dus een ‘geïsoleerd’ te beschouwen categorie. De insolventiewetgeving speelt voor deze eerste categorie van rechtmatig belang dan ook geen rol van betekenis. Die wetgeving wordt namelijk pas genoemd in het kader van de tweede categorie onder b.³⁷ Voorts is de tekst van de Guidelines ten opzichte van de Draft Guidelines aangevuld met onder meer: ‘restructurings and reorganisations’. De onderhandelingen in het kader van de voorbereiding van een verkoop na de stille voorbereidingsfase vallen naar mijn idee onder deze voorbeelden.

36. Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130, p. 63-64 en Market Abuse Regulation-Guidelines Delay in the disclosure of inside information d.d. 20 oktober 2016, ESMA/2016/1478, p. 4 onder 8.

37. Overigens valt op dat de AFM niet duidelijk het onderscheid maakt tussen de voorbeelden van rechtmatig uitstel onder a) en b) zoals opgenomen in het Final Report Guidelines, zie AFM, ‘Openbaarmaking van voorwetenschap’, juni 2016, p. 13.

In overweging 50 van de Verordening marktmisbruik worden ook de lopende onderhandelingen genoemd, namelijk sub a. In de tweede volzin van overweging 50 sub a wordt vervolgens aangegeven:

“In het bijzonder wanneer de financiële levensvatbaarheid van de uitgevende instelling in ernstig en imminent gevaar is, zij het niet in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving, 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 uitgevende instelling op lange termijn erdoor in het gedrang zou worden gebracht.”

Voor de volledigheid wordt opgemerkt dat er sprake is van verschil tussen de tekst van art. 50 Verordening marktmisbruik en de Guidelines. In overweging 50 worden de onderhandelingen wel op een lijn gebracht met de insolventiewetgeving en de belangen van (potentiële) aandeelhouders. Met de aangepaste tekst van de Guidelines, waarin ook herstructurering en reorganisatie zijn toegevoegd, zijn de onderhandelingen in het kader van de stille voorbereidingsfase meer onder de genoemde voorbeelden te brengen waardoor het argument dat deze valt onder een rechtmatig belang van uitstel sterker is geworden. Op basis van het vorenstaande kom ik tot de conclusie dat de aanwijzing een rechtmatig belang voor uitstel van publicatie op kan leveren op basis van de eerste categorie, omdat dit in het belang kan zijn van de uitkomst van gevoerde onderhandelingen. Voor de volledigheid zal ook de tweede categorie zoals genoemd in de Guidelines worden besproken.

Ernstig en imminent gevaar

Uitstel van publicatie zal volgens de Guidelines 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’* dient de vraag gesteld te worden of de stille voorbereidingsfase wel (ook) onder deze categorie kan worden gebracht, te meer daar de stille voorbereidingsfase niet zozeer is gericht op het herstel van de beursvennootschap (*‘aimed to ensure 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 in de totstandkomingsgeschiedenis van deze bepaling. Het is dan ook niet duidelijk wat hiermee precies wordt bedoeld. Gewezen zou kunnen 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 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 op dat moment niet relevant meer is.

Hurenkamp/Rutten stellen zich evenwel op het standpunt dat ervan moet worden uitgegaan dat de aanwijzing van de beoogd curator onderdeel uitmaakt van de insolventiewetgeving. Naar hun mening is de tweede categorie dan ook niet van toepassing bij de aanwijzing van een beoogd curator.³⁸ Mijns inziens bestaat er in dit verband wel degelijk een verschil tussen de figuur van de aanwijzing in stilte van de beoogd curator uit art. 363 Fw e.v. en de figuur van faillissement en surseance van betaling. Laatstgenoemde procedures betreffen *openbare* procedures in het kader waarvan volgens de Europese wetgever uitstel van publicatie over het voeren van onderhandelingen kennelijk niet te rechtvaardigen is. Overweging 50 (waarin is gesteld dat uitstel mogelijk is indien er onderhandelingen plaatsvinden mits niet in het kader van de toepasselijke insolventiewetgeving) en art. 17 Verordening marktmisbruik bepalen dan dat in dergelijke (openbare) procedures niet mag worden afgezien van publicatie van dergelijke onderhandelingen. Dat past ook bij de aard van de voor de gezamenlijke crediteuren geopende openbare procedure. Dit is anders bij de aanwijzing van de beoogd curator. De rechtbank maakt bij de beoordeling van het verzoek een belangenafweging: het verzoek wordt in een dergelijk geval getoetst of de aanwijzing meerwaarde heeft voor de gezamenlijke crediteuren. In de herziene Insolventieverordening ('IVO II'),³⁹ die na 26 juni 2017 van toepassing is, is het materiële toepassingsgebied van de Insolventieverordening gewijzigd. Uit art. 1 lid 1 IVO II blijkt dat het materiële toepassingsgebied 'openbare collectieve procedures' omvat en dat daaronder ook pre-insolventieprocedures kunnen vallen. De rechtsfiguur van de aanwijzing van de beoogd curator zal volgens de considerans niet onder dit toepassingsgebied vallen. In de considerans is namelijk gesteld dat 'vertrouwelijke insolventieprocedures' buiten het toepassingsgebied van IVO II vallen.⁴⁰ Dus ook de aangepaste Europese insolventiewetgeving ondersteunt de

38. J.R. Hurenkamp en K. Rutten, 'Reactie naar aanleiding van TvI 2016/14', TvI 2016/23, p. 163.

39. Verordening (EU) 2015/848 van 20 mei 2015 betreffende insolventieprocedures (herschikking) (PbEU 2015, L 141/19).

40. Considerans IVO II, nr. 12 en 13 en S. van Dongen, 'De herziene Insolventieverordening', FIP 2016/215.

stelling dat vertrouwelijke insolventieprocedures niet onder de (Europese) insolventiewetgeving vallen.

Aangezien onduidelijkheid kan bestaan of de (indiening van het verzoek tot) aanwijzing van de beoogd curator valt onder de insolventiewetgeving zou deze onzekerheid kunnen worden voorgelegd aan de AFM zodat deze voor de praktijk duidelijkheid kan verschaffen.

Ten slotte kan worden gewezen op de Richtlijn herstel en afwikkeling van banken en beleggingsondernemingen.⁴¹ In art. 39 BRRD is bepaald:

“Elke openbaarmaking van de verkoop van de instelling of entiteit als bedoeld in artikel 1, onder b), c) of d), van deze richtlijn die normaliter op grond van artikel 17, lid 1, van Verordening (EU) nr. 596/2014 zou zijn voorgeschreven, mag overeenkomstig artikel 17, lid 4 of 5, van die verordening worden uitgesteld.”

In de memorie van toelichting behorende bij het wetsvoorstel dat strekt tot implementatie van BRRD is met betrekking tot art. 3A:29 dat art. 39 BRRD implementeert onder meer het volgende opgenomen:

“Normaliter zou voorwetenschap openbaar moeten worden gemaakt op grond van artikel 17, eerste lid, van de Verordening marktmisbruik. Het vooraf publiceren van een voorgenomen overgang van de entiteit in afwikkeling zou het bereiken van de doelen van dat afwikkelinstrument echter kunnen bemoeilijken of zelfs frustreren. Daarom is in artikel 39, tweede lid, laatste alinea, van de richtlijn bepaald dat de verkoop van de onderneming die normaliter op grond van artikel 17, eerste lid, van de Verordening marktmisbruik zou zijn voorgeschreven, mag worden uitgesteld overeenkomstig artikel 17, vierde of vijfde lid, van die verordening.”⁴²

Ook deze Europese regelgeving geeft aan dat de aanwijzing van een beoogd curator van een beursvennootschap moet (kunnen) vallen onder de uitstelmogelijkheden van de Verordening marktmisbruik.

41. Richtlijn nr. 2014/59/EU van het Europees parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende de totstandbrenging van een kader voor het herstel en de afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen en tot wijziging van Richtlijn 82/891/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU en 2013/36/EU en de Verordeningen (EU) nr. 1093/2010 en (EU) nr. 648/2012, van het Europees parlement en de Raad (PbEU 2014, L 173), hierna: ‘BRRD’ (Bank Recovery and Resolution Directive).

42. Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II* 2015/15, 34 208, nr. 3, p. 96.

Niet limitatief

De conclusie van Hurenkamp/Rutten dat om de hiervoor genoemde reden het Europese recht in de weg staat aan een aanwijzing van een beoogd curator bij een beursvennootschap is echter naar mijn mening ook om een andere reden onjuist. De lijst van voorbeelden van rechtmatig belang is namelijk niet limitatief. De Guidelines bepalen:

“52. It should be highlighted that such a list of legitimate interest of the issuer that are likely to be prejudiced by immediate disclosure of the inside information is not meant to be exhaustive and there may be other situations where issuers have legitimate interests. However, it should be borne in mind that the possibility to delay the disclosure of inside information as per Article 17(4) of MAR represents the exception to the general rule of disclosure to be made as soon as possible according to Article 17(1) of MAR, and therefore should be narrowly interpreted.

53. The list is also 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 each situation, including those listed in these guidelines, should be assessed on a case by case basis.”⁴³

De beursvennootschap zal naar mijn mening dan ook een rechtmatig belang hebben bij uitstel van publicatie van het feit dat er een stille voorbereidingsfase is. Immers, de toegevoegde waarde van de stille voorbereidingsfase wordt bepaald door het feit dat deze in stilte plaatsvindt. Daarbij is (per definitie) door de rechtbank, bij de beoordeling van het verzoek om aanwijzing van een beoogd curator, rekening gehouden met de belangen van derden, waaronder de (potentiële) aandeelhouders. 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. Naar mijn mening wordt het beroep op een rechtmatig belang bij de (indiening van een verzoek tot) aanwijzing van een beoogd curator dan ook niet onmogelijk gemaakt door het bepaalde in overweging 50 en art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik. Voor de praktijk zou het wel zinvol zijn indien in de huidige (Europese) regelgeving, net als in art. 39 BRRD, expliciet wordt opgenomen dat er bij een (het verzoek tot) aanwijzing van een beoogd curator, danwel bij een vertrouwelijke pre-insol-

43. Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130, p. 14; Market Abuse Regulation- Delay in the disclosure of inside information d.d. 20 oktober 2016, ESMA/2016/1478, p. 4 onder 8.

ventieprocedure sprake is van een rechtmatig belang tot uitstel van publicatie gelet op het in de nationale wetgeving erkende belang bij de stilte rond de aanwijzing. Een dergelijke bepaling is in lijn met de huidige (ontwikkeling in andere) Europese regelgeving. Daarbij kan ten slotte ook gewezen worden op recente voorstellen van de Europese Commissie om te komen tot maatregelen ter bevordering van tijdige herstructurering.⁴⁴ De Europese Commissie beoogt dat ondernemers als gevolg van deze richtlijn in staat worden gesteld hun onderneming door te starten. Hoewel deze richtlijn uiteraard beoogt een herstructurering buiten faillissement mogelijk te maken past de erkenning van de mogelijkheid van de pre-pack bij een beursvennootschap, als gevolg waarvan een doorstart kan worden voorbereid met behoud van (een gedeelte van de) werkgelegenheid, binnen de doelstelling van deze richtlijn.

2.6 Geen misleiding van het publiek

De Guidelines van ESMA zijn na 3 juli 2016 bepalend voor de uitleg van het begrip ‘misleiding van het publiek’. Op grond van de Guidelines is misleiding in de volgende situaties te duchten:

- “a) the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is materially different from the previous public announcement of the issuer on the matter to which the inside information refers to: or*
- b) the inside information whose disclosure the issuer intends to delay regards the fact that the issuer’s financial objectives are not likely to be met, where such objectives were previously announced: or;*
- c) the inside information whose disclosure the issuer intends to delay is in contrast with the market’s expectations, where such expectations are based on signals that the issuer has previously sent to the market, such as interviews, roadshows or any other type of communication organized by the issuer or with its approval.”⁴⁵*

Om te beoordelen of uitstel mogelijk is bij een stille voorbereidingsfase dient te worden onderzocht of uitstel van deze informatie niet tot misleiding aanleiding

44. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on preventive restructuring frameworks, second chance and measures to increase the efficiency of restructuring, insolvency and discharge procedures and amending Directive 2012/30/EU d.d. 22 november 2016, COM(2016) 723 final.

45. Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130, p. 64 sub 95 en Market Abuse Regulation- Delay in the disclosure of inside information d.d. 20 oktober 2016, ESMA/2016/1478, p. 5 onder 9.

kan geven. Misleiding ten tijde van de stille voorbereidingsfase is 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 beursvennootschap 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 openbaarmaking van voorwetenschap 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.⁴⁶ 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 (en daarmee schade voor de stakeholders) zoveel mogelijk te voorkomen.

Op basis van de Guidelines zal de misleiding vrijwel altijd ongeoorloofd worden geacht indien de verwachtingen van de markt als gevolg van eerder gedane mededelingen onjuist zijn.⁴⁷ 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 voorwetenschap 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

46. Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II* 2014/15, 34 218, nr. 3, p. 18 en p. 53; Nota naar aanleiding van het verslag, *Kamerstukken II* 2015/16, 34 218, nr. 6, p. 8.

47. Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130, p. 64 sub 95 onder c en Market Abuse Regulation- Delay in the disclosure of inside information d.d. 20 oktober 2016, ESMA/2016/1478, p. 5 onder 9.

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.⁴⁸ In het geval van een aanwijzing van een beoogd curator is sprake van een geoorloofd (na inwerkingtreding van WCO I: 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. Ook Hurenkamp/Rutten zijn van mening dat bij een stille voorbereidingsfase van te duchten misleiding als doel op zich geen sprake is, *‘mits de beursvennootschap tijdens die periode of daaraan voorafgaand geen geruststellende berichten verspreidt die haaks staan op de slechte vooruitzichten van de vennootschap of berichten verspreidt waarin een reorganisatie of het lopen van onderhandelingen over een overname ontkent.’*⁴⁹ Zij stellen voorts terecht, dat, indien er echter concreet geruchten in de markt ontstaan, uitstel van openbaarmaking niet langer gerechtvaardigd is wat met zich brengt dat de stille voorbereidingsfase alsnog openbaar moet worden gemaakt. Het zou voor de praktijk overigens wenselijk zijn indien de Guidelines op dit punt nadrukkelijk ruimte laten voor de hiervoor genoemde situatie en op dit punt worden aangevuld.

2.7 Garantie vertrouwelijkheid

Zelfs indien bij een aanwijzing van een beoogd curator aan de eerste twee vereisten voor uitstel van publicatie van deze voorwetenschap is voldaan kan het niet waarborgen van de vertrouwelijkheid een belemmering vormen voor (het voortzetten van) de stille voorbereidingsfase. 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,⁵⁰ wat ertoe zou kunnen leiden dat de rechtbank bij de aanwijzing bij een beursvennootschap niet overgaat,

48. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 293 e.v. en noot G.T.J. Hoff onder Rb. Rotterdam 8 juli 2009, *JOR* 2009/234 sub 12.

49. J.R. Hurenkamp en K. Rutten, ‘De Pre-pack bij beursvennootschappen: koersgevoelige informatie? Over de spagaat tussen WCO I en art. 5:25i Wft’, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Deventer: Kluwer 2016, p. 256.

50. J.R. Hurenkamp en K. Rutten, ‘De Pre-pack bij beursvennootschappen: koersgevoelige informatie? Over de spagaat tussen WCO I en art. 5:25i Wft’, in: *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2015-2016*, Deventer: Kluwer 2016, p. 257.

respectievelijk kan overgaan, tot het verbinden van de voorwaarde⁵¹ tot overleg met de werknemersvertegenwoordiging. Daarnaast dient er een insiderlijst te zijn van personen die toegang hebben tot voorwetenschap.⁵² Deze lijst moet voortdurend worden bijgewerkt. Er moeten maatregelen getroffen worden om ervoor te zorgen dat de personen op de insiderlijst schriftelijk verklaren op de hoogte te zijn van de wettelijke en regelgevende taken die hun activiteiten met zich brengen, alsook van de sancties die van toepassing zijn op handel met voorwetenschap en het wederrechtelijk meedelen van voorwetenschap.⁵³ De uitgevende instelling dient steeds zodanige maatregelen te nemen waardoor onmiddellijke openbaarmaking mogelijk is.⁵⁴

Maar zelfs als deze regels worden nageleefd door de beursvennootschap dan nog geldt dat achteraf kan worden geoordeeld dat de vertrouwelijkheid (uiteindelijk toch) 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.

Hierna zal worden besproken wat de invloed van de Verordening marktmisbruik is op de werkzaamheden van de beoogd curator.

2.8 *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

51. Op grond van art. 363 lid 4 Fw, omdat het belang van de onderneming zich hiertegen verzet.

52. Zie: Overwegingen 57 en 58 en art. 18 Verordening marktmisbruik; Final Report Guidelines on the Market Abuse Regulation- market soundings and delay of disclosure of inside information, ESMA 2016/1130, p. 10 sub 38 onder e en de hierbij behorende Annex IV – Guidelines for persons receiving market sounding, sub 16.

53. Art. 18 lid 2 Verordening marktmisbruik. Art. 18 lid 3 Verordening marktmisbruik bepaalt welke gegevens de insiderlijst in ieder geval bevat.

54. Zie verder: AFM, 'Opstellen en Verspreiden van persberichten met Voorwetenschap door Uitgevende Instellingen- Best Practices' en Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055 van de Commissie van 29 juni 2016 tot vaststelling van technische uitvoeringsnormen met betrekking tot de technische middelen voor een passende openbaarmaking van voorwetenschap en voor het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap overeenkomstig Verordening (EU) nr. 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad (PbEU 2016, L 173/47). Hieruit blijkt dat de verplichtingen die bij uitstel met betrekking tot de vertrouwelijkheid moeten worden nageleefd veel strikter zijn geworden dan onder de oude regelgeving van art. 5:25i lid 3 sub c Wft.

verschillende verplichtingen om de vertrouwelijkheid te kunnen waarborgen. Deze zijn beschreven in de Guidelines.⁵⁵ Op grond van art. 2:129 lid 1 BW rust op het bestuur van de beursvennootschap de wettelijke verplichting voorwetenschap onverwijld openbaar te maken.⁵⁶ Naar mijn mening brengt de zware verantwoordelijkheid die op grond van WCO I op de beoogd curator zal rusten met zich dat ook de beoogd curator 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. De aanwijzing brengt geen verandering in de beheers- en beschikkingsbevoegdheid van de beursvennootschap.⁵⁷ Het is dan ook, zoals hiervoor aangegeven, de beursvennootschap als eerstverantwoordelijke die moet zorgen dat voldaan wordt aan de hier besproken regelgeving. De beoogd curator kan zich echter niet onttrekken aan een vorm van toezicht op de naleving van deze regels door de beursvennootschap. 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 van deze regels door de beursvennootschap. 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.

De beursvennootschap dient er (samen met de beoogd curator) voor te zorgen dat alle personen die kennisnemen van voorwetenschap schriftelijk hebben verklaard dat men weet dat men beschikt over voorwetenschap, 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.⁵⁸ 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, naar mijn mening tijdens de stille voorbereidingsfase samen met

55. Guidelines for persons receiving market soundings, Annex IV van de Guidelines.

56. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 433.

57. Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II* 2014/15, 34 218, nr. 3, p. 9.

58. Zie art. 18 lid 2 Verordening marktmisbruik.

de beoogd curator, een lijst van insiders op te stellen en bij te houden.⁵⁹ Dit gold voor 3 juli 2016 ook al op grond van art. 5:59 Wft. Er is een vast format voor de insiderlijst.⁶⁰ 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.⁶¹ Uit 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.⁶² Aangezien hiervoor onder paragraaf 2.2 is geconcludeerd dat het simpele feit van de aanwijzing van de beoogd curator kwalificeert als voorwetenschap, 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. Zelfs de rechtbank die de beoogd curator heeft aangewezen dient een dergelijke lijst bij te houden! De AFM beantwoordt de vraag of externe adviseurs van de beursvennootschap zelfstandig een insiderlijst dienen bij te houden namelijk als volgt:

*“Ja, een ieder die namens of voor rekening van de uitgevende instelling optreedt dient zelf een lijst bij te houden met werknemers die kennis kunnen hebben van voorwetenschap. Dit kan de uitgevende instelling niet doen omdat voor haar niet exact inzichtelijk is wie binnen het externe adviesbureau kennis kunnen hebben van voorwetenschap aangaande de uitgevende instelling.”*⁶³

De AFM heeft voorts benadrukt dat de marktmisbruikregels ook gelden voor (medewerkers van) instanties in het publieke domein. Rechtbanken worden door de AFM expliciet genoemd.⁶⁴ De vraag kan worden gesteld wie door de AFM bestraft wordt indien bijvoorbeeld de griffie van de rechtbank geen

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

60. Zie art. 18 lid 3 Verordening marktmisbruik en de Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055.

61. Art. 18 lid 1 en lid 3 Verordening marktmisbruik.

62. 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.

63. AFM, ‘Veel gestelde vragen voor Marktmisbruik-Voorwetenschap’, voor het laatst geraadpleegd via de website van de AFM (www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen) op 7 juni 2016, na 3 juli 2016 niet meer beschikbaar.

64. AFM, ‘Marktmisbruikregels gelden ook voor (medewerkers van) instanties in het publieke domein. Hoe gaat u om met voorwetenschap?’, juni 2016, p. 10.

insiderlijst heeft bijgehouden: de rechtbank of de beursvennootschap? De verplichting tot openbaarmaking rust, zoals hiervoor gesteld, op de beursvennootschap. De insiderlijst dient in de praktijk een groter doel, te weten dat de voorwetenschap alleen onder de pet mag worden gehouden indien de geheimhouding kan worden gewaarborgd. De AFM gebruikt de lijst om te onderzoeken of de geheimhouding is gewaarborgd. Indien er is gelect (waarbij het niet uitmaakt welke partij heeft gelect) zal de beursvennootschap door de AFM worden aangesproken dat zij niet langer aan de voorwaarden voor uitstel van openbaarmaking van voorwetenschap heeft voldaan en direct naar buiten moet treden met het nieuws. Indien de beursvennootschap niet aan de voorwaarden voor uitstel voldoet en de voorwetenschap niet onverwijld openbaar maakt, is dit een ernstige overtreding. Kortom, de primaire verantwoordelijkheid ligt bij de beursvennootschap. Dit betekent echter niet dat er daarnaast in het hiervoor beschreven geval geen gevolgen kunnen zijn voor de rechtbank. Als er gelect is bij de rechtbank betreft dit een overtreding van het tipverbod.⁶⁵ Dat levert een afzonderlijke overtreding op die ook kan leiden tot sancties jegens de betrokken rechtbankmedewerker. In dat geval zal de AFM waarschijnlijk de insiderlijst opvragen bij de rechtbank. Als de lijst van de rechtbank niet compleet is en de rechtbank wordt aangemerkt als een instantie die namens of voor rekening van de vennootschap handelt zou zij zelfstandig kunnen worden aangesproken door de AFM voor het niet volledig bijhouden van de lijst.

In verband met het vorenstaande kan nog wel de vraag worden gesteld of de rechtbank dient te worden beschouwd als ‘instantie die namens of voor rekening van de vennootschap handelt.’ De AFM neemt de rechtbank nadrukkelijk op in haar brochure ‘Marktmisbruikregels gelden ook voor (medewerkers van) instanties in het publieke domein’. Als voorbeeld van voorwetenschap noemt de AFM in deze brochure: een rechtbank doet uitspraak in een belangrijk geschil tussen een onderneming en een uitgevende instelling.⁶⁶ Dit zal mijns inziens dan ook hebben te gelden indien de rechtbank meedeelt aan de beursvennootschap wie zij aanwijst als haar beoogd curator. Die voorwetenschap mag de rechtbankmedewerker vervolgens wel delen in de normale uitoefening van werk, beroep of functie. Hierbij moet de medewerker zich afvragen of het nodig is voor de ontvanger om deze informatie te ontvangen.⁶⁷

65. Het tipverbod was opgenomen in art. 5:57 Wft en sinds 3 juli 2016 in art. 14 aanhef en sub b en c Verordening marktmisbruik.

66. AFM, ‘Marktmisbruikregels gelden ook voor (medewerkers van) instanties in het publieke domein. Hoe gaat u om met voorwetenschap?’, juni 2016, p. 8.

67. AFM, ‘Marktmisbruikregels gelden ook voor (medewerkers van) instanties in het publieke domein. Hoe gaat u om met voorwetenschap?’, juni 2016, p. 9.

De AFM lijkt er dan ook vanuit te gaan dat de rechtbank (bij zo'n handeling) in de zin van deze regelgeving kan handelen namens of voor rekening van de beursvennootschap, wat bij eerste lezing wat vreemd lijkt. Gelet op de op dit moment beschikbare informatie kan worden geconcludeerd dat bij een aanwijzing van een beoogd curator ook de rechtbank moet zorgdragen voor het voldoen aan de verplichtingen zoals in deze paragraaf opgenomen.

Hiervoor zijn de vereisten opgenomen waaraan moet worden voldaan om te zorgen dat de vertrouwelijkheid wordt gewaarborgd door de beursvennootschap in aanwezigheid van de beoogd curator. 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.⁶⁸ Daarnaast is het zeker niet ondenkbaar dat er al voor de aanvang van de stille voorbereidingsfase sprake was van voorwetenschap, bijvoorbeeld indien de kredieten ingrijpend wijzigden,⁶⁹ 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. Mijns inziens dient die informatie dan alsnog (en onmiddellijk) gepubliceerd te worden. Er dient dan ook een persbericht te zijn voorbereid voor het geval voorwetenschap toch wordt gelect tijdens de stille voorbereidingsfase. Indien blijkt dat deze informatie is gelect 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. De beursvennootschap dient schriftelijk vast te leggen op welke wijze aan de voorwaarden voor het uitstel is voldaan. Een afschrift van een dergelijke toelichting dient op verzoek van de AFM te worden verstrekt.⁷⁰

Zodra de stille voorbereidingsfase is geëindigd en het faillissement van de beursvennootschap is uitgesproken zal ook de aangestelde curator geconfronteerd worden met de specifieke bepalingen die gelden voor de beursvennootschap. Deze worden in het hiernavolgende hoofdstuk besproken.

68. Art. 17 lid 7 Verordening marktmisbruik.

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

70. Art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik en hoofdstuk 3 van de Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation en Uitvoeringsverordening (EU) 2016/1055.

3. Het faillissement van de beursvennootschap

Inleiding

Beursvennootschappen dienen aan verschillende verplichtingen te voldoen op het gebied van openbaarmaking en informatieverstrekking. In dit hoofdstuk zal worden besproken wat de mogelijke consequenties van deze regelgeving zijn voor de curator. Dient hij deze regels op het gebied van openbaarmaking en informatieverstrekking na te leven, of dient uitsluitend het bestuur van de beursvennootschap voor naleving zorg te dragen? En heeft de curator in dat geval dan nog wel een taak te vervullen? Wat zijn de gevolgen van een faillissement voor de handel in het aandeel van de beursvennootschap? Wat is het karakter van de sancties die kunnen worden opgelegd ingeval van schending van deze regelgeving?

3.1 *Openbaarmaking/Informatieverstrekking*

Hoofdstuk 5.1A Wft bevat regels voor informatievoorziening voor beursvennootschappen. Het betreft de artikelen 5:25a- 5:25w Wft. Art. 5:25i Wft bevat de plicht van een beursvennootschap om voorwetenschap die rechtstreeks op de beursvennootschap betrekking heeft onverwijld algemeen verkrijgbaar te stellen. Deze verplichting is opgenomen in art. 17 Verordening marktmisbruik.⁷¹ Met ingang van 3 juli 2016 is, zoals eerder aangegeven, art. 5:25i Wft komen te vervallen. De overige bepalingen uit deze afdeling zijn nog wel van toepassing, maar uitsluitend 'op uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt en waarvan Nederland lidstaat van herkomst is.'⁷² Het betreft periodieke informatie (3.1.1-3.1.3), incidentele informatie (3.1.4-3.1.5), specifieke informatie (3.1.6-3.1.7), alsmede de regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang (3.1.8).

3.1.1 *Jaarlijkse financiële verslaglegging*

Op grond van het bepaalde in art. 5:25c lid 1 Wft dient de beursvennootschap binnen vier maanden na afloop van het boekjaar haar opgemaakte jaarlijkse financiële verslaggeving algemeen verkrijgbaar te stellen. De beursvennootschap dient haar jaarlijkse financiële verslaglegging gedurende een periode van ten

71. Zie voor een uitvoerige bespreking van dit artikel hiervoor onder hoofdstuk 2.

72. Art. 5:25b lid 1 Wft. Art. 5:25b lid 3 Wft bepaalt dat de bepalingen van hoofdstuk 5.1A.1 Wft niet van toepassing zijn op beleggingsinstellingen waarvan de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald en instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

minste vijf jaar beschikbaar te houden voor het publiek. In art. 5:25c lid 2 Wft is beschreven wat valt te verstaan onder de jaarlijkse financiële verslaglegging.

Dit artikel voorziet in de implementatie van art. 4 van de Richtlijn transparantie.⁷³ In art. 5:25c Wft wordt niet bepaald welk orgaan binnen de beursvennootschap verantwoordelijk is voor het opmaken van de algemeen verkrijgbaar te stellen jaarlijkse financiële verslaglegging. In art. 7 van de Richtlijn transparantie wordt aan de lidstaten de ruimte gegeven te bepalen of de verantwoordelijkheid voor de op te stellen en openbaar te maken informatie berust bij de beursvennootschap zelf, haar leidinggevende, haar toezichthoudend orgaan of haar bestuursorgaan. In de Memorie van Toelichting behorende bij het wetsvoorstel ter implementatie van de Richtlijn transparantie is gesteld dat voor de toedeling van deze verantwoordelijkheid bepalend is op welke wijze de interne verhoudingen van de beursvennootschap zijn vormgegeven. Verwacht mag worden dat het op de beursvennootschap toepasselijke vennootschaps- en rechtspersonenrecht die vormgeving regelt zodat in art. 5:25c Wft kan worden afgezien van een bepaling waaruit blijkt op welk orgaan de verplichtingen rusten. Bij een naamloze vennootschap rust de verantwoordelijkheid voor het opmaken van de jaarrekening ex art. 2:101 BW op het bestuur van de vennootschap. De bepaling van art. 5:25c Wft doet daaraan niets af. Kortom, het is het bestuur van de vennootschap dat moet zorgdragen voor de nakoming van deze verplichting.⁷⁴

3.1.2 Verklaringen omtrent jaarlijkse financiële verslaggeving

Op grond van het bepaalde in art. 5:25c lid 2 onder c Wft dienen de als ter zake verantwoordelijke aangewezen personen verklaringen af te geven:

“dat, voor zover hun bekend,

1^e de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de activa, passiva, de financiële positie en de winst of het verlies en de gezamenlijk in de consolidatie opgenomen ondernemingen; en

73. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEU L 390) (Stb 2008,476), hierna: ‘Richtlijn transparantie’.

74. C.J.C. de Brauw, ‘Informatievoorziening door uitgevende instellingen’, p. 626-628 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*, Kluwer: Deventer 2010.

2^e het jaarverslag een getrouw beeld geeft omtrent de toestand op de balansdatum, de gang van zaken gedurende het boekjaar van de uitgevende instelling en van de met haar verbonden ondernemingen waarvan de gegevens in haar jaarrekening zijn opgenomen en dat in het jaarverslag de wezenlijke risico's waarmee de uitgevende instelling wordt geconfronteerd, zijn beschreven."

Het is niet nader bepaald in de Richtlijn transparantie, wet of parlementaire geschiedenis welk orgaan moet zorgdragen voor deze verklaringen. In de literatuur zijn verschillende opvattingen verdedigd.⁷⁵ Er zijn auteurs die menen dat deze verplichting uitsluitend rust op het bestuur van de beursvennootschap en er zijn auteurs die van mening zijn dat naast de bestuurders ook commissarissen de verklaringen, of een deel daarvan, moeten afgeven.⁷⁶

3.1.3 Tussentijdse verklaringen van art. 5:25e Wft

Beursvennootschappen zijn op grond van art. 5:25e lid 1 Wft verplicht tussentijds (kwartaal)verklaringen af te leggen. De verklaring dient te worden afgelegd in een periode gelegen tussen tien weken na aanvang en zes weken voor het einde van de desbetreffende periode. In de praktijk kunnen deze verklaringen in het eerste en het derde kwartaal worden gepubliceerd. Het kan echter ook in het tweede, respectievelijk vierde kwartaal. De in dit artikel genoemde verklaring wordt ook wel 'kwartaalbericht' genoemd. Art. 6 lid 1 van de Richtlijn transparantie bepaalt dat een verklaring moet worden afgegeven door het bestuursorgaan. Hoewel wet, noch parlementaire geschiedenis, expliciet vermelden welk orgaan is belast met de publicatie van de tussentijdse kwartaalverklaring gaan de meeste auteurs ervan uit dat het gaat om het bestuur van de beursvennootschap.⁷⁷ Art. 5:25e lid 2 Wft geeft een algemene beschrijving van de inhoud van de tussentijdse verklaring. Deze moet een toelichting bevatten van belangrijke gebeurtenissen en transacties die in de voorafgaande periode vanaf het begin van het betreffende (half) jaar hebben plaatsgevonden, alsmede de gevolgen hiervan voor de beursvennootschap en de

75. C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 628 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*, Kluwer: Deventer 2010.

76. Zie hiervoor: C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 628-632 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*, Kluwer: Deventer 2010.

77. C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 634-635 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*, Kluwer: Deventer 2010.

De koers van de curator van een beursvennootschap

door haar gecontroleerde ondernemingen.⁷⁸ Voorts dient de verklaring een algemene beschrijving te omvatten van de financiële positie en de prestaties van de beursvennootschap en de door haar gecontroleerde ondernemingen tijdens die periode.⁷⁹

3.1.4 *Wijziging van rechten*

Art. 5:25h Wft betreft de implementatie van art. 16 van de Richtlijn transparantie. Op grond van art. 5:25h Wft dient de beursvennootschap bepaalde informatie algemeen verkrijgbaar te stellen bij wijziging van rechten die aan de beursvennootschap uitgegeven effecten zijn verbonden. Het gaat dan om wijziging in rechten die aan aandelen van een bepaalde klasse zijn verbonden. Op grond van art. 5:25h lid 2 Wft dient ook onverwijld informatie te worden verstrekt over wijzigingen in de rechten van effecten die geen aandelen zijn. Gedacht kan worden aan wijzigingen die voortvloeien uit een aanpassing in leningsvoorwaarden of rentevoeten als bedoeld in art. 16 lid 2 Richtlijn transparantie.⁸⁰

3.1.5 *Voorwetenschap*

Op grond van art. 17 Verordening marktmisbruik dient de beursvennootschap voorwetenschap die rechtstreeks betrekking heeft op de beursvennootschap zo snel mogelijk openbaar te maken op een zodanige wijze dat deze snel toegankelijk is en volledig, op correcte wijze en tijdig kan worden beoordeeld door het publiek. Verwezen wordt naar hetgeen hiervoor in de paragrafen 2.2-2.8 is vermeld. Daarin is onder meer uitvoerig besproken dat de beursvennootschap de openbaarmaking van voorwetenschap kan uitstellen. Daarvoor dient een rechtmatig belang te zijn. Uitstel mag niet leiden tot misleiding en de vertrouwelijkheid van de niet openbaargemaakte voorwetenschap dient te worden gewaarborgd. De beursvennootschap is zelf verantwoordelijk voor de openbaarmaking van voorwetenschap. Op grond van art. 2:129 lid 1 BW rust de wettelijke verplichting voorwetenschap onverwijld openbaar te maken op het bestuur. Volgens Hoff wordt dit niet anders indien aan de beursvennootschap surseance van betaling is verleend of deze in staat van faillissement is

78. Art. 5:25 e lid 2 sub a Wft.

79. Art. 5:25 e lid 2 sub b Wft.

80. C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 645-646 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*, Kluwer: Deventer 2010.

verklaard.⁸¹ Hoff geeft verder aan dat het tot de taak van de raad van commissarissen behoort er op toe te zien dat het bestuur zijn taak om zorg te dragen dat de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie alsmede tot het instellen en handhaven van hierop betrekking hebbende interne procedures op verantwoorde wijze vervult.⁸²

3.1.6 *Informatie voor aandeelhouders*

Op grond van art. 5:25k lid 1 Wft dient de beursvennootschap aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze te behandelen bij het geven van informatie en bij het doorberekenen van daarmee gepaard gaande kosten. Met deze bepaling is art. 17 lid 1 van de Richtlijn transparantie geïmplementeerd. Deze verplichting geldt naast de algemene vennootschapsrechtelijke verplichting ex art. 2:92 lid 2 BW om aandeelhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden op dezelfde wijze te behandelen.⁸³ Dit laatste gebod is breder dan het gebod van art. 5:25k lid 1 Wft. Het vennootschapsrechtelijke gebod is niet slechts beperkt tot gelijke behandeling bij de informatieverstrekking maar ziet tevens op gelijke behandeling ten aanzien van andere rechten van aandeelhouders.⁸⁴

Op basis van art. 5:25ka Wft dient de beursvennootschap haar aandeelhouders uiterlijk op de 42^{ste} dag voor de dag van de algemene vergadering via haar website te informeren over de oproeping tot de algemene vergadering en de overige in dit artikel genoemde informatie.

3.1.7 *Informatie voor obligatiehouders*

Art. 5:25l Wft kent een met art. 5:25k Wft vergelijkbare verplichting tot het verstrekken van informatie van de beursvennootschap met betrekking tot obliga-

81. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 433.

82. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 434 en art. 2:140 lid 2 BW.

83. C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 660 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*, Kluwer: Deventer 2010.

84. C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 662 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*, Kluwer: Deventer 2010.

tiehouders. Dit artikel betreft de implementatie van art. 18 van de Richtlijn transparantie. Er is een aantal afwijkingen ten opzichte van art. 5:25k Wft.⁸⁵

3.1.8 *Regels voor melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang*

Hoofdstuk 5.3 Wft bevat ter uitvoering van de Richtlijn transparantie regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in beursvennootschappen. Het betreft onder meer de volgende meldingsplichten⁸⁶:

1. de noemergegevens (het geplaatste kapitaal, de aandelen waarin dit kapitaal is verdeeld en de stemmen die daarop kunnen worden uitgebracht) van de beursvennootschap zijn nodig voor het op juiste wijze kunnen doen van meldingen door aandeelhouders;
2. de beursvennootschap dient elke wijziging van haar kapitaal onverwijld aan de AFM te melden als het kapitaal ten opzichte van de vorige melding met 1% of meer is gewijzigd⁸⁷;
3. de beursvennootschap kan volstaan met een periodieke totaal melding per kalenderkwartaal wanneer de wijzigingen gezamenlijk minder dan 1% van het kapitaal in een kwartaal beslaan. Bij een periodieke totaal melding hoeft alleen maar het totaal van de wijzigingen gemeld te worden en niet iedere individuele wijziging;
4. ook andere wijzigingen (zoals uitkering van stockdividenden en de uitoefening van optie -of conversierechten) moeten ook periodiek gemeld worden;
5. wijzigingen in de stemmen die zijn verbonden aan de door haar uitgegeven aandelen (bijvoorbeeld het invoeren, wijzigen of afschaffen van statutaire stemrechtbeperkingen) dienen te worden gemeld⁸⁸;
6. indien zich wijzigingen die 1% of meer bedragen van het kapitaal voordoen in de met medewerking van de beursvennootschap uitgegeven certificaten, dan moet dit ook onverwijld gemeld worden door de beursvennootschap;
7. op de beursvennootschap rust de plicht om onverwijld te melden dat een bestuurder of commissaris niet langer in dienst is bij de uitgevende instelling;

85. Zie hiervoor: C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 667 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*, Kluwer: Deventer 2010.

86. Zie AFM, 'Leidraad voor Uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen', juni 2016, p. 11-15.

87. Art. 5:34 Wft.

88. Art. 5:35 Wft.

8. op basis van de artikelen 5:25b en 5:25h Wft dient een beursvennootschap onverwijld informatie omtrent wijzigingen in de rechten die aan door haar uitgegeven aandelen van een bepaalde klasse zijn verbonden en wijzigingen in de op door de beursvennootschap uitgegeven rechten op het verwerven van aandelen algemeen verkrijgbaar te stellen. Hierbij kan het gaan om wijzigingen in statutaire rechten, wijzigingen door omruiling of conversie en wijzigingen in administratievoorwaarden.

Bestuurders en commissarissen van de beursvennootschap hebben op grond van art. 5:48 Wft eveneens een meldingsplicht. Binnen twee weken na de aanwijzing of benoeming als bestuurder of commissaris dienen zij hun aandelen en stemmen in de beursvennootschap en de gelieerde instelling(en) aan de AFM te melden. Daarnaast dient iedere wijziging in de aandelen en stemmen in de beursvennootschap en de gelieerde instelling waarover de bestuurder of commissaris beschikt onverwijld te worden gemeld.

Op grond van art. 2:393 lid 1 BW dient de beursvennootschap de AFM tevens te melden wie zij heeft aangewezen als accountant voor het onderzoek van de jaarrekening.

Voor meldingen onder de Wft geldt dat de meldingsplicht ontstaat op het tijdstip dat de beursvennootschap of de bestuurder of commissaris weet of behoort te weten dat zich een wijziging in haar kapitaal respectievelijk in zijn aandelen of stemmen voordoet.⁸⁹

3.1.9 Voor wie en wanneer gelden de verplichtingen?

Voor wie?

Nederlandse beursvennootschappen waarvan *aandelen* zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam dienen te voldoen aan alle periodieke informatieverplichtingen, derhalve de jaarlijkse financiële verslaglegging, tussentijdse verklaringen van art. 5:25e Wft en het jaarlijkse informatiedocument en aan de verplichtingen met betrekking tot informatie over de wijziging van rechten van aandelen ex art. 5:25h lid 1 Wft, voorwetenschap, informatie voor aandeelhouders op grond van art. 5:25k Wft en art. 5:25ka Wft en informatie omtrent statutenwijzigingen en de vastgestelde jaarrekening.

Nederlandse beursvennootschappen waarvan *obligaties* met een nominale waarde per eenheid van minder dan € 50.000 zijn toegelaten tot de handel op

89. AFM, 'Leidraad voor Uitgevende instellingen, bestuurders en commissarissen', juni 2016, p. 10.

De koers van de curator van een beursvennootschap

Euronext Amsterdam dienen te voldoen aan drie van de vier periodieke informatieverplichtingen, te weten de jaarlijkse financiële verslaglegging, de halfjaarlijkse financiële verslaglegging en het jaarlijkse informatiedocument en zij dienen informatie over de wijziging van rechten van obligaties op grond van art. 5:25h lid 2 Wft, voorwetenschap, informatie voor obligatiehouders op grond van art. 5:25l Wft en informatie omtrent statutenwijzigingen en de vastgestelde jaarrekening te verschaffen.

Nederlandse beursvennootschappen waarvan alleen *obligaties of andere effecten* zonder aandelenkarakter met een nominale waarde van meer dan € 50.000 zijn toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam behoeven alleen te voldoen aan de informatieverplichtingen over de wijziging van rechten van obligaties op grond van art. 5:25h lid 2 Wft, voorwetenschap, informatie voor obligatiehouders op grond van art. 5:25l Wft, statutenwijziging en de vastgestelde jaarrekening.⁹⁰

Wanneer?

De verplichtingen van hoofdstuk 5.1A Wft gelden voor de hiervoor genoemde beursvennootschappen vanaf het moment dat zij effecten hebben doen toelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Een uitzondering hierop vormen de regels ten aanzien van de openbaarmaking van voorwetenschap. Deze gelden reeds vanaf het moment dat verzocht is om toelating tot de handel van de betreffende financiële instrumenten. De in hoofdstuk 5.1A Wft opgenomen verplichtingen blijven van toepassing totdat de effecten niet meer zijn toegelaten tot de handel. Indien er geen sprake meer is van toelating tot de handel zijn de verplichtingen in het algemeen met onmiddellijke ingang niet meer van toepassing. Immers, de werkingssfeer van de betreffende bepaling heeft nu eenmaal betrekking op instellingen waarvan de effecten beursgenoteerd zijn. Kortom, op het moment van beëindiging van de beursnotering eindigt de toepassing van hoofdstuk 5.1A Wft. Overige verplichtingen van een beursvennootschap blijven van toepassing indien dat volgens de betreffende bepalingen geldt. Een uitgevende instelling waarvan de effecten niet meer zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt zal de jaarlijkse financiële verslaglegging nog steeds moeten opmaken en openbaar maken. Op grond van art. 2:101 BW zal na 'delisting' een Nederlandse naamloze vennootschap binnen vijf maanden na het einde van het boekjaar de jaarrekening moeten opmaken in plaats van binnen vier maanden en zal zij op grond

90. Zie: C.J.C. de Brauw, 'Informatievoorziening door uitgevende instellingen', p. 623 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*, Kluwer: Deventer 2010.

van art. 2:394 lid 1 BW de jaarstukken weer rechtstreeks, dus niet langer via de AFM, bij het handelsregister moeten deponeren.⁹¹

Voor de meldingen op grond van hoofdstuk 5.3 Wft geldt dat deze gelden voor de beursvennootschap en bij de meldingen ex art. 5:48 Wft geldt dat deze dienen te worden gedaan door de betreffende bestuurder of commissaris.

3.2 *Handel en sancties*

Algemeen

Op de handel in aandelen van beursvennootschappen op gereguleerde markten (zoals de Euronext Amsterdam) is, zoals hiervoor beschreven, sinds 3 juli 2016 de Verordening marktmisbruik van toepassing.⁹² Deze verordening voorziet in gemeenschappelijke regels inzake ‘handel met voorwetenschap, wederrechtelijke mededeling van voorwetenschap en marktmanipulatie, ten einde de integriteit van de financiële markten in de Unie te waarborgen en de bescherming van beleggers en hun vertrouwen in die markten te versterken.’⁹³ Uit de Verordening vloeit een aantal verplichtingen voor beursvennootschappen voort, waaronder de verplichting ex art. 17 Verordening marktmisbruik voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken. De verplichting van openbaarmaking van voorwetenschap is van wezenlijk belang om handel met voorwetenschap te vermijden en ervoor te zorgen dat beleggers niet worden misleid.⁹⁴

Met de opschorting van de handel in aandelen van een beursvennootschap wordt hetzelfde doel beoogd. Ingevolge art. 5:32h Wft jo. art. 23 lid 2 onder j Verordening marktmisbruik is de AFM bevoegd de handel in een aandeel op te schorten. Zij kan dit uit eigen initiatief doen of op verzoek van de betrokken beursvennootschap. In de praktijk kiest de AFM of de beursvennootschap hiervoor wanneer de beursvennootschap op het punt staat nieuws te publiceren dat van invloed kan zijn op het koersverloop.⁹⁵ De opschorting van de handel heeft als effect dat de aandeelhouders geattendeerd worden op het feit dat er op

91. C.J.C. de Brauw, ‘Informatievoorziening door uitgevende instellingen’, p. 625 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*, Kluwer: Deventer 2010 en G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 204.

92. Art. 2 Verordening marktmisbruik.

93. Art. 1 Verordening marktmisbruik.

94. Overweging 49 Verordening marktmisbruik.

95. Zie ter illustratie een aantal gevallen waarbij de beursvennootschap, dan wel de AFM zelf, uit ‘voorzorg’ de handel in aandelen stil liet leggen: L. Klompenhouwer, ‘AFM laat handel

korte termijn belangrijke voorwetenschap beschikbaar zal komen. Bovendien ontnemt de opschorting de mogelijkheid voor de aandeelhouder die reeds op de hoogte is van voorwetenschap daarmee te handelen. Handelen in het aandeel is immers door de opschorting niet meer mogelijk.

De beursvennootschap mag op grond van art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik besluiten de openbaarmaking van de voorwetenschap uit stellen, mits zij voldoet aan de in dat artikel gestelde cumulatieve eisen, die hiervoor reeds zijn beschreven in hoofdstuk 2 en onder 3.1.5.

Op de vennootschap die beursgenoteerd is aan Euronext Amsterdam (AEX, AMX of ASX) zijn de regels van het 'Euronext Rule Book I' (hierna 'ERBI') tevens van toepassing. Een dergelijke vennootschap is verplicht een melding te maken van zijn faillissement aan Euronext Amsterdam.⁹⁶ Euronext Amsterdam is, naast de AFM, op grond van art. 2802/1 ERBI bevoegd de handel in aandelen van de desbetreffende failliete vennootschap op te schorten.

Faillissement

Op grond van art. 2 Verordening marktmisbruik gelden de verplichtingen die voortvloeien uit deze verordening zolang de betreffende beursvennootschap beursgenoteerd is. De faillietverklaring van de beursvennootschap heeft niet automatisch tot gevolg dat het aandeel van die vennootschap van de beurs wordt gehaald. De Verordening marktmisbruik zal dus onverkort blijven gelden voor een failliet verklaarde vennootschap die nog steeds beursgenoteerd is. Ook de verplichting tot openbaarmaking van voorwetenschap blijft dus gelden. Deze verplichting blijft bij de organen van de vennootschap.⁹⁷

Een aan Euronext Amsterdam genoteerde vennootschap is op grond van de regels van Euronext Amsterdam verplicht om, zodra er een faillissementsaanvraag is gedaan, hiervan melding te maken bij Euronext Amsterdam (art. 2401

in aandelen Imtech stilleggen', *nrc.nl* 13 augustus 2015, <https://www.nrc.nl/nieuws/2015/08/13/afm-legt-handel-in-imtech-stil-a1414017>; H. Snyders, 'Directeur duurzame investeerder stapt op, AFM legt handel stil', *Het Financieele Dagblad* 25 april 2016, <http://fd.nl/ondernemen/1149385/directeur-new-sources-energy-opgestapt-afm-schort-handel-in-nse-op>; *Het Parool*, 'AFM legt handel in aandelen Swedish Automobile stil', 12 december 2011, <http://www.parool.nl/binnenland/afm-legt-handel-in-aandelen-swedish-automobile-stil~a3073600/>; *De Volkskrant*, 'AFM legt handel Exact stil', 14 januari 2008, <http://www.volkskrant.nl/economie/afm-legt-handel-exact-stil~a949396/>.

96. Art. 2401 lid viii Euronext Rule Book I.

97. Asser/Maeijer 2-III, Deventer: Kluwer 2000, nr. 557: 'Voor het overige blijven de vennootschappelijke organen functioneren volgens de bepalingen van de wet en de statuten' en G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 433 en hiervoor onder 4.1.9.

(iii) Euronext Rule Book I). Daarbij geldt dat Euronext Amsterdam geen in de wet geregelde geheimhoudingsplicht heeft. Zij dient wel interne integriteitsregels te hebben. In de Rule Books zijn enige artikelen aan geheimhouding gewijd, maar die lijken op een onderzoekssituatie te zien. De algemene regels zijn dan ook van toepassing indien Euronext Amsterdam wordt ingelicht over een faillissementsaanvraag van een beursvennootschap, zoals het tipverbod en het verbod van insider dealing.

De verplichting tot het informeren van Euronext Amsterdam over een faillissementsaanvraag geldt, gelet op de eerdere constatering dat de informatieverplichtingen blijven rusten op (het bestuur van) de vennootschap, niet als een verplichting van de curator. Op grond van art. 2802/1 Euronext Rule Book I kan Euronext Amsterdam besluiten naar aanleiding van het aanstellen van een curator het recht van de beursvennootschap op het verhandelen van haar aandelen tijdelijk op te schorten of te beëindigen. Euronext Amsterdam is hiertoe niet verplicht en houdt bij het nemen van een dergelijk besluit rekening met de mate van de duurzaamheid en de ernst van de gebeurtenis (art. 2802/2 Euronext Rule Book I).

Een faillissement betekent dan ook niet per definitie het einde van de beursnotering aan Euronext Amsterdam. Er is op de beurs een apart ‘gedeelte’ waarin Euronext Amsterdam vennootschappen die in financiële problemen verkeren, plaatst. Door de verplaatsing van de aandelenhandel naar deze zogenaamde *Recovery Box* worden de beleggers gewaarschuwd voor het feit dat het financieel niet goed gaat met een onderneming. Zo werden de aandelen van Royal Imtech, aan wie op 11 augustus 2015 voorlopig surseance van betaling was verleend, op 12 augustus 2015 verplaatst naar de *Recovery Box*. Vervolgens ging de handel in aandelen in Royal Imtech in de *Recovery Box* verder. Toen op 13 augustus 2015 het faillissement van Royal Imtech werd uitgesproken, legde de AFM de handel stil in afwachting van een persverklaring. Nadat deze was ontvangen werd de handel weer geopend. Meestal wordt de beurshandel in aandelen van failliete bedrijven na een bepaalde periode gestaakt, maar er bestaat geen vastgestelde termijn voor. Hoelang de handel na faillissement nog doorgaat hangt af van de afwikkeling van het faillissement. Het is voor te stellen dat de curator het in sommige gevallen verstandig acht te verzoeken de handel in aandelen stil te laten leggen. Dit zal het geval zijn wanneer de vennootschap dreigt haar verplichting tot openbaarmaking van voorwetenschap te verzaken en dat uitstel van deze openbaarmaking op de gronden van art. 17 lid 4 Verordening marktmisbruik niet gelegitimeerd is. Overtreding van deze verplichting kan immers leiden tot (financiële) sancties.

De koers van de curator van een beursvennootschap

Dit lijkt niet verenigbaar met de taak van de curator om een zo hoog mogelijke boedelopbrengst te realiseren.⁹⁸

Hieronder wordt, voorzover kon worden achterhaald, het gevolg van het faillissement van de beursvennootschap voor de handel in aandelen van de in hoofdstuk I genoemde beursvennootschappen vermeld.

DAF

- niet-officiële notatie (van AEX af) op 3 februari 1993 (lager volume)
- faillissement op 26 februari 1993
- niet-courante notatie op 31 december 1994 (laag volume)
- beëindiging notering niet gevonden

KPN Qwest

- faillissement op 31 mei 2002
- noteringsmaatregel op 31 mei 2002 (Recovery Box) (lager volume)
- geen verdere informatie gevonden
- beëindiging notering niet gevonden

Van der Hoop Bankiers

- noteringsmaatregel op 13 december 2005 (Recovery Box)
- faillissement op 16 december 2005
- beëindiging notering niet gevonden

DICO International

- noteringsmaatregel op 9 maart 2009 (Recovery Box)
- faillissement op 31 maart 2009
- noteringsmaatregel, na verlengingen, ingetrokken op 3 maart 2011
- geen beëindiging: via reverse listing omgezet naar R&S Finance B.V op 6 januari 2016

Van der Moolen

- noteringsmaatregel op 10 augustus 2009 (Recovery Box) (lager volume)
- faillissement op 10 september 2009
- notering beëindigd op 23 december 2010

98. B. Wessels, *Wessels Insolventierecht deel IV 2015*, Deventer: Kluwer 2015, paragraaf 4169.

Innoconcepts

- noteringsmaatregel op 1 november 2010 (Recovery Box) (lager volume)
- faillissement op 23 december 2010
- notering beëindigd op 1 november 2011

Royal Imtech

- noteringsmaatregel op 12 augustus 2015 (Recovery Box)
- faillissement op 13 augustus 2015
- notering beëindigd op 2 januari 2017

Macintosh Retail Group

- noteringsmaatregel op 24 december 2015 (Recovery Box)
- faillissement op 30 december 2015
- notering beëindigd op 2 januari 2017

Met betrekking tot het volume van de transacties na een noteringsmaatregel (verplaatsing naar de Recovery Box) kan op basis van onderzoek naar de vorenstaande faillissementen worden geconcludeerd dat deze flink terugvalt. Zeker wanneer de aandelen ‘penny stock’ zijn geworden. De handel blijft dus doorlopen, maar met aanzienlijk minder interesse van beleggers. De handelaren in aandelen van failliete vennootschappen zijn vaak speculanten of houders van een short-positie die hun aandelen nog niet hebben kunnen leveren. Zij kunnen de reeds verkochte aandelen nu tegen een zeer lage prijs inkopen en alsnog leveren. De koers fluctueert vaak enkele eurocenten per aandeel. Deze vormen van handel zijn niet wezenlijk van belang, aangezien deze handel weinig te maken heeft met voorwetenschap of de verplichting voor de vennootschap tot openbaarmaking daarvan. Er zijn echter situaties denkbaar waarbij informatie met betrekking tot de failliete vennootschap wel als voorwetenschap aangemerkt kan worden. Dit zal het geval zijn wanneer, op welke manier dan ook, blijkt dat aandeelhouders een uitkering zullen kunnen krijgen. Hier zal echter alleen sprake van zijn wanneer de baten van de failliete vennootschap hoger uit blijken te vallen dan de schulden. Daarbij geldt dat slechts na de voldoening van alle boedel-, preferente-, en concurrente vorderingen nog gelden resteren voor de voldoening van de aandeelhouders. Dit zal zich echter slechts zelden voordoen. De situatie dat de baten hoger uitvallen dan de schulden is echter niet geheel onmogelijk. Bijvoorbeeld in het faillissement van Van Gelder Zonen bleek ongeveer 20 jaar na de faillietverklaring dat er een uitkering aan de aandeelhouders plaats zou kunnen vinden.⁹⁹ Omdat de curatoren een gunstige schikking hadden weten te treffen, vielen de

99. P. de Waard, ‘Aandelen failliet Van Gelder weer geld waard’, *De Volkskrant* 6 november 1998, <http://www.volkskrant.nl/archief/aandelen-failliet-van-gelder-weer-geld-waard~a495721/>.

De koers van de curator van een beursvennootschap

baten hoger uit dan de schulden. Het overschot in de boedel kon vervolgens worden verdeeld onder de aandeelhouders. De aandelen werden als gevolg hiervan weer geld waard. Het is goed voor te stellen dat de informatie met betrekking tot de schikking als voorwetenschap valt te kwalificeren.

Aandelen kunnen ook meer geld waard worden wanneer bekend wordt dat een potentiële overnamepartij zich heeft gemeld in het kader van een 'reverse listing'. Bij een reverse listing worden de aandelen in de failliete beursvennootschap A geleverd aan vennootschap B in ruil voor de onderneming die onder B hangt. A neemt dus de onderneming van B over door middel van een activa-transactie, maar B ontvangt in ruil daarvoor de aandelen in A. Het doel van een reverse listing is om goedkoop een beursnotering te verkrijgen, zonder daarvoor een kostbare beursgang te hoeven initiëren. Een overnamepartij zou zich kunnen melden, waarna hij de vennootschap uit het faillissement haalt om vervolgens de reverse listing te faciliteren met een derde partij. Wanneer bekend wordt dat een dergelijke overnamepartij zich gemeld heeft, zal dit gunstig zijn voor de koers van de aandelen. Een dergelijke situatie heeft zich bijvoorbeeld voorgedaan in het faillissement van DICO International en de overname door Miss Etam.¹⁰⁰ Ook in een dergelijk geval is het goed voor te stellen dat de informatie met betrekking tot een potentiële overnamepartij als voorwetenschap kwalificeert.

Het is dus niet geheel ondenkbaar dat de baten van de boedel hoger uit zullen vallen dan de schulden. In de zeldzame gevallen dat dit wel gebeurt, zal de curator er goed aan doen om de handel in aandelen stil te leggen indien de curator niet kan waarborgen dat de koersgevoelige informatie niet uitkomt voordat de informatie onverwijld openbaar is gemaakt.

Karakter boete AFM

Indien een beursgenoteerde vennootschap een of meerdere bepalingen uit de Wft overtreedt, kan de AFM aan deze vennootschap een last onder dwangsom of een bestuurlijke boete opleggen.¹⁰¹ Op 1 augustus 2009 zijn de Wet wijziging boetestelsel financiële wetgeving ('Boetewet') en het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector ('Boetebesluit') in werking getreden. Per 1 juli 2009 is ook de Algemene wet bestuursrecht gewijzigd. Op grond van deze wijziging kan de AFM ook aan een feitelijk leidinggevende een boete geven. Art. 1:80 Wft bepaalt in welke gevallen de AFM een boete kan opleggen. Het

100. Zie: E. Smal, 'Redder failliete Miss Etam naar de beurs', *nrc.nl* 18 november 2015, <https://www.nrc.nl/nieuws/2015/11/18/redder-miss-etam-na-faillissement-naar-de-beurs-a1411418>.

101. Art. 1:79 Wft en art. 1:80 Wft.

opleggen van een boete is overigens geen verplichting voor de AFM maar een bevoegdheid.

De overtredingen zijn onder de Boetewet ingedeeld in drie categorieën. Voor de eerste categorie geldt een gefixeerd boetebedrag van € 10.000. Dit bedrag staat in beginsel vast. Alleen op grond van de draagkracht, evenredigheid en bijzondere omstandigheden kan dit bedrag worden gematigd. De wetgever heeft voor de categorieën 2 en 3 een basisbedrag vastgesteld. Dit basisbedrag kan de AFM vervolgens verlagen of verhogen aan de hand van de boeterichtsnoeren zoals neergelegd in het Boetebesluit. De AFM moet expliciet overwegen of omstandigheden zoals de ernst en duur van de overtreding en de mate van verwijtbaarheid van de overtreder verlagend of verhogend moeten werken voor het basisbedrag. De boete wordt vastgesteld met inachtneming van het basisbedrag en de boeterichtsnoeren. Vervolgens kan het boetebedrag op grond van draagkracht en evenredigheid worden gematigd indien hiertoe aanleiding bestaat.

De in art. 1:81 Wft opgenomen boetebedragen zijn als volgt:

Categorie	Basisbedrag	Minimumbedrag	Maximumbedrag
1	€ 10.000	€ 0	€ 10.000
2	€ 500.000	€ 0	€ 1.000.000
3	€ 2.000.000	€ 0	€ 4.000.000

Indien de overtreder een voordeel van meer dan € 2 miljoen heeft behaald met de overtreding, dan kan de AFM de hoogte van de boete vaststellen op twee keer het bedrag van het behaalde voordeel. De AFM verdubbelt de vastgestelde boete indien sprake is van recidive. Hiervan is sprake indien eenzelfde overtreding wordt gepleegd waarvoor in de vijf voorafgaande jaren een bestuurlijke boete is opgelegd.¹⁰²

Hoewel er bij het opleggen van een boete rekening moet worden gehouden met de draagkracht van de overtreder¹⁰³ leidt een faillissement er niet toe dat de hoogte van de boete in alle gevallen nul is.¹⁰⁴ Het is aan de vennootschap zelf om een afweging te maken over het al dan niet procederen tegen een opgelegde boete, gezien het feit dat een dergelijke procedure kosten met zich brengt die leiden tot een boedelschuld. Deze eventuele kosten zijn geen reden voor de AFM om van een boeteoplegging af te zien. In een situatie waarin twee bestuurlijke boetes door de AFM werden opgelegd aan een natuurlijk persoon

102. Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/veelgestelde-vragen/boetes-algemeen>.

103. Artikelen 6 en 7 Boetebesluit.

104. Zie boetebesluit DSB 26 januari 2010, 3.11.4.2.

De koers van de curator van een beursvennootschap

die inmiddels was gefailleerd, is wegens dit faillissement de boete sterk gematigd, omdat de AFM in deze situatie niet voorbij kon gaan aan het faillissement van de natuurlijk persoon en het feit dat hij zeer omvangrijke schulden had.¹⁰⁵

Indien er na faillietverklaring een boete wordt opgelegd aan de beursvennootschap, is het de vraag of deze boete een faillissements- of boedelschuld vormt. Volgens de AFM is een vordering die op grond van het boetebesluit ontstaat een niet-verifieerbare vordering die niet voor uitkering uit de boedel in aanmerking komt, tenzij het faillissement via een akkoord eindigt.¹⁰⁶ De AFM stelt ten aanzien van de boete bij faillissement op haar website het volgende:

“Als de AFM een boete oplegt na faillissement valt de vordering buiten de boedel en kan dan meestal niet meer worden geïnd. Bij het bepalen van de hoogte van de boete wordt dan rekening gehouden met de omvang van de onderneming vóór faillissement.

Omdat de boete gedurende het faillissement van de onderneming niet meer wordt geïnd, meent de AFM dat het niet meer relevant is of de overtreder dat bedrag daadwerkelijk kan betalen. De beoordeling of de overtreder dat bedrag daadwerkelijk kan betalen laat de AFM in geval van faillissement dus achterwege.”¹⁰⁷

Hierbij gaat het om de vraag of de verplichting die is overtreden een verplichting was van de curator. Zoals hiervoor is uiteengezet, komt naleving van de meeste bepalingen uit de Wft voor rekening van de organen van de vennootschap en is de curator hiervoor niet verantwoordelijk. In dit geval kan hij ook geen op hem rustende verplichting overtreden en daardoor een boedelschuld creëren. Als de boete handelingen voor faillissement betreft (inclusief stille fase) dan is het derhalve een niet verifieerbare, post-faillissementsvordering. Als het een boete betreft voor handelingen tijdens het faillissement dan kan er sprake zijn van een boedelvordering.

3.3 Invloed Wft op werkzaamheden curator

Op grond van art. 68 jo. 23 Fw verliest de schuldenaar door een faillietverklaring het beheer over zijn vermogen en komt dit beheer in handen van de curator.

105. Sdu Nieuws, 2014/398 (26 september 2014).

106. Boetebesluit DSB 26 januari 2010, 3.11.2.2 en 3.11.4.2.

107. Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/over-afm/werkzaamheden/maatregelen/boetehoogte>.

Deze bevoegdheid van de curator is exclusief. Het bestuur en de raad van commissarissen hebben geen bevoegdheden meer ten aanzien van het vermogen van de vennootschap. De curator wordt echter door zijn aanstelling in het faillissement geen orgaan van de vennootschap. Hij beheert slechts haar vermogen en ontleent zijn beheers- en beschikkingsbevoegdheden aan art. 68 lid 1 Fw.¹⁰⁸ De curator neemt in het kader van dit beheer niet de rechtspersoonsrechtelijke bevoegdheden van (de organen van) de vennootschap over.¹⁰⁹ In beginsel blijven de organen van de vennootschap dan ook functioneren volgens de wet en de van toepassing zijnde statuten.¹¹⁰ Als gevolg van het faillissement worden de rechtspersoon en haar vermogen in feite van elkaar gescheiden en kunnen zij beide eigen verplichtingen aangaan. Het bestuursorgaan blijft dus bevoegd om de vennootschap te vertegenwoordigen en namens haar te handelen.¹¹¹ Het verschil met de situatie voor faillissement is echter dat rechtshandelingen die het bestuur uitvoert de boedel niet kunnen binden. De rechtspersoon wordt daarentegen wel gebonden door de handelingen van het bestuur.

Hoff verwijst met betrekking tot de wettelijke verplichting voorwetenschap onverwijld openbaar te maken op grond van art. 2:129 lid 1 BW rust op het bestuur en dat dit niet anders wordt indien aan de beursvennootschap surseance van betaling wordt verleend of deze in staat van faillissement is verklaard.¹¹²

Op grond van het voorgaande kan geconcludeerd worden dat de meeste verplichtingen die een beursgenoteerde vennootschap heeft (zoals het aan de AFM melden van wijzigingen in het bestuur of de raad van commissarissen of het kapitaalbelang van bestuurders of commissarissen in de ‘eigen’ vennootschap), voor rekening komen van de organen van de vennootschap en niet voor die van de curator. Deze conclusie kan voor de jaarrekeningplicht echter niet zo eenvoudig getrokken worden. Daarom volgt nu een afzonderlijke bespreking van deze verplichting.

Jaarrekeningplicht

Op grond van art. 5:25c Wft is de beursgenoteerde vennootschap verplicht om haar financiële verslaggeving openbaar te maken. Deze financiële verslaggeving bevat onder andere de jaarrekening en het bestuursverslag, die buiten faillissement op grond van Titel 9 van Boek 2 BW opgesteld moeten worden.

108. Hof Amsterdam (OK) 25 februari 1980, *NJ* 1980/467.

109. B. Wessels, *Wessels Insolventierecht deel IV 2015*, Deventer: Kluwer 2015, paragraaf 4210.

110. Asser/Maeijer 2-III, Deventer: Kluwer 2000, nr. 557.

111. HR 19 mei 1999, *JOR* 1999/170, r.o. 3.

112. G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2011, p. 433.

Het is echter de vraag wie in faillissement de verplichting draagt tot het opstellen en openbaar maken van deze financiële verslaggeving. In de literatuur bestaat geen eenduidigheid op dit punt. Door het faillissement zijn de bepalingen uit Titel 9 van Boek 2 BW na faillietverklaring niet meer van toepassing, omdat het beheer van het vermogen in handen is gevallen van de curator.¹¹³

Boekjaren vóór faillissement

Dat het beheer over het vermogen door de faillietverklaring overgaat op de curator, betekent niet dat jaarrekeningen over boekjaren die zijn afgesloten voor faillietverklaring niet meer door het bestuur opgemaakt hoeven te worden. De verplichting voor het opmaken en publiceren van de jaarstukken over op de datum van de faillietverklaring afgesloten boekjaren blijft op het bestuur rusten, voor zover nog niet aan deze verplichting is voldaan.¹¹⁴ Dat het bestuur deze verplichting houdt, betekent niet automatisch dat zij deze verplichting kan nakomen. Indien er namelijk nog een jaarrekening moet worden opgesteld over een boekjaar vóór faillissement zal daar hoogstwaarschijnlijk geld voor nodig zijn, voor bijvoorbeeld het doen afleggen van de accountantsverklaring. Het is mogelijk dat de curator niet bereid is om deze kosten ten laste van de boedel te brengen.¹¹⁵ De verplichting tot het opmaken van de jaarrekening reikt echter niet zo ver dat het bestuur deze kosten zelf zou moeten dragen.¹¹⁶ In een dergelijke situatie zal er dus geen jaarrekening hoeven te komen.¹¹⁷

Boekjaren in faillissement

Omdat het bestuur door de faillietverklaring het beheer en de beschikking over het vermogen van de vennootschap is verloren en de boekhoudverplichtingen ‘ten nauwste samenhangen met het beheer en de beschikking over het vermogen’, draagt het bestuur volgens sommige auteurs geen verantwoordelijkheid voor deze verplichting ten aanzien van boekjaren tijdens en na faillietverklaring.¹¹⁸ Echter, niet alle auteurs delen deze mening. Zo menen onder andere Van Schilfgaarde en De Wit dat de jaarrekeningverplichtingen

113. Rb. Utrecht 9 januari 2002, *JOR* 2002/54.

114. Rb. Utrecht 9 januari 2002, *JOR* 2002/54 en Rb. Arnhem 9 februari 2005, *JOR* 2005/114.

115. H. Beckman, *Compendium van de Jaarrekening*, Deventer:Kluwer, par. 2.1.8.

116. HR 19 mei 1999, *JOR* 1999/170.

117. H. Beckman, ‘Jaarrekeningplicht en gefailleerde Fokker(-vennootschappen)’, *TvI* 2000, p. 18.

118. E.J.J. van der Heijden & W.C.L. van der Grinten, *Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap*, Zwolle: Tjeenk-Willink 1992, nr. 376 en Kortmann, Preadvies Vereniging Handelsrecht, Zwolle 1993, p. 127.

doorlopen totdat de vereffening van de onderneming is voltooid.¹¹⁹ Ervan uitgaande dat de jaarrekeningverplichtingen inderdaad blijven bestaan gedurende het faillissement, is het de vraag wie deze verplichting na moet komen; het bestuur (en de raad van commissarissen) of de curator?

Volgens de Ondernemingskamer is de curator, vanwege het feit dat hij geen bestuurder van de vennootschap is, niet verplicht om een door de Ondernemingskamer aan de bestuurders gegeven bevel tot het opmaken van een nieuwe jaarrekening na te komen.¹²⁰ Bovendien oordeelde de Ondernemingskamer een jaar eerder al dat het opmaken van de jaarrekening door de curator niet is voorgeschreven in het stelsel van de Faillissementswet en de curator dan ook niet verplicht is hiertoe.¹²¹ Op basis hiervan kan geconcludeerd worden dat het opstellen en openbaar maken van de jaarrekening op grond van art. 5:25o Wft geen verplichting voor de curator is en dat deze plicht op het bestuur blijft rusten.

Ontheffing

Het bestuur kan echter wel ministeriële toestemming voor ontheffing van de jaarrekeningplicht vragen. Redenen om die toestemming te geven zijn volgens de parlementaire geschiedenis bij de ‘Aanpassing van de wetgeving aan de vierde richtlijn van de Raad van de EG inzake het vennootschapsrecht’ omstandigheden die verhinderen dat een behoorlijke jaarrekening wordt opgesteld, bijvoorbeeld omdat liquidatie overwogen wordt waardoor er onzekerheid bestaat over de toe te passen waarderingsnormen.¹²² Met een behoorlijke jaarrekening wordt een jaarrekening bedoeld die een getrouw beeld geeft van de financiële positie, het vermogen en het resultaat. Nu er in een faillissementsprocedure in beginsel altijd liquidatie wordt overwogen (dat is nu eenmaal het doel van de faillissementsprocedure), ligt het voor de hand dat voor boekjaren tijdens en na de faillietverklaring ontheffing zal worden verleend voor het opstellen en publiceren van de jaarrekening.

119. P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2013, p. 252 en E.H. de Wit, ‘De jaarrekeningplicht van een ontbonden rechtspersoon – een nadere duiding (gevraagd)’, *MvO* 2016/1-2.

120. Hof Amsterdam (OK) 25 februari 1980, *NJ* 1980/467.

121. Hof Amsterdam (OK) 27 december 1979, *NJ* 1980/581.

122. Memorie van Toelichting, *Kamerstukken II* 1979/80, 16 326, nr. 3, p. 31.

Rol curator

Hiervoor onder 2.8 is aangegeven welke invloed de (Europese) regelgeving voor beursvennootschappen heeft op de werkzaamheden van de beoogd curator. Kort gezegd komt het er in die fase op neer dat de beoogd curator in verband met de op hem rustende taak zorg zal moeten dragen voor een zorgvuldig proces. Hij zal het proces moeten bijsturen op het moment dat hij constateert dat het bestuur deze regels schendt omdat in dat geval niet meer door hem kan worden gewaarborgd dat het proces zorgvuldig voor alle (onwetende) stakeholders verloopt. Dat kan dan in het uiterste geval leiden tot het verzoek aan de rechtbank hem te ontheffen van zijn functie als beoogd curator.

In geval van faillissement is er sprake van wetenschap van faillissement bij de beleggers van de beursvennootschap. De beleggers bevinden zich dan ook in een wezenlijk andere situatie dan tijdens de stille voorbereidingsfase waarin zij hun handelen niet kunnen aanpassen omdat zij niet beschikken over de kennis dat er sprake is van een bedrijf dat in ernstige financiële problemen is geraakt en het faillissement aanstaande is.

De eerdere constatering dat surseance of faillissement geen invloed uitoefenen op de wettelijke verplichtingen van het bestuur en het hiervoor gestelde zou kunnen leiden tot de conclusie dat de curator van de beursvennootschap geen bijzondere taak heeft te vervullen en de afwikkeling van het faillissement van een beursvennootschap in zekere zin 'business as usual' is. Dat lijkt mij geen juiste conclusie. Er zijn door een curator van een beursvennootschap diverse specifieke beslissingen te nemen of maatregelen te treffen:

- i) Zijn er redenen Euronext Amsterdam te verzoeken de handel in aandelen van de failliete beursvennootschap stil te leggen? Dit kan het geval zijn indien druk overleg gevoerd wordt over een doorstart waarbij diverse activiteiten zullen worden voortgezet en die zal leiden tot een schending van de verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie.
- ii) Zorgdragen voor het in dienst houden/beschikbaar blijven van de werknemers van de failliete beursvennootschap die belast zijn met de naleving van de bijzondere regels die gelden voor de beursvennootschap.
- iii) Zorgdragen voor het in de lucht houden van de administratieve systemen en de website van de beursvennootschap. In verband met de nakoming van diverse verplichtingen dienen de administratie en de website in de lucht te blijven. Hiervoor zal de curator direct na faillietverklaring afspraken moeten maken met de diverse leveranciers.
- iv) Indien er besloten wordt tot het uitstellen van de openbaarmaking van voorwetenschap dient de curator er op toe te zien dat het bestuur van de vennootschap de hieraan verbonden verplichtingen (vastlegging rechtmatig

belang, waken voor misleiding en waarborgen vertrouwelijkheid) worden nagekomen om boetes na faillissement te voorkomen. Hoewel de verantwoordelijkheid ligt bij het bestuur is het mijns inziens de taak van de curator ervoor te waken dat er geen (onnodige) boedelvorderingen ontstaan die een ongunstig effect kunnen hebben op de kansen op een uitkering van andere crediteuren.

- v) Zorgdragen voor het beschikbaar houden van financiële adviseurs voor het opstellen van de noodzakelijke stukken. Hier speelt overigens, net als bij het onder iii) gestelde dat er een afweging dient plaats te vinden tussen enerzijds de te maken kosten door de boedel voor het nakomen van deze verplichtingen en de eventuele schade die de boedel kan leiden als gevolg van het niet nakomen van deze verplichtingen. Er kunnen zich gevallen voordoen dat het boedelbelang een bepaalde handeling van de curator vereist of juist een nalaten. Overigens zou ik mij kunnen voorstellen dat indien de curator geen gelden ter beschikking stelt voor het inhuren van de noodzakelijke diensten of adviseurs hij op datzelfde moment zorgdraagt voor het indienen van een verzoek tot beëindiging van de notering zodat een deel van de kosten niet hoeft te worden gemaakt.
- vi) Er zal een tegenstrijdig belang kunnen ontstaan tussen enerzijds (het bestuur van) de vennootschap en anderzijds haar curator bij de beslissing al dan niet informatie naar buiten te brengen. De curator zal doorgaans in zoveel mogelijk rust willen proberen te onderzoeken of een verkoop/doorstart van (een gedeelte van de) activiteiten mogelijk is. Daarentegen zal het bestuur zodra er sprake is van koersgevoelige informatie willen openbaarmaken. Beide partijen zullen zich daarbij beroepen op hun wettelijke verplichtingen. Uiteindelijk zal de vennootschap, nu de curator het beheer voert en derhalve bij uitsluiting bevoegd is de boedel financieel te binden en afspraken te maken met derden over de betaling van hun diensten, de onderliggende partij zijn en afhankelijk zijn van de medewerking van de curator.

4. Conclusie

Enige kennis van de (nationale en Europese) wetgeving voor beursvennootschappen kan ook voor (beoogd) curatoren en insolventieadviseurs relevant zijn. De aanwijzing van twee beoogd curatoren bij Royal Imtech laat namelijk zien dat ook bij beursvennootschappen behoefte kan bestaan aan deze in de praktijk ontwikkelde, en in WCO I (binnenkort) geregelde,¹²³ mogelijkheid om

123. Op het moment van afsluiting van deze bijdrage is het wetsvoorstel WCO I nog aanhangig in de Eerste Kamer.

een faillissement en een doorstart in alle rust, op een zorgvuldige wijze, voor te bereiden onder toezicht van een beoogd curator en een beoogd rechter-commissaris. Een dergelijke aanwijzing zal zonder twijfel kwalificeren als voorwetenschap. Dit hoeft evenwel, zoals ook de Rechtbank Rotterdam heeft geoordeeld bij Royal Imtech, 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 voorwetenschap. De regelgeving biedt de beursvennootschap, die overweegt een verzoek tot aanwijzing van een beoogd curator in te dienen, voldoende mogelijkheden. Het aantonen van een rechtmatig belang voor uitstel is niet een te grote hobbel om te nemen. Te meer daar de in de regelgeving reeds genoemde gevallen van rechtmatig belang niet limitatief zijn opgenomen in de Verordening marktmisbruik. Ook andere gevallen, waaronder bijvoorbeeld de aanwijzing van een beoogd curator, zijn door de beursvennootschap aan te dragen voor de onderbouwing van een rechtmatig belang voor het geval de aanwijzing niet onder een van de wel genoemde gevallen zou zijn te brengen. Op het bestuur rust de eindverantwoordelijkheid ervoor te zorgen dat er geen sprake is van ongeoorloofde misleiding. In het kader van zijn taak de zorgvuldigheid van het stille voorbereidingsproces te bewaken dient de beoogd curator hier ook, samen met (het bestuur van) de beursvennootschap, een rol in te spelen. Dit betekent dat gedurende de stille voorbereidingsfase zorgvuldig moet worden gehandeld door de beursvennootschap bij gebreke waarvan tot publicatie van de aanwijzing moet worden overgegaan. Als gevolg daarvan zullen de doelen van de stille voorbereidingsfase waarschijnlijk niet meer kunnen worden behaald en zullen faillissement of surseance van betaling (snel) volgen.

Tevens dient het bestuur de vertrouwelijkheid te garanderen. Dit laatste onderwerp zal de voortdurende aandacht van alle betrokkenen (bestuur beursvennootschap, beoogd curator en beoogd rechter-commissaris en rechtbank-medewerkers) moeten hebben tijdens de stille voorbereidingsfase. Op basis van het voor deze bijdrage verrichte onderzoek kom ik tot de conclusie dat ook een beursvennootschap kan profiteren van deze voor de praktijk nuttige figuur, ondanks de door Hurenkamp/Rutten geplaatste vraagtekens. Ten overvloede kan gesteld worden dat het voor de rechtspraktijk wel nuttig zal zijn indien ook de Europese wetgever (en niet alleen de Nederlandse Minister van Veiligheid & Justitie) bevestigt dat de aanwijzing inderdaad een uitstelmogelijkheid oplevert. Dat kan mogelijke onzekerheid bij bestuurders van beursvennootschappen wegnemen die kan ontstaan doordat in de literatuur op dit punt geen eenstemmigheid bestaat.

Na faillietverklaring van de beursvennootschap doet de curator er goed aan om, indien het gaat om voorwetenschap, het zekere voor het onzekere te nemen met betrekking tot de openbaarmakingsverplichtingen. Wanneer de curator niet kan garanderen dat voorwetenschap niet uitkomt voordat deze onverwijld openbaar is gemaakt, is het verstandig dat de curator aan Euronext Amsterdam verzoekt de handel stil te leggen. In het zeldzame geval dat de aandelen van een failliete beursgenoteerde vennootschap in waarde zullen stijgen naar aanleiding van nieuwe ontwikkelingen, dient de curator te waken voor de schending van de openbaarmakingsplicht door (het bestuur van) de vennootschap. Een stijging in waarde van deze aandelen zal kunnen plaatsvinden wanneer bekend wordt dat enige uitkering aan de aandeelhouders plaats zal kunnen vinden. Dit is het geval wanneer de baten van de boedel hoger uitvallen dan de lasten. Dergelijke situaties doen zich bijvoorbeeld voor wanneer er vermogen in de boedel stroomt door schikkingen of schadevergoedingen. Ook kan het nieuws met betrekking tot een reverse listing van invloed zijn op de koers van de aandelen. Door schending van de openbaarmakingsplicht te voorkomen zal worden voorkomen dat de AFM sancties op kan leggen. Net als in ieder faillissement zal de curator beslissingen moeten nemen over het al dan niet voortzetten van bepaalde diensten na faillissement, vaak teneinde de onderneming van de failliet going concern te kunnen houden in afwachting van verkoop. Bij het faillissement van een beursvennootschap betreft dat soms diensten die in andere faillissementen niet behoeven te worden voortgezet. Het betreft hier diensten van derden die het mogelijk maken voor (het bestuur van) de beursvennootschap aan de overige verplichtingen die op grond van de specifieke wetgeving gelden zolang er sprake is van een beursnotering kan voldoen.

Ook bij een beursvennootschap dient de koers die de curator vaart te leiden tot een zo groot mogelijke uitkering aan de crediteuren. De curator zal daarbij een keuze moeten maken tussen enerzijds het ter beschikking stellen van gelden teneinde de beursvennootschap in staat te stellen te voldoen aan de op haar rustende verplichtingen en anderzijds het behoud van een zo groot mogelijk boedelactief. Ook na lezing van het in deze bijdrage gestelde zal (en kan) de curator vrij snel beslissen koers te varen richting een zo groot mogelijk boedelactief.