

## CIVIELRECHTELIJKE AANSPRAKELIJKHEID VAN UITGEVENDE INSTELLINGEN BIJ NIET-NALEIVING VAN DE OPENBAARMAKINGSPLICHT VAN KOERSGEVOELIGE INFORMATIE

*G.T.J. Hoff*<sup>1</sup>

### 20.1 Inleiding

Uitgevende instellingen waarvan aandelen<sup>2</sup> zijn toegelaten tot de handel aan NYSE Euronext Amsterdam zijn onderworpen aan een reeks van informatieverplichtingen. Al die informatieverplichtingen zijn handzaam ondergebracht in hoofdstuk 5.1A van de Wet op het financieel toezicht (Wft).<sup>3</sup> Een bijzondere reden om informatieverplichtingen aan uitgevende instellingen op te leggen, is dat de aandelen van dit soort instellingen publiekelijk worden verhandeld op een gereguleerde markt (ofwel een effectenbeurs). Met het oog op een zuivere prijs- of koersvorming van deze financiële instrumenten is het van belang dat uitgevende instellingen actuele, volledige en betrouwbare informatie aan de financiële markten verschaffen over hun commerciële en financiële prestaties en vooruitzichten. Er bestaat dus een rechtstreeks verband tussen het reilen en zeilen van een uitgevende instelling en de ontwikkeling van de beurskoers van de door haar aan het beleggend publiek (waartoe zowel institutionele als particuliere beleggers behoren) uitgegeven en verhandelde aandelen.

Bij het begrip 'informatieverplichtingen van uitgevende instellingen' wordt gewoonlijk in eerste instantie gedacht aan de publicatie van jaarrekeningen. Hoewel jaarrekeningen ongetwijfeld nuttige documenten zijn, moet worden bedacht dat de daarin opgenomen informatie ten tijde van publicatie alweer verouderd is. Publicatie van jaarrekeningen door

---

1 Mr. G.T.J. Hoff is advocaat te Haarlem.

2 Hoewel de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen gekoppeld is aan instemming van de uitgevende instelling tot de handel toegelaten financiële instrumenten – en dat is een ruimer begrip dan aandelen – beperk ik mijn bijdrage aan deze bundel uitsluitend om praktische redenen tot aandelen.

3 Zie voor een systematisch overzicht van deze informatieverplichtingen: De Brauw (2010).

uitgevende instellingen vindt dan ook met name plaats om *achteraf* aan de algemene vergadering van aandeelhouders rekening en verantwoording af te leggen over de wijze waarop het bestuur in het afgelopen boekjaar zijn taak heeft volbracht. De financiële markten plegen veel meer belang te hechten aan openbaarmaking van *up-to-date* informatie door uitgevende instellingen. Hierdoor zullen beleggers in staat worden gesteld om goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen. Het gaat dan om informatie over onverwachte tegen- of meevallers in de ontwikkeling van omzet of resultaat, een overname die wordt gepleegd, het vertrek van een topbestuurder of een ingrijpende reorganisatie waartoe is besloten. Gelet op die continue informatiebehoefte van het beleggend publiek bevat onze financiële toezichtswetgeving een doorlopende verplichting voor uitgevende instellingen om informatie door middel van een persbericht onverwijld openbaar te maken indien en zodra wordt geoordeeld dat die informatie koersgevoelig is (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft). Met de naleving van deze incidentele informatieverplichting wordt beoogd de informatieklouf te dichten die kan ontstaan indien uitgevende instellingen de financiële markten uitsluitend periodiek zouden behoeven te informeren door middel van periodieke informatie (jaarrekeningen en halfjaar- of kwartaalberichten). Immers, een doorlopende openbaarmakingsplicht brengt de verzekering mee dat een gestage informatiestroom in stand wordt gehouden waardoor beleggers permanent inzicht kunnen hebben in het wel en wee van uitgevende instellingen.

Met de correcte naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is voor uitgevende instellingen een groot belang gemoeid. Op overtreding van de openbaarmakingsplicht is namelijk een bestuurlijke boete gesteld van maximaal € 4 miljoen.<sup>4</sup> Deze bestuurlijke boete kan door de AFM niet alleen aan de uitgevende instelling worden opgelegd, maar ook aan de feitelijk leidinggevers aan de overtreding.<sup>5</sup> Daarnaast heeft de wetgever er welbewust voor gekozen om de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie strafrechtelijk te kunnen handhaven. Overtreding van de openbaarmakingsplicht is een economisch delict, waarvan de opsporing, vervolging en berechting volgens het regime van de Wet op de economische delicten (WED) verloopt.<sup>6</sup>

---

4 Zie art. 1:80 Wft j° Besluit bestuurlijke boetes financiële sector Wft.

5 Zie art. 5:1 lid 3 Algemene wet bestuursrecht (Awb). In deze bepaling wordt art. 51 lid 2 en 3 Wetboek van Strafrecht, waarin strafrechtelijke aansprakelijkheid voor door een rechtspersoon gepleegde strafbare feiten wordt uitgebreid tot opdrachtgevers en feitelijk leidinggevers, van overeenkomstige toepassing verklaard op overtredingen. Onder een 'overtreding' wordt een gedraging verstaan die in strijd is met het bepaalde bij of krachtens enig wettelijk voorschrift (art. 5:1 lid 1 Awb).

Tot voor kort bestond voor de civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie betrekkelijk weinig aandacht.<sup>7</sup> Te verwachten valt dat daarin verandering zal komen, aangezien beleggers de rechtsingang naar het verkrijgen van schadevergoeding in dit soort gevallen inmiddels gevonden lijken te hebben en daarmee inmiddels daadwerkelijk successen hebben behaald.<sup>8</sup> Een aanwakkerende wind in de zeilen daarbij is dat de AFM de bestuurlijke handhaving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – na een enigszins aarzelende start – *au sérieux* is gaan nemen. Een aantal bestuurlijke boetes is inmiddels aan uitgevende instellingen opgelegd voor overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.<sup>9</sup>

Duidelijk is dat beleggers aanmerkelijke schade kunnen lijden als gevolg van het feit dat een uitgevende instelling waarin zij aandelen houden niet of niet naar behoren de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie naleeft. Schematisch weergegeven kunnen twee situaties worden onderscheiden. In het ene geval heeft de uitgevende instelling nagelaten het voor de beurskoers van de uitgegeven aandelen positieve nieuws tijdig openbaar te maken. Beleggers die in de tussentijd hun aandelen tegen de lage, nog niet door het positieve nieuws beïnvloede, beurskoers van de hand hebben gedaan, zullen zich bekocht voelen. Zij zullen stellen dat zij bij tijdige openbaarmaking van het nieuws de aandelen in het geheel niet of in elk geval tegen een hogere beurskoers verkocht zouden hebben. In het andere geval heeft de uitgevende instelling nagelaten het negatieve nieuws tijdig openbaar te maken. Doet de uitgevende instelling dat alsnog, dan zullen sommige beleggers die in de tussentijd aandelen hebben gekocht, allicht opwerpen dat zij bij tijdige naleving van de openbaarmakingsplicht die aandelen niet of in elk geval

---

6 Zie art. 1 onderdeel 2° WED. Hierdoor is niet-naleving van de openbaarmakingsplicht door een uitgevende instelling een misdrijf, voor zover deze overtreding opzettelijk is begaan (art. 2 lid 1 WED). Indien geen opzet wordt aangenomen, zal sprake zijn van een overtreding.

7 De enige vermeldenswaardige uitzondering daarop was tot voor kort HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Philips/VEB c.s.*).

8 Te noemen zijn in dit verband de rechtsvorderingen die door beleggers zijn ingesteld tegen Shell, Ahold, Vedioor, Numico, Super de Boer en Fortis.

9 Zie de persberichten van de AFM van 8 september 2008 (Numico), 15 juli 2009 (Vedioor), 10 maart 2010 (Fortis), 27 augustus 2010 (Fortis) en 2 mei 2011 (Wavin). De bij de persberichten behorende boetebesluiten zijn te downloaden via [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

tegen een lagere beurskoers gekocht zouden hebben.<sup>10</sup> In beide gevallen geldt dat de aandelen niet of niet op dezelfde voorwaarden zouden zijn verkocht of gekocht als de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling naar behoren zou zijn nageleefd. In beide gevallen is voorstelbaar dat de uitgevende instelling in de periode gelegen tussen het ontstaan van de plicht tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie en de verlate naleving daarvan publiekelijk misleidende mededelingen doet die haaks staan op de informatie die ten onrechte wordt achtergehouden. Als gevolg daarvan zullen de schadelijke gevolgen van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in omvang alleen nog maar toenemen doordat de beurskoers zich mede naar die misleidende mededelingen van de uitgevende instelling zal richten.

De wettelijke grondslag voor aansprakelijkheid van uitgevende instellingen in dit soort situaties is uitsluitend te vinden in art. 6:162 BW. Soms hebben beleggers aan hun schadevergoedingsvordering mede ten grondslag gelegd dat bepaalde uitlatingen van de uitgevende instelling zijn aan te merken als een misleidende mededeling als bedoeld in art. 6:194 BW of voor consument-beleggers – met ingang van 15 oktober 2008 – een oneerlijke handelspraktijk als bedoeld in art. 6:193b BW. Beroep op de extra bescherming die deze bepalingen bieden, wordt in de rechtspraak echter stevast afgewezen.<sup>11</sup> Art. 6:194 BW is slechts van toepassing als misleidende mededelingen zijn gedaan omtrent goederen of diensten die in de uitoefening van een beroep of bedrijf worden aangeboden door degene die de mededeling doet of door degene ten behoeve van wie de mededeling is gedaan. Art. 6:193b lid 1 BW bepaalt dat een handelaar onrechtmatig jegens een consument handelt indien hij een handelspraktijk verricht die oneerlijk is. Daaronder wordt verstaan: iedere handeling, omissie, gedraging, voorstelling van zaken of commerciële communicatie, met inbegrip van reclame en marketing, van een handelaar, die rechtstreeks verband houdt met de verkoopbevordering, verkoop of levering van een product aan consumenten (art. 6:193a lid 1 onderdeel b BW). Voor toepasselijkheid van beide

10 Denkbaar is ook dat 'zittende' beleggers – degenen die reeds aandeelhouder waren toen de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling had moeten worden nageleefd – stellen schade te hebben geleden, doordat zij hun aandelen te laat hebben verkocht. Zie daarover: De Jong/Pijls, *Ondernemingsrecht* (2013).

11 Zie HR 7 november 1997, NJ 1998, 268 m.nt. J.M.M. Maeijer (*Philips/VEB c.s.*) en Rb Utrecht 15 februari 2012, *Ondernemingsrecht* (2012), 51 m.nt. B.J. de Jong; NTBR (2012) 37 m.nt. T.M.C. Arons; JOR 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (*Kortekaas c.s./Lippens c.s.*). Die extra bescherming is hierin gelegen dat ten aanzien van (i) de juistheid en volledigheid van de verstrekte informatie en (ii) de toerekenbaarheid in een omkering van de bewijslast wordt voorzien (art. 6:195 BW (misleidende reclame) en art. 6:193j BW (oneerlijke handelspraktijk)).

bepalingen is daarom vereist dat tussen de gewraakte uitlatingen en de financiële instrumenten die door de uitgevende instelling zijn of worden uitgegeven een voldoende inhoudelijk en temporeel verband bestaat, in die zin dat aan die mededelingen de kennelijke strekking toekomt daarmee de afname van de aangeboden goederen of diensten te bevorderen. Indien het niet mogelijk is een dergelijk verband te leggen met een concrete door de uitgevende instelling voorgenomen of alreeds geïnitieerde kapitaalmarkttransactie dan kunnen de door de uitgevende instelling gedane mededelingen niet als misleidende mededeling of oneerlijke handelspraktijk worden aangemerkt. Dat de uitgevende instelling met de naleving van haar doorlopende informatieverplichting de secundaire markt in de door haar uitgegeven aandelen bevordert en daardoor wellicht mede een klimaat schept waarin een kapitaalmarkttransactie op enig moment door haar zou kunnen worden verricht, is ontoereikend om alreeds een dergelijke nauwe band met de eventueel nadien aan te bieden aandelen aan te nemen.

In deze bijdrage zal ik de diverse vereisten voor aansprakelijkheid uit hoofde van onrechtmatige daad de revue laten passeren, zoals deze in verband met de aansprakelijkheid van uitgevende instellingen voor niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie mijns inziens zouden moeten worden ingevuld. Ik behandel achtereenvolgens: onrechtmatig handelen of nalaten (§ 2), toerekenbaarheid (§ 3), relativiteit (§ 4), causaal verband en schade (§ 5). Buiten beschouwing laat ik in deze bijdrage de eventuele secundaire (of afgeleide) aansprakelijkheid van individuele functionarissen van de uitgevende instelling in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht. Zie hiervoor hoofdstuk 19 van deze bundel.

## 20.2 Onrechtmatig handelen of nalaten

### 20.2.1 *Schending van art. 5:25i Wft door de uitgevende instelling leidt automatisch tot civielrechtelijke onrechtmatigheid*

Met de vaststelling dat de uitgevende instelling in strijd heeft gehandeld met de voor haar geldende wettelijke verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld door middel van een persbericht openbaar te maken (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft) is mijns inziens *ipso facto* gegeven dat zij onrechtmatig heeft gehandeld. De geschonden wettelijke norm – in dit geval een wettelijk gebod – is rechtstreeks tot de uitgevende instelling

gericht. In het geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling is dan ook sprake van een doen of nalaten in strijd met een wettelijke plicht (art. 6:162 lid 2 BW). Niet wordt vereist dat de uitgevende instelling ook de zorgvuldigheidsnorm, inhoudende dat gehandeld is in strijd met hetgeen volgens ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, heeft geschonden.

Het wettelijk regime van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie levert voor benadeelde beleggers in die zin nog een voordeel op dat het *en détail* uitgewerkte regime houvast biedt voor de naleving van de stelplicht en ook een functie vervult bij de bewijslastverdeling (zie hierna § 2.3). Uitgevende instellingen kunnen op hun beurt aan het wettelijk regime aanknopingspunten ontleen voor het formuleren van een gearticuleerd verweer tegen een aansprakelijkstelling, zoals het verweer dat de informatie nog niet of onvoldoende concreet was, niet koersgevoelig was of dat de uitgevende instelling gerechtigd was openbaarmaking van de bewuste informatie uit te stellen. Schending van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie doet overigens alleen een verplichting tot schadevergoeding ontstaan jegens benadeelde beleggers wier getroffen belang door de overtreden wettelijke norm wordt beschermd (zie hierna § 4).

Aan mij zou mogelijk nog kunnen worden tegengeworpen dat uit de wetsgeschiedenis van de Wft volgt dat uitdrukkelijk niet beoogd is aan overtreding van enige wetsbepaling automatisch civielrechtelijke gevolgen te verbinden. Zo vermeldt de toelichting op het huidige art. 1:23 Wft:

“Behoudens uitzonderingen is het niet de bedoeling dat aan overtredingen van de bij of krachtens deze wet gestelde publiekrechtelijke regels (ook) civielrechtelijke gevolgen worden verbonden.”<sup>12</sup>

Ook kan worden gewezen op de volgende passage uit de wetsgeschiedenis:

“De huidige financiële toezichtswetgeving regelt – op enkele uitzonderingen na – niet de civielrechtelijke gevolgen van het niet-naleven van de wetgeving. Binnen het Nederlands wettelijk systeem worden de civielrechtelijke gevolgen bepaald door het burgerlijk recht, het Burgerlijk Wetboek (BW) in het bijzonder.”<sup>13</sup>

---

12 *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 392.*

13 *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 304.*

Deze passages uit de wetsgeschiedenis geven zelf al aan dat de hoofdregel van art. 1:23 Wft<sup>14</sup> in bepaalde gevallen uitzondering lijdt. Daarnaast geldt dat in geval van overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie niet de Wft zelf, maar het BW aan een handelen (doen of nalaten) in strijd met een wettelijk plicht het gevolg verbindt dat aldus onrechtmatig wordt gehandeld en dat voor de uitgevende instelling – mits aan de overige voorwaarden van art. 6:162 BW wordt voldaan – schadeplichtigheid hieruit kan voortvloeien. Er kan ten slotte nog op worden gewezen dat – voor zover daaraan nog zou kunnen worden getwijfeld – een andere passage uit de wetsgeschiedenis duidelijkheid over deze kwestie schept.

“Bij overtreding van dit voorstel zal veelal een beroep op onrechtmatige daad het meest in de rede liggen. (...) Wanneer sprake is van overtreding van een wettelijke bepaling door een financiële onderneming (in casu de Wft) is daarmee de onrechtmatigheid gegeven.”<sup>15</sup>

Met het voorgaande is het belang gegeven dat eenduidig kan worden vastgesteld of een uitgevende instelling de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie daadwerkelijk heeft overtreden. Om die reden zal in deze bijdrage redelijk uitvoerig op het daarvoor geldende wettelijk regime worden ingegaan.<sup>16</sup>

## 20.2.2 *Het wettelijk regime (art. 5:25i Wft)*

### 20.2.2.1 Doel van de openbaarmakingsplicht

Eén van de kernverplichtingen van uitgevende instellingen is de doorlopende verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar

---

14 Art. 1:23 Wft bepaalt dat de rechtsgeldigheid van een privaatrechtelijke rechtshandeling welke is verricht in strijd met de bij of krachtens de Wft gestelde regels niet uit dien hoofde aantastbaar is, behalve voor zover in de wet anders is bepaald. Met deze bepaling wordt tot uitdrukking gebracht dat een met de Wft strijdige rechtshandeling in beginsel niet nietig of vernietigbaar is.

15 *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 393-394.

16 Dit alles wordt niet anders als de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie uiteindelijk zijn beslag zal krijgen in de in voorbereiding zijnde Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik). Zie Italianer, *Ondernemingsrecht* (2012). Onder een ‘wettelijke plicht’ als bedoeld in art. 6:162 BW valt ook een regel van EU-recht, zoals een regel van een rechtstreeks in alle lidstaten van de Europese Unie werkende verordening (art. 288 Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie). Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV\* (2011) nr. 44.

te maken (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft).<sup>17</sup> In aanvang heeft de wetgever deze transparantieverplichting aangemerkt als een preventieve maatregel ter voorkoming van handel met voorwetenschap. Op grond van het transactieverbod van art. 5:56 Wft is het een ieder verboden om gebruik te maken van voorwetenschap door een transactie te verrichten of te bewerkstelligen in financiële instrumenten. De achtergrond van deze verbodsbepaling is dat het *unfair* wordt gevonden als *insiders* hun kennisvoorsprong op de financiële markten zouden mogen uitbaten. Die kennisvoorsprong ontlene zij aan het feit dat informatie aan hen in een bijzondere hoedanigheid – bijvoorbeeld als bestuurder of staffunctionaris van een uitgevende instelling – ter kennis is gekomen. Gewapend met deze kennis zullen deze insiders beter in staat zijn dan andere marktdeelnemers (de *outsiders*) om met succes transacties in financiële instrumenten te verrichten. Immers, de kennisvoorsprong van deze *insiders* geeft hen een gefundeerde verwachting over de koersontwikkeling van financiële instrumenten. Beleggers kunnen daardoor het vertrouwen in andere deelnemers aan die financiële markten verliezen en zich afwenden van die markten. Het goed functioneren van de financiële markten komt daarmee in gevaar. Met een verbodsbepaling tracht de wetgever dit vertrouwen in *fair play* te behouden en voor zover nodig te herwinnen. Van de naleving door uitgevende instellingen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wordt in dit verband een heilzame werking verwacht. De daaraan ten grondslag liggende gedachte is dat indien uitgevende instellingen het beleggend publiek zo spoedig mogelijk in kennis stellen van koersgevoelige informatie handel met voorwetenschap zo veel mogelijk wordt uitgebannen. Ook deze maatregel is daarmee van groot belang voor het vertrouwen in de goede werking van de financiële markten.<sup>18</sup>

Hoewel niet kan worden ontkend dat tijdige openbaarmaking van koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling het risico van transacties door *insiders* met een informatievoorsprong vermindert en dus een welkome bijdrage levert aan de bestrijding van dit euvel, is het met de openbaarmakingsverplichting van uitgevende instellingen gemoeide belang mijns inziens aanmerkelijk groter. Het is om die reden toe te juichen dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie bij gelegenheid van de implementatie van de Transparantierichtlijn (2004/109/EG) is overgeheveld van art. 5:59 (oud) Wft (als onderdeel van hoofdstuk 5.4

17 De Europese grondslag van deze transparantieverplichting is art. 6 lid 1 tot en met 3 Richtlijn marktmisbruik (2003/6/EG).

18 *Kamerstukken II* 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12.



(Regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten) van de Wft) naar art. 5:25i Wft.<sup>19</sup> Deze laatste bepaling maakt thans deel uit van hoofdstuk 5.1A (Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen) van de Wft. Daarmee is een einde gekomen aan de vermeende 'onderhorigheid' van deze kernverplichting van uitgevende instellingen aan het transactieverbod en andere verschijningsvormen van marktmisbruik. Naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zal een waardevolle bijdrage kunnen leveren aan transparantie van de financiële markten. Transparantie betekent in dit verband dat een ieder in de gelegenheid is om gelijktijdig en zo snel mogelijk kennis te kunnen nemen van dezelfde, voor de koersvorming van aandelen relevante informatie, zodat beleggers op basis daarvan goed geïnformeerd en weloverwogen beleggingsbeslissingen kunnen nemen. Op deze wijze wordt bevorderd dat alle beleggers op de financiële markten gelijke en eerlijke kansen kunnen hebben op winst en verlies.

De met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie nagestreefde transparantie van de financiële markten zal in dit geval vergen dat bepaalde aanvullende eisen gesteld dienen te worden aan de door uitgevende instellingen openbaar te maken informatie. Die informatie dient te voldoen aan de strenge eisen van juistheid en volledigheid. De financiële markten zitten nu eenmaal niet te wachten op een veelheid van gegevens van geringe betekenis of halve waarheden ten aanzien van uitgevende instellingen. Uitgevende instellingen zullen slechts door middel van actuele, volledige en betrouwbare informatievoorziening aan de financiële markten het vertrouwen van die markten kunnen genieten. Deze invalshoek verschilt wezenlijk van de ratio van het transactieverbod en de in het licht daarvan te stellen (minder strenge) eisen aan de omvang van de informatievoorsprong van de *insider*. Het zal namelijk de bedoeling zijn alreeds een drempel voor *insiders* op te werpen om transacties in financiële instrumenten te verrichten indien en zodra een informatievoorsprong hen in staat stelt met meer kennis van zaken dan anderen een transactie te verrichten. Het lijkt met name niet nodig de eis te stellen dat een *insider* ook *en détail* op de hoogte is van een bepaald feit of een bepaalde gebeurtenis bij de uitgevende instelling. Weet een *insider* bijvoorbeeld van een gunstige resultatenontwikkeling of een aankomend openbaar bod op de uitgevende instelling, maar is hij nog niet

---

<sup>19</sup> Wijzigingen die bij de overheveling in art. 5:25i Wft zijn aangebracht, houden louter verband met de wens om een consistent begrippenapparaat in de Wft te gebruiken. Zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31 093, nr. 3, p. 25-26. Materieel is bij gelegenheid van de overheveling niets gewijzigd.

op de hoogte van alle *ins* en *outs* van deze feiten en gebeurtenissen, dan is die informatievoorsprong wellicht reeds voldoende om te gelden als voorwetenschap voor de toepassing van het transactieverbod.

### 20.2.2.2 Werkingssfeer van de openbaarmakingsplicht

De openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldt uitsluitend voor rechtspersonen, vennootschappen en instellingen die financiële instrumenten hebben uitgegeven. Voor toepasselijkheid van de openbaarmakingsplicht is verder vereist dat de financiële instrumenten met instemming van de uitgevende instelling zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of een multilaterale handelsfaciliteit,<sup>20</sup> of dat om een dergelijke toelating is verzocht (art. 5:25i lid 1 onderdeel a Wft). Dit betekent dat uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op NYSE Euronext Amsterdam of NYSE Alternext Amsterdam onderworpen zijn aan de doorlopende verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. In aanvulling hierop geldt dat de openbaarmakingsplicht ook van toepassing is op uitgevende instellingen op wiens voorstel een koopovereenkomst tot stand is gekomen inzake financiële instrumenten, niet zijnde een effect, die op een dergelijke gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit zijn toegelaten of waarvoor toelating is aangevraagd (art. 5:25i lid 1 onderdeel b Wft). Deze laatste categorie is aldus omschreven omdat in de gedachtegang van de wetgever bepaalde financiële instrumenten niet worden uitgegeven, maar onderwerp zijn van een koopovereenkomst waarbij de uitgevende instelling partij is.<sup>21</sup>

### 20.2.2.3 Het begrip 'koersgevoelige informatie'

De openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen ex art. 5:25i lid 2 Wft heeft betrekking op:

“(...) informatie als bedoeld in art. 5:53, eerste lid, die rechtstreeks op haar betrekking heeft (...).”

---

20 Een voorbeeld van een dergelijke multilaterale handelsfaciliteit (of handelsplatform) is Alternext Amsterdam. Een dergelijk handelsplatform stelt gewoonlijk minder strenge eisen dan een gereguleerde markt aan uitgevende instellingen waarvan financiële instrumenten worden verhandeld.

21 Zie hierover verder: Hoff (2011), p. 196-202.

Met deze verwijzing naar art. 5:53 lid 1 Wft wordt aangeknoopt bij de begripsomschrijving van 'voorwetenschap'. Naar algemeen wordt aangenomen, is hierdoor een einde gekomen aan de in de doctrine wel gevoerde discussie of tussen de begrippen 'voorwetenschap' (welk begrip werd gehanteerd voor de toepassing van het transactieverbod) en 'koersgevoelige informatie' (een begrip dat werd gehanteerd voor de toepassing van de incidentele publicatieplicht van uitgevende instellingen) een relevant verschil bestond. Dat verschil bestaat sinds de implementatie van de Richtlijn marktmisbruik in de Nederlandse financiële toezichtswetgeving niet meer, omdat van één en hetzelfde begrip 'voorwetenschap' gebruik wordt gemaakt voor zowel de toepassing van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen als het voor *insiders* geldende transactieverbod.<sup>22</sup> Ondanks die gelijkschakeling zal ik in deze bijdrage gebruik blijven maken van het ingeburgerde begrip 'koersgevoelige informatie' om die informatie aan te duiden die door uitgevende instellingen op grond van art. 5:25i lid 2<sup>o</sup> art. 5:53 lid 1 Wft onverwijld openbaar moet worden gemaakt.

Bedacht moet worden dat de gevolgen van de gelijkschakeling van deze begrippen enigszins worden beperkt. In de eerste plaats dient de openbaar te maken informatie 'rechtstreeks' betrekking te hebben op de uitgevende instelling. Als gevolg van deze beperking valt middellijk op de uitgevende instelling betrekking hebbende informatie en informatie die betrekking heeft op de handel in financiële instrumenten buiten het begrip 'koersgevoelige informatie', zodat die informatie dan ook niet door uitgevende instellingen openbaar behoeft te worden gemaakt. In de tweede plaats biedt art. 5:25i lid 3 Wft uitgevende instellingen de mogelijkheid om met inachtneming van een aantal strikte voorwaarden te besluiten openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen (zie verder hierna § 2.2.4).

Blijkens art. 5:53 lid 1 Wft wordt onder het begrip 'voorwetenschap' verstaan:

"bekendheid met informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een uitgevende instelling als bedoeld in het vierde lid, onderdeel a, waarop de financiële instrumenten betrekking hebben of omtrent de handel in deze financiële instrumenten, welke informatie niet openbaar is gemaakt en waarvan openbaarmaking significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten".

---

22 Met ingang van 1 oktober 2005 is de Richtlijn marktmisbruik omgezet in de Nederlandse financiële toezichtswetgeving door middel van de Wet marktmisbruik (*Stb.* 2005, 346).

Om te gelden als door de uitgevende instelling openbaar te maken koersgevoelige informatie zal de bewuste informatie aan de volgende eisen moeten voldoen:

a. de informatie moet concreet zijn;

Een eerste begrenzing is te vinden in het vereiste dat de informatie 'concreet' dient te zijn. Met dit vereiste zullen niet of onvoldoende concrete feiten of gebeurtenissen – zoals geruchten, gissingen of algemene markt- of bedrijfsinformatie – veelal buiten het bereik van de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht gebracht zijn. Deze eis impliceert dat de openbaar te maken informatie een bepaalde mate van nauwkeurigheid dient te hebben. Gelet op de met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie na te streven doelstelling – het door uitgevende instellingen verschaffen van actuele, volledige en betrouwbare informatie aan de financiële markten over de ontwikkeling van de bedrijfsactiviteiten, resultaten en vooruitzichten, opdat beleggers op basis van deze informatie in staat zijn een verantwoorde beleggingsbeslissing te nemen – is die eis ook goed te begrijpen. In lijn hiermee geldt dat informatie eerst concreet is indien zij betrekking heeft op (a) een situatie die bestaat of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal ontstaan, dan wel (b) een gebeurtenis die heeft plaatsgevonden of waarvan redelijkerwijze mag worden aangenomen dat zij zal plaatsvinden, en (c) indien de informatie specifiek genoeg is om er een conclusie uit te trekken omtrent de mogelijke invloed van de hiervoor bedoelde situatie of gebeurtenis op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten.<sup>23</sup> Waar het derhalve op aankomt, is dat de concrete informatie geschikt dient te zijn om door beleggers gebruikt te kunnen worden voor het nemen van beleggingsbeslissingen.

Intussen zal het niet eenvoudig zijn om uitsluitend met behulp van dit bestanddeel heldere grenzen te trekken. Welke informatie dient de uitgevende instelling openbaar te maken en welke (nog) niet? Daar komt nog bij dat de eis dat de informatie concreet dient te zijn een graduele benadering toelaat. Of anders uitgedrukt: informatie kan meer of minder concreet zijn. De hamvraag luidt daarom hoe concreet informatie dient te zijn alvorens de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie

---

23 Art. 1 lid 1 van Richtlijn 2003/124/EG van de Commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de definitie en openbaarmaking van voorwetenschap en de definitie van marktmanipulatie betreft (*PbEU* L 339) (Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking).

actueel wordt. Te denken valt bijvoorbeeld aan de vaststelling door het bestuur van de uitgevende instelling dat de bedrijfsresultaten zich ontwikkelen in een richting die afwijkt van een eerder bekend gemaakte verwachting of een groeidoelstelling. Wanneer zal bij een dergelijke geleidelijke ontwikkeling sprake zijn van concrete informatie? Hoe zeker moet het bestuur zijn dat de bedrijfsresultaten zich zodanig hebben ontwikkeld dat bijvoorbeeld een winstwaarschuwing op haar plaats is?

Gesignaleerd moet worden dat de informatiegerelateerde elementen – dat wil zeggen: de bestaande en toekomstige feiten of gebeurtenissen – volgens art. 1 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking gekoppeld worden aan een koersgevoelighedsvereiste dat enige samenhang lijkt te vertonen met het vierde bestanddeel van koersgevoelige informatie (zie hierna onder d.). Geëist wordt dat de concrete informatie in elk geval specifiek genoeg moet zijn om er een conclusie aan te kunnen verbinden wat betreft de mogelijke invloed van de situatie of de gebeurtenis op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Deze koppeling met het koersgevoelighedsvereiste lijkt voor dit eerste bestanddeel van het begrip ‘koersgevoelige informatie’ zo essentieel te zijn dat daaraan wellicht het vermoeden ontleend kan worden dat aan dit bestanddeel gelet op het onbepaalde karakter daarvan nauwelijks enige betekenis toekomt. Met andere woorden: informatie lijkt pas concreet te zijn indien aannemelijk is dat ook aan het hierna nog te behandelen koersgevoelighedsvereiste zal worden voldaan.

Een complicatie doet zich voor in gevallen waarin sprake is van een situatie of een gebeurtenis in de gedaante van een volgende fase in een voortgaand proces, zoals in geval van onderhandelingen over een fusie of een overname. Die onderhandelingen vangen aan, komen in een volgend stadium waarin mogelijk over steeds meer modaliteiten overeenstemming wordt bereikt totdat uiteindelijk een overeenkomst tussen partijen wordt gesloten. Wanneer is in dit soort gevallen sprake van concrete informatie die door de uitgevende instelling openbaar gemaakt moet worden? In een prejudiciële procedure is door het Europese Hof van Justitie antwoord gegeven op de vraag of in het geval sprake is van een in de tijd gespreid proces dat erop gericht is in verschillende tussenstappen een bepaalde situatie of gebeurtenis te laten plaatsvinden, ook die tussenstappen zelf alreeds ‘concrete informatie’ (en mogelijk dus ook koersgevoelige informatie als aan de overige begripsbestanddelen wordt voldaan) kunnen opleveren.

Weinig verrassend wordt deze vraag door het Hof van Justitie positief beantwoord.<sup>24</sup> Ook de tussenstappen van een in de tijd gespreid

---

24 HvJ EU 28 juni 2012, JOR 2012/259 m.nt. G.T.J. Hoff (*Geltl/Daimler*).

proces dat erop is gericht een bepaalde situatie of gebeurtenis te doen plaatsvinden kunnen 'concrete informatie' als bedoeld in art. 1 onder 1 van de Richtlijn marktmisbruik opleveren. Daarbij maakt het niet uit of die tussenstappen als vaststaand of voltooid gelden, dan wel dat sprake is van nog te zetten tussenstappen (mits maar redelijkerwijze mag worden aangenomen dat die zullen plaatsvinden). Het Hof van Justitie vindt voor deze uitleg niet alleen steun in de gebruikelijke taalkundige betekenis van de termen situatie of gebeurtenis, maar ook in de systematiek van de Richtlijn marktmisbruik. Immers, in art. 3 lid 1 van de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking worden enkele voorbeelden van rechtmatige belangen gegeven die in beginsel legitimeren dat een uitgevende instelling uitstel neemt van openbaarmaking van bepaalde informatie (die dus noodzakelijkerwijs als 'koersgevoelige informatie' heeft te gelden omdat anders het nemen van een uitstelbesluit niet nodig zou zijn). Tot die voorbeelden behoren lopende onderhandelingen over de totstandkoming van een overeenkomst (art. 3 lid 1 sub a) en dat is bij uitstek een in de tijd gespreid proces waarin gewoonlijk diverse tussenstadia zijn aan te wijzen. Een ander voorbeeld van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking is de vennootschappelijke besluitvorming die veelal in verschillende fases plaatsvindt (art. 3 lid 1 sub b). Omdat deze gevallen met zoveel woorden als uitstelgrond worden genoemd, ligt in de systematiek van de Richtlijn marktmisbruik besloten dat de tussenstadia van lopende contractsonderhandelingen of vennootschappelijke besluitvorming in aanmerking komen voor uitstel van openbaarmaking en dat impliceert dat die tussenstadia koersgevoelige informatie kunnen opleveren, waarmee ook gezegd is dat die tussenstappen 'concrete informatie' kunnen opleveren. Tot slot kan voor deze uitleg volgens het Hof van Justitie steun worden gevonden in de doelstellingen van de Richtlijn marktmisbruik. Die doelstellingen houden in het waarborgen van de integriteit van de financiële markten en het vergroten van het vertrouwen van beleggers in deze markten. Als niet de uitleg zou worden aanvaard dat ook tussenstappen van een voortgaand proces 'concrete informatie' kunnen opleveren, dan zou dit afbreuk doen aan deze doelstellingen. Concreet vertaald zou dit namelijk inhouden dat het *insiders* vrij zou staan gebruik te maken van voorwetenschap over bijvoorbeeld het verloop van overnameonderhandelingen ten nadele van degenen die daarvan niet op de hoogte zijn. Dat lijkt inderdaad niet in overeenstemming te zijn met het einddoel van de Richtlijn marktmisbruik.

In zijn uitspraak heeft het Hof van Justitie ook meer duidelijkheid verschaft over de mate van waarschijnlijkheid die vereist is om aan te nemen dat een situatie zal ontstaan of dat een toekomstige gebeurtenis zal

plaatsvinden. Ook *toekomstige* situaties of gebeurtenissen kunnen namelijk 'concrete informatie' opleveren en aldus de grondslag zijn voor de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen. Welke eisen moeten gesteld worden aan de uitdrukking dat "redelijkerwijs mag worden aangenomen" dat een bepaalde situatie zal ontstaan of een bepaalde gebeurtenis zal plaatsvinden volgens de al eerder aangehaalde Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking? Vereist die uitdrukking dat de mate van waarschijnlijkheid groot is of mag bij de beantwoording van die vraag mede betrokken worden de omvang van de gevolgen voor de uitgevende instelling, bijvoorbeeld in die zin dat als een situatie of gebeurtenis een grote geschiktheid heeft tot beïnvloeding van de beurskoers (bijvoorbeeld een aankomende fusie of overname) voldoende is dat het onzeker maar niet onwaarschijnlijk is dat die toekomstige situatie of gebeurtenis daadwerkelijk zal plaatsvinden.

Om te komen tot een beantwoording van deze vraag stelt het Hof van Justitie twee uitersten tegenover elkaar om daarna, vanwege de aan elk van deze uitersten verbonden ongewenste gevolgen, te kiezen voor – hoe kan het ook anders? – de gulden middenweg. Aan de ene kant wordt niet aanvaard dat de mate van waarschijnlijkheid groot moet zijn, omdat een dergelijke restrictieve uitleg van de uitdrukking "redelijkerwijze mag worden aangenomen" ertoe zou leiden dat *insiders* informatie die (nog) niet aan die strenge eis voldoet vrijelijk zouden mogen gebruiken bij het nemen van beleggingsbeslissingen. Aan de andere kant verwerpt het Hof van Justitie een uitleg die erop neerkomt dat informatie over situaties of gebeurtenissen alreeds als concrete informatie kan worden aangemerkt als het onwaarschijnlijk is dat zij zullen plaatsvinden. In dat geval zouden uitgevende instellingen ertoe geroept kunnen worden informatie openbaar te maken die niet concreet is of geen invloed kan hebben op de beurskoers.

Het Hof van Justitie kiest er uiteindelijk voor dat toekomstige situaties of gebeurtenissen eerst als 'concrete informatie' kunnen worden aangemerkt als op basis van een globale beoordeling van reeds beschikbare gegevens reëel is te veronderstellen dat zij zullen ontstaan of plaatsvinden. Daarbij dienen de per geval reeds beschikbare gegevens over die toekomstige situatie of gebeurtenis in hun geheel worden beschouwd. Het voorgaande betekent dat een *ex ante* analyse van de op dat moment beschikbare informatie gemaakt moet worden door de uitgevende instelling die een beslissing moet nemen over de naleving van de plicht tot openbaarmaking van bepaalde informatie. Is een toekomstige situatie of gebeurtenis op de grondslag van de beschikbare gegevens reëel te veronderstellen, dan dient – mits voldaan wordt aan de overige bestanddelen van 'koersgevoelige informatie' – openbaarmaking daarvan door de

uitgevende instelling plaats te vinden (behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling).

Het Hof van Justitie wijst er verder op dat de bestanddelen 'concrete informatie' en het 'koersgevoeligheidsvereiste', inhoudende dat openbaarmaking van de bewuste informatie een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van (afgeleide) financiële instrumenten (zie hierna onder d.), elkaar niet wederzijds beïnvloeden. Van die wederzijdse beïnvloeding zou sprake zijn indien wordt aangenomen dat naarmate de totstandkoming van een bepaalde transactie waarschijnlijker is sprake kan zijn van voorwetenschap, hoewel het gewicht van de bewuste transactie niet erg groot is. Omgekeerd zou een voor de uitgevende instelling omvangrijke transactie reeds in een vroegtijdig stadium van de onderhandelingen daarover reeds voorwetenschap kunnen opleveren. Volgens het hof zijn deze twee bestanddelen van het begrip 'voorwetenschap' minimumvoorwaarden en aan elk van deze voorwaarden zal voldaan moeten worden, omdat het nu eenmaal twee van elkaar te onderscheiden voorwaarden zijn. Het Hof van Justitie heeft daarmee het in de Amerikaanse rechtspraak ontwikkelde *probability/magnitude* criterium voor de uitleg van het begrip 'voorwetenschap' van de hand gewezen.<sup>25</sup>

b. de informatie heeft rechtstreeks betrekking op de uitgevende instelling;

Deze begrenzing geeft aan dat de informatie waarde zal moeten hebben, omdat het object van de informatie rechtstreeks ziet op de uitgevende instelling. Buiten het bereik van de openbaarmakingsplicht valt informatie die middellijk betrekking heeft op de uitgevende instelling of die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op de handel in de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Met de in het woord 'rechtstreeks' besloten liggende begrenzing zal zijn beoogd de openbaarmakingsplicht voor uitgevende instellingen hanteerbaar te maken. Tal van uiteenlopende gebeurtenissen die direct betrekking hebben op de (bedrijfsvoering van de) onderneming, zoals een bestuurswisseling, de ontwikkeling van het bedrijfsresultaat of een overname zullen daarmee binnen het bereik van de openbaarmakingsplicht vallen. CESR heeft een niet-limitatieve lijst opgesteld met voorbeelden van informatie die rechtstreeks betrekking hebben op de uitgevende instelling.<sup>26</sup> Daarbij wordt

---

25 Zie Hoff (2011), p. 45-51.

26 Zie CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.15.



benadrukt dat de lijst niet meer is dan een vertrekpunt bij de beantwoording van de vraag of bepaalde informatie ook koersgevoelige informatie oplevert.

c. de informatie is niet openbaar gemaakt;

Een volgende begrenzing van het begrip 'koersgevoelige informatie' is gelegen in het vereiste dat de bewuste informatie niet openbaar is gemaakt. Van informatie die openbaar is gemaakt, heeft het beleggend publiek in beginsel reeds kennis kunnen nemen en die informatie zal terstond in de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten verwerkt worden. Aangenomen wordt dat informatie openbaar is gemaakt indien deze beschikbaar of toegankelijk is voor het beleggend publiek.<sup>27</sup> Bijzondere wettelijke voorschriften gelden voor de wijze waarop uitgevende instellingen koersgevoelige informatie openbaar dienen te maken (zie verder hierna § 2.2.5). Niet vereist is dat de informatie door de financiële markten geabsorbeerd is, dat wil zeggen dat het beleggend publiek daadwerkelijk kennis heeft genomen of heeft kunnen nemen van de informatie, alvorens geoordeeld kan worden dat de informatie openbaar is gemaakt.

d. openbaarmaking van de informatie zou significante invloed kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of op de koers van daarvan afgeleide financiële instrumenten.

Een laatste begrenzing ten slotte is gelegen in het belangrijke vereiste dat openbaarmaking van de bewuste informatie significante invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen of daarvan afgeleide financiële instrumenten. Op welke relevantiestandaard heeft de wetgever hier precies het oog? Wanneer is informatie koersgevoelig, zodat die informatie – behoudens toepasselijkheid van de uitstelregeling – onverwijld door de uitgevende instelling openbaar gemaakt moet worden?

Opmerkelijk is dat de wetgever er niet voor heeft gekozen de bewoordingen van art. 1 onder 1 van de Richtlijn marktmisbruik letterlijk te volgen. Daarin wordt niet van "significante invloed" gesproken, maar van "aanzienlijke invloed". De wetgever heeft deze bij gelegenheid van de omzetting van de Richtlijn marktmisbruik bewust gemaakte keuze

---

<sup>27</sup> Zie aldus reeds *Kamerstukken II 1996/97*, 25 095, nr. 3, p. 6.

gemotiveerd door erop te wijzen dat aldus wordt aangesloten bij de in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking gehanteerde uitwerking van de richtlijn.<sup>28</sup> In deze uitvoeringsrichtlijn wordt de maatman van de redelijk handelende belegger geïntroduceerd. In art. 1 lid 2 wordt onder “informatie die, indien zij openbaar zou worden gemaakt, een aanzienlijke invloed zou kunnen hebben op de koers van financiële instrumenten of van daarvan afgeleide financiële instrumenten” verstaan:

“(...) informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren”.

Wolliger kan het bijna niet worden opgeschreven. Naar het oordeel van de wetgever gaat het bij koersgevoelige informatie om informatie die “betekenisvol” is. De term “significant” zou dit beter doen uitkomen dan de term “aanzienlijk” die tamelijk groot betekent. Met deze motivering lijkt de wetgever dan ook te kiezen voor een *kwalitatieve* invulling van het koersgevoeligheidsvereiste. Het gaat om informatie die relevant kan zijn voor beleggers bij het nemen van beleggingsbeslissingen.<sup>29</sup> Bij een kwalitatieve invulling van het koersgevoeligheidsvereiste wordt geen verband gelegd, althans in elk geval niet een rechtstreeks verband, met de mogelijke omvang van de invloed die openbaarmaking van deze informatie zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen (of daarvan afgeleide financiële instrumenten). Zou die laatste eis gesteld worden, en wel in die zin dat de omvang van de potentiële koersinvloed een zekere, kwantitatief te bepalen drempelwaarde overschrijdt, dan wordt daarmee aan het koersgevoeligheidsvereiste een *kwantitatieve* invulling gegeven.

De wetgever lijkt in elk geval te hebben aangenomen dat met een omschrijving van het koersgevoeligheidsvereiste die aansluit bij de maatman van de redelijk handelende belegger een volledige uitwerking is gegeven aan de richtlijneis, zodat het niet nodig is óók nog vast te stellen

28 *Kamerstukken II 2004/05*, 29 827, nr. 3, p. 8.

29 Ik zou overigens menen dat aan dit criterium voor het aannemen van koersgevoeligheid van bepaalde informatie mogelijk eerder wordt voldaan dan aan het materialiteitscriterium zoals de HR dat in het World Online-arrest in r.o. 4.10.4 formuleerde (HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 m.nt. K. Frielink). De HR overwoog in ogenschijnlijk iets strengere bewoordingen: “De rechter zal een onjuiste of onvolledige mededeling dan ook pas als misleidend kunnen kwalificeren, indien redelijkerwijs aannemelijk is dat de mededeling, gelezen in de context waarin deze is geplaatst, van *materieel belang* is voor de beleggingsbeslissing van de “maatman-belegger”. In dat geval is immers aannemelijk dat de onjuistheid of onvolledigheid redelijkerwijs het economische gedrag van de “maatman-belegger” kan beïnvloeden.” (cursivering toegevoegd)

dat openbaarmaking van de bewuste informatie “aanzienlijke invloed” op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen zou kunnen hebben. De wetgever gaat aldus uit van de assumptie dat als de informatie voor een belegger betekenisvol is, van die informatie ook een aanzienlijke invloed op de koers zou kunnen uitgaan. Of die aanname van de wetgever verenigbaar is met de bedoeling van de Europese wetgever is vanwege het ontbreken van een heldere toelichting op de Richtlijn marktmisbruik niet eenduidig vast te stellen. Ondertussen geven de doctrine, CESR – het samenwerkingsverband van nationale effectentoezichthouders, waarvan de functie thans is overgenomen door ESMA – en het Europese Hof van Justitie op dit punt *mixed messages* af. Zo werd door CESR bijvoorbeeld geoordeeld dat de maatstaf van de redelijk handelende belegger slechts behulpzaam is bij het identificeren van de *soort* informatie die relevant is voor de naleving van de openbaarmakingsplicht.<sup>30</sup> In die benadering zou dan nog een vervolgstap gezet moeten worden om te beoordelen of die informatie bij openbaarmaking een aanzienlijke invloed op de beurskoers zou kunnen hebben. Kristen heeft in zijn monumentale studie betoogd dat de formulering van het koersgevoelighedsvereiste in art. 1 onder 1 Richtlijn marktmisbruik wijst op een kwantitatieve invulling.<sup>31</sup> De omvang van de potentiële invloed is kwantitatief bepaald en moet van een zodanige aard zijn dat de invloed kan worden aangemerkt als belangrijk of aanmerkelijk. Een minimaal effect – ook al is dat in technische zin aan te wijzen – is volgens Kristen niet voldoende. Intussen lijkt het *communis opinio* te zijn dat het niet mogelijk is het koersgevoelighedsvereiste te kwantificeren in die zin dat eerst bij een wijziging van de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen met ten minste 5% of 10% sprake is van koersgevoelige informatie. Ten slotte valt uit de rechtspraak op te maken dat bij de invulling van het koersgevoelighedsvereiste de maatstaf van de redelijke handelende belegger een overwegende rol vervult.<sup>32</sup> De rechtspraak lijkt feitelijk uit te gaan van een enkelvoudige toets: als een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken van bepaalde informatie om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren, dan geldt dat deze

---

30 Zie CESR, *Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market*, juli 2007, CESR/06-562b, onder 1.11.

31 Kristen (2004), p. 355-361 en 371. In deze zin ook Doorenbos, *Ondernemingsrecht* (2005), p. 78.

32 Zie bijvoorbeeld HvJ EU 23 december 2009, *JOR* 2010/70 m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group*), Hof Amsterdam 21 maart 2012, *JOR* 2012/183 m.nt. J. Italianer (*Qurius*) en Rb Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. J.W.P. M. van der Velden (*Fortis/AFM*).

informatie bij openbaarmaking een aanzienlijke invloed op de koers van de betrokken financiële instrumenten zou kunnen hebben.

Mijn eigen visie op dit vraagstuk is dat de Europese wetgever zich op een heilloos spoor heeft begeven door de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen te verbinden aan de mogelijke invloed die openbaarmaking van informatie op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven aandelen zou kunnen hebben. Die beurskoers blijkt om diverse redenen niet altijd een betrouwbaar kompas te zijn voor het vaststellen van de betekenis of waarde die aan bepaalde informatie over een uitgevende instelling moet worden toegekend. Bij de openbaarmakingsplicht moet het mijns inziens voor alles gaan om het verschaffen van actuele, volledige en betrouwbare informatie die door beleggers waarschijnlijk relevant wordt gevonden voor het nemen van beleggingsbeslissingen. Wanneer men dat doel voor ogen houdt, past bij een omschrijving van het koersgevoeligheidsvereiste zeker niet een eenzijdige focus op de beurskoers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten. Ook al is de wijze waarop de maatstaf van de redelijk handelende belegger is omschreven omgeven door enkele onzekerheden, deze maatstaf biedt mijns inziens een betrouwbaar kompas om te bepalen welke informatie koersgevoelig is en dus openbaar gemaakt moet worden en wanneer dat dient te geschieden.

Soms zijn tegenstellingen minder groot dan zij op het eerste gezicht lijken of worden voorgesteld. Het is maar zeer de vraag of de tegenstelling tussen de invulling van het koersgevoeligheidsvereiste langs de lijnen van de maatman van de redelijk handelende belegger (een kwalitatieve invulling) dan wel van de invloed die mogelijk uitgaat op de beurskoers van financiële instrumenten (een kwantitatieve invulling) op goede gronden wordt gemaakt. Is het niet veeleer zo dat de vaststelling dat bepaalde informatie relevant kan zijn voor het nemen van beleggingsbeslissingen door de doorsnee belegger tevens behoort te resulteren in de vaststelling dat openbaarmaking van die informatie dus invloed zou kunnen hebben op de koers van de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten? Of met andere woorden gezegd: hebben we hier niet van doen met twee kanten van één en dezelfde medaille?

Hiervoor is het begrip 'koersgevoelige informatie' in al zijn samenstellende onderdelen in redelijk abstracte termen ontleed. Het is uiteraard ook mogelijk om inzicht te bieden in de reikwijdte van dit kernbegrip door daarvan een staalkaart te presenteren. Diverse auteurs hebben een dergelijke poging ondernomen. Met die concrete duidingen zal de

begripsinhoud alweer meer reliëf krijgen. Gelet op het bestek van deze bijdrage wordt gemakshalve naar deze overzichten verwezen.<sup>33</sup>

De AFM benadrukt dat het de eigen verantwoordelijkheid is van de uitgevende instelling om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken.<sup>34</sup> Welke informatie koersgevoelig is, verschilt per onderneming en sector en is ook afhankelijk van het marktsentiment en recente markt- en bedrijfsontwikkelingen. Verder hangt de koersgevoeligheid van informatie af van hoe actueel de informatie is, in welke mate deze informatie iets toevoegt aan al bestaande informatie over hetzelfde onderwerp en in hoeverre het nieuwe informatie is. De mate van koersgevoeligheid zal daarnaast worden bepaald door de aard van de betrokken financiële instrumenten. Zo zal informatie die een significante invloed heeft op de koers van bijvoorbeeld een aandeel niet per definitie dezelfde invloed behoeven te hebben op de koers van een obligatie. De AFM onderscheidt in haar brochure 'Koersgevoelige informatie' enkele categorieën van informatie die als mogelijk koersgevoelig worden aangemerkt. Onderscheiden worden: (a) belangrijke feiten over de financiële positie en/of resultaten (zoals bekendmaking van periodieke financiële resultaten, significante afwijking van eerdere prognoses, ontwikkeling van belangrijke producten, belangrijke informatie omtrent kredietfaciliteiten, belangrijke rechtszaken e.d.), (b) belangrijke feiten over de strategie van de onderneming (zoals aan- of verkoop van belangrijke deelnemingen of bedrijfsonderdelen, aangaan of verbreken van belangrijke samenwerkingsverbanden, omvangrijke reorganisaties, strategische koerswijzigingen, ingrijpende wijziging in de activiteiten van de onderneming) en (c) belangrijke feiten over kapitaal/zeggenschap (zoals het splitsen van aandelen, wijziging in de aan de verschillende categorieën financiële instrumenten verbonden rechten, dividendaankondigingen inclusief de (wijziging van de) ex-dividend datum en wijziging in dividendbeleid, belangrijke wijziging in spreiding aandelenbezit en/of *free float* en het treffen of uitvoeren van beschermingsmaatregelen).

#### 20.2.2.4 Uitstel van openbaarmaking

Het uitgangspunt van de wettelijke regeling is dat een uitgevende instelling verplicht is om koersgevoelige informatie 'onverwijld' openbaar te maken. De wetgever heeft niettemin onderkend dat het een uitgevende instelling in uitzonderlijke gevallen dient te worden

---

33 Zie Hoff (2011), p. 317-430 en Nieuwe Weme en Stevens (2008), p. 222-242.

34 Zie de brochure van de AFM: 'Koersgevoelige informatie' (augustus 2009), p. 7-9.

toegestaan openbaarmaking uit te stellen.<sup>35</sup> Hieraan ligt de gedachte te grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden in uitzonderlijke gevallen deze geheimhouding tijdelijk wordt toegestaan. Dit houdt in dat een uitgevende instellingen in een dergelijk geval mag besluiten om bepaald informatie nog niet openbaar te maken, ondanks het feit dat zij bekend is met informatie die aan alle bestanddelen van het begrip 'koersgevoelige informatie' voldoet. De uitgevende instelling dient een besluit tot uitstel van openbaarmaking zelf te nemen. De uitgevende instelling draag daarmee ook zelf de verantwoordelijkheid voor dit uitstel. Bij het nemen van een besluit tot uitstel van openbaarmaking dient de uitgevende instelling op grond van art. 5:25i lid 3 Wft drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht te nemen. Deze voorwaarden zijn:

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

Het uitstel mag slechts voortduren zolang aan elk van deze drie voorwaarden wordt voldaan. Wordt niet langer aan één of meer van deze voorwaarden voldaan, dan dient de uitgevende instelling de koersgevoelige informatie meteen openbaar te maken. Dit betekent dat het bij toepassing van de uitstelregeling aanbeveling verdient om een *leak strategy* te bepalen in het geval de achtergehouden koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling onverhoopt niet langer meer vertrouwelijk kan worden gehouden. Onderdeel daarvan is het voorhanden hebben van een (zo nodig geactualiseerd) noodpersbericht dat de uitgevende instelling bij geruchtvorming en/of opmerkelijke omzet- en koersbewegingen terstond uitgebracht moet worden.<sup>36</sup>

Bij AMvB zijn regels gesteld met betrekking tot deze uitzondering op de hoofdregel van onverwijlde openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 4 Wft). Daarbij is bepaald wat onder een rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel kan worden verstaan en aan welke vereisten een uitgevende instelling dient te voldoen om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen. Deze regels zijn neergelegd in art. 4 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.

35 *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 12.*

36 Zie ook art. 3 lid 2 sub c) Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.

### *Rechtmatig belang*

Het begrip 'rechtmatig belang' bij uitstel van openbaarmaking is nogal onbepaald. De wetgever heeft in de uitvoeringsregelgeving van de Wft om die reden iets meer zicht gegeven op de reikwijdte daarvan. Dat is gebeurd door enkele voorbeelden op te sommen van een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking. Art. 4 lid 1 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft bepaalt dat onder een rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel 'in elk geval' wordt verstaan het voorkomen dat de openbaarmaking van:

- a. informatie de uitkomst of het normale verloop van onderhandelingen waarbij de uitgevende instelling partij is, kan beïnvloeden;  
Dit eerste geval ziet op lopende onderhandelingen over bijvoorbeeld de totstandkoming van een overname, fusie of order. Het is een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dat deze onderhandelingen niet worden doorkruist doordat de uitgevende instelling genoopt wordt hierover prematuur publiekelijk mededelingen te doen. Indien openbaarmaking de normale uitkomst of het normale verloop *kan* beïnvloeden, mag – indien tevens aan de overige uitstelvoorwaarden is voldaan – door de uitgevende instelling een uitstelbesluit genomen worden.
- b. door het bestuur van de uitgevende instelling genomen besluiten voordat de op grond van Boek 2 BW of de statuten door de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan vereiste goedkeuring is verleend, samen met de gelijktijdige aankondiging dat deze goedkeuring nog geen feit is, aan een correcte beoordeling door het publiek in de weg kan staan;  
Dit geval ziet op een *two tier board* beheersstructuur waarbij door het bestuur van de uitgevende instelling genomen besluiten of overeenkomsten nog door de raad van commissarissen of een daarmee vergelijkbaar orgaan van de uitgevende instelling moeten worden goedgekeurd. In dit geval is uitstel van openbaarmaking uitsluitend toegestaan indien het niet mogelijk is het publiek correct te informeren door te verkondigen dat weliswaar het bestuur het besluit heeft genomen maar dat dit besluit nog onderworpen is aan de goedkeuring van de raad van commissarissen. Het lijkt erop dat de uitgevende instelling slechts een beroep toekomt op deze uitstelgrond indien de wettelijk of statutair vereiste goedkeuring van de raad van commissarissen geen uitgemaakte zaak is en een inhoudelijk debat met de raad van commissarissen te verwachten is. Alleen in dat geval is immers te vrezen dat verwarring bij beleggers

ontstaat indien het bestuur het genomen besluit openbaar maakt terwijl later zou kunnen blijken dat het bestuur ten onrechte een voorschot heeft genomen op de instemming daarmee door de raad van commissarissen. Het lijkt mij verdedigbaar dat indien goedkeuring van de raad van commissarissen op andere gronden is vereist – bijvoorbeeld op grond van een reglement – of indien niet de uitgevende instelling zelf partij is bij de onderhandelingen maar een belangrijke dochtermaatschappij, de uitgevende instelling ook een rechtmatig belang heeft om openbaarmaking van koersgevoelige informatie gedurende het besluitvormingstraject of de lopende onderhandelingen uit te stellen.

- c. bepaalde bijzondere toezichtsmaatregelen strijd oplevert met het belang van de betrokken financiële onderneming;  
Bij het opleggen van bepaalde toezichtsmaatregelen als bedoeld in de Wft – bedoeld wordt op de benoeming van een stille curator (art. 1:76 Wft) of het indienen van een verzoekschrift omtrent het uitspreken van de noodregeling (art. 3:160 of art. 3:161 Wft) – en bij het verschaffen van liquiditeitssteun door de Nederlandsche Bank op grond van de Bankwet 1998 is eveneens een beroep op een rechtmatig belang van de financiële onderneming mogelijk. De achtergrond hiervan is dat in de in dit onderdeel genoemde situaties geheimhouding een belangrijke voorwaarde is voor de effectiviteit van de toezichtsmaatregel of de liquiditeitssteun.
- d. het feit dat de AFM een verzoek of een mededeling als bedoeld in art. 2 lid 1 onderscheidenlijk art. 3 lid 1 Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfv) heeft gedaan, invloed zou kunnen hebben op de koers van de effecten van de uitgevende instelling (als bedoeld in de Wtfv) of op de koers van daarvan afgeleide effecten.<sup>37</sup>

De uitgevende instelling heeft in dit geval een rechtmatig belang om van onverwijld openbaarmaking af te kunnen zien, omdat het bestaan van twijfels bij de AFM omtrent haar financiële verslaggeving nog niet betekent dat er daadwerkelijk sprake is van tekortkomingen in de toepassing van de verslaggevingsvoorschriften en openbaarmaking van dergelijke twijfels van de AFM tot (grote) gevolgen voor de koers van de door

---

37 Deze uitstelgrond volgt uit het Besluit van 31 oktober 2006, houdende regels inzake het toezicht op de naleving van de voorschriften voor financiële verslaggeving van effectenuitgevende instellingen, de doorberekening van aan dat toezicht verbonden kosten, alsmede tot wijziging van enige besluiten (Besluit toezicht financiële verslaggeving).



de uitgevende instellingen uitgegeven effecten kan leiden, heeft de uitgevende instelling, in elk geval hangende de door de Wtffv voorgeschreven overlegfase met de AFM, een rechtmatig belang om desgewenst van onverwijld openbaarmaking af te zien. Deze twijfels kunnen reden zijn voor een verzoek van de AFM aan de uitgevende instelling tot het geven van een nadere toelichting omtrent de toepassing van de verslaggevingsvoorschriften of een mededeling dat de nadere toelichting de bij de AFM gerezen twijfels niet heeft weggenomen.

Het betreft hier niet meer dan vier voorbeelden die een rechtmatig belang van de uitgevende instelling bij uitstel van openbaarmaking kunnen opleveren. Ook andere rechtmatige belangen van de uitgevende instelling zijn denkbaar.<sup>38</sup> De in de rechtspraak wel verdedigde gedachte dat de eerste voorwaarde van de uitstelregeling niet meer zou inhouden dan een belangenafweging, in die zin dat het belang van de uitgevende instelling bij het tijdelijk achterhouden van bepaalde informatie afgewogen dient te worden tegen het belang van beleggers bij tijdige kennisgeving van deze informatie, dient mijns inziens verworpen te worden.<sup>39</sup> Met een dergelijke belangenafweging zou namelijk miskend worden dat uitgevende instellingen voor alles wettelijk verplicht zijn koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken. Om een beroep te kunnen doen op de uitstelregeling zal een uitgevende instelling een concreet en legitiem eigen belang dienen te hebben bij het nemen van uitstel van openbaarmaking. Dat belang van de uitgevende instelling moet voldoende zwaarwichtig zijn om het primaat van de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft terzijde te kunnen stellen. Het enkele feit dat het een uitgevende instelling op enig moment (nog) niet uitkomt om negatieve bedrijfsinformatie openbaar te maken, kwalificeert niet als een rechtmatig belang.

De wetgever heeft het begrip 'rechtmatig belang' bij uitstel ook verduidelijkt door uitdrukkelijk te bepalen dat ter zake van bepaalde informatie geen beroep op de uitstelregeling openstaat. Die laatste weg is bijvoorbeeld gevolgd ten aanzien van bepaalde mededelingen die in het kader van de biedingsprocedure dienen te worden gedaan.<sup>40</sup> Die mededelingen worden noodzakelijk geacht voor een goed verloop van het

---

38 Zie Nota van toelichting bij Besluit marktmisbruik Wft (*Stb.* 2008, 578), p. 43.

39 In deze zin inmiddels ook Rb Rotterdam 9 februari 2012, *JOR* 2012/145 m.nt. J.W. P.M. van der Velden (*Fortis/AFM*).

40 Zie art. 4 lid 4 Besluit openbare biedingen Wft voor de opsomming van de mededelingen ten aanzien waarvan geen gebruik gemaakt kan worden van de uitstelmogelijkheid.

biedingsproces en de werking van de financiële markten.<sup>41</sup> Om die reden zal voor de aangewezen mededelingen geen uitstel­mogelijkheid bestaan.

*Geen misleiding van het publiek te duchten*

Uitstel van openbaarmaking is slechts toegestaan indien van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten is. Deze voorwaarde behoeft enige toelichting, omdat het door de uitgevende instelling gehanteerde uitstel uit de aard der zaak impliceert dat bepaalde informatie door de uitgevende instelling doelbewust wordt achtergehouden. Teneinde te voorkomen dat elk beroep op de uitstel­grond illusoir wordt, zal aan het begrip 'misleiding' in deze context dan ook een andere dan de gebruikelijke betekenis moeten worden toegekend.

Bij de uitleg van het begrip 'misleiding' zou bijvoorbeeld kunnen worden aangeknoopt bij het doel waarmee de informatie door de uitgevende instelling wordt achtergehouden. Een relevante vraag is dan of het door de uitgevende instelling met uitstel van openbaarmaking nagestreefde doel wel geoorloofd is. Mocht blijken dat dit niet het geval is, bijvoorbeeld als de uitgevende instelling opzettelijk informatie achterhoudt met het doel een verkeerde voorstelling van zaken te geven, dan moet worden aangenomen dat misleiding van het publiek als gevolg van het achterhouden van deze informatie te duchten is. In dat geval zou ook geredeneerd kunnen worden dat een rechtmatig belang bij uitstel ontbreekt. Ook is het mogelijk dat bij de uitleg van het begrip 'misleiding' rekening wordt gehouden met de door een uitgevende instelling gedane mededelingen die op gespannen voet staan met de achtergehouden informatie. Aangenomen mag worden dat misleiding van het publiek te duchten zal zijn als de uitgevende instelling zelf mededelingen doet die in strijd zijn met de achtergehouden informatie. Indien de openbaarmaking van lopende overname­onderhandelingen bijvoorbeeld wordt uitgesteld, mag de uitgevende instelling gedurende het genomen uitstel het bestaan van die onderhandelingen niet ontkennen.

De tweede voorwaarde voor uitstel houdt in dat misleiding van het publiek te duchten moet zijn. Met 'te duchten' zou volgens de wets­geschiedenis in het strafrecht worden bedoeld op de graad van waarschijnlijkheid die bestaat wanneer naar de gewone loop der dingen zonder buitengewone omstandigheden de ernstige mogelijkheid van de noodlottige afloop aanwezig is.<sup>42</sup> Of anders gezegd: er zal sprake moeten zijn

---

41 Zie de Nota van toelichting op het Besluit openbare biedingen Wft, p. 35.

42 *Kamerstukken II 2004/05, 29 827, nr. 3, p. 31 en 35.*

van een sterke mate van waarschijnlijkheid van misleiding als gevolg van het door de uitgevende instelling genomen uitstel.

Aangenomen wordt dat misleiding van het beleggend publiek zelfs te duchten is als geruchten met een kern van waarheid in de markt circuleren die niet door toedoen van de uitgevende instelling in de wereld zijn gebracht. In dit verband wordt van *passieve* misleiding gesproken in tegenstelling tot *actieve* misleiding, in welk laatste geval de uitgevende instelling op één of andere wijze zelf de hand in de misleiding heeft gehad. Zo oordeelde de Rotterdamse voorzieningenrechter dat in de Vedior-zaak niet aan de tweede uitstelvoorwaarde was voldaan en misleiding van het publiek te duchten was.<sup>43</sup> In deze zaak was er sprake van een oplopende koers van het aandeel Vedior en geruchtvorming in de media, die ten dele onjuist was. De marktgeruchten hadden betrekking op een mogelijke overname van Vedior door Adecco, terwijl op dat moment realiter onderhandelingen met Randstad gevoerd werden over een fusie. Als motivering voor zijn oordeel dat misleiding van het publiek te duchten was, overweegt de voorzieningenrechter dat niet maatgevend is of de berichtgeving in de media, die heeft geleid tot de forse koersstijging van het aandeel Vedior, gebaseerd was op volledig juiste informatie of dat die geruchten afkomstig waren van Vedior zelf. Het gaat er volgens de voorzieningenrechter om dat Vedior beschikte over koersgevoelige informatie die, indien die wetenschap bij het publiek bekend was, er naar alle verwachting toe zou leiden dat het publiek zich niet (langer) zou hebben laten leiden door die onjuiste geruchtvorming.

Hiervoor heb ik gesteld dat het begrip 'rechtmatig belang' enigszins onbepaald is. Het komt mij verdedigbaar voor dat de eerste twee voorwaarden van de uitstelregeling in samenhang met elkaar kunnen worden uitgelegd. Vooral de tweede voorwaarde dat van het genomen uitstel geen misleiding van het publiek te duchten mag zijn, zal inhoud en kleur kunnen geven aan het voor uitstel vereiste rechtmatig belang en een drempel voor uitgevende instellingen kunnen opwerpen om al te gemakkelijk tot uitstel te besluiten. Zo zullen onderhandelingen over een reddingsoperatie van een uitgevende instelling, waarvan de slagingskans niet meer reëel te noemen is, geen rechtmatig belang kunnen opleveren voor uitstel van openbaarmaking van het financieel zware weer waarin de uitgevende instelling is aanbeland. Daar komt nog bij dat de tweede voorwaarde van de uitstelregeling ook als een omslagpunt zou kunnen dienen, in die zin dat een uitgevende instelling bijvoorbeeld aanvankelijk

---

43 Zie Voorzieningenrechter Rb Rotterdam 8 juli 2009, JOR 2009/234 m.nt. G.T.J. Hoff (*Vedior/AFM*).

tot uitstel heeft mogen besluiten, maar dat haar op enig moment tijdens de onderhandelingen niet langer meer een beroep toekomt op een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking. Dat kan het geval zijn als geconstateerd zou moeten worden dat geen concreet uitzicht meer bestaat op het bereiken van het gestelde einddoel van de onderhandelingen.

#### *Waarborgen van de vertrouwelijkheid*

Ten slotte geldt de voorwaarde dat uitstel van openbaarmaking slechts is toegestaan indien de uitgevende instelling in staat is de vertrouwelijkheid van de bewuste koersgevoelige informatie te waarborgen. Art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft bepaalt hierover:

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

Voor de invulling van deze derde uitstelvoorwaarde is van belang – maar niet beslissend – of de uitgevende instelling voldoende maatregelen heeft genomen om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden koersgevoelige informatie te waarborgen. Ingezien moet worden dat ook als de uitgevende instelling aan deze eis voldoet, zich nog steeds situaties kunnen voordoen waarin geconcludeerd moet worden dat de vertrouwelijkheid van achtergehouden informatie niet (langer) kan worden gewaarborgd. In dat geval herleeft de verplichting voor de uitgevende instelling om de koersgevoelige informatie op grond van de hoofdregel van art. 5:25i lid 2 Wft onverwijld openbaar te maken. Het gaat hier dus niet om een inspanningsverbintenis van de uitgevende instelling, maar om een resultaatsverbintenis.

Een belangrijke maatregel die de uitgevende instelling in elk geval dient te nemen om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen, is het beperken van de toegang tot koersgevoelige informatie tot die personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met deze informatie (*need to know*-beginsel). Om dit doel te bereiken, kunnen diverse instrumenten worden gehanteerd. Te denken valt aan het nummeren van kopieën, gebruik van codenamen, beveiliging van computernetwerk met wachtwoorden e.d. Bevorderlijk voor het waarborgen van vertrouwelijkheid is verder nog de

verplichting van uitgevende instellingen om de op de insiderlijst voorkomende personen die op regelmatige of incidentele basis kennis kunnen hebben van koersgevoelige informatie op de hoogte te stellen van de in afdeling 5.4.2 Wft (Regels ter voorkoming van marktmisbruik) gestelde verboden en de hoogte van de sancties die op overtreding daarvan zijn gesteld (art. 5:59 lid 1 Wft). Een laatste voorbeeld is het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst. Het sluiten van een dergelijke overeenkomst legitimeert de uitgevende instelling om koersgevoelige informatie selectief aan een derde mede te delen, indien dit althans geschiedt *in* het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie (art. 5:25i lid 5 j° lid 6 Wft). Met het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst beoogt de uitgevende instelling te voorkomen dat deze informatie voortijdig openbaar wordt gemaakt. Het sluiten van een geheimhoudingsovereenkomst zal er tevens toe strekken de derde waarmee de overeenkomst wordt gesloten de inhoud van het mededelingsverbod van art. 5:57 lid 1 sub a Wft nog eens uitdrukkelijk onder de aandacht te brengen.

Niet wordt vereist dat daadwerkelijk vaststaat dat de vertrouwelijkheid op een of andere wijze is doorbroken. Voldoende is mijns inziens dat er concrete signalen zijn dat de vertrouwelijkheid van de door de uitgevende instelling achtergehouden informatie niet meer is verzekerd. Zo kunnen bepaalde marktomstandigheden, waaronder ook de ontwikkelingen in het koersverloop en/of omzetvolumes, al dan niet in combinatie met andere factoren, een dergelijk signaal opleveren. Voorop staat evenwel dat in het algemeen niet op speculatie of onware geruchten in de markt behoeft te worden gereageerd.<sup>44</sup> Dit wordt anders als bijvoorbeeld marktgeruchten geheel of ten dele op waarheid berusten. Een verplichting tot openbaarmaking kan voor de uitgevende instelling ontstaan als sprake is van ontwikkelingen in de markt die significant afwijken van de gebruikelijke patronen, zonder dat daarvoor een andere (overtuigende) verklaring door de uitgevende instelling kan worden gegeven. In dat geval is er immers gerede twijfel aan het voortduren van de vertrouwelijkheid van de informatie.

#### *Geen melding van het gehanteerde uitstel aan de AFM*

De uitgevende instelling dient zelf een besluit tot uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie te nemen. Aan de AFM is op dit terrein (nog) geen rol toebedeeld. Het is zelfs niet nodig om de AFM – hetzij vooraf, hetzij achteraf – te informeren over het door de uitgevende instelling genomen uitstel. Uiteraard kan de AFM wel achteraf toetsen of de uitgevende instelling op goede gronden een besluit tot uitstel van

---

44 Hoff (2011), p. 416-426.

openbaarmaking heeft genomen en of het uiteindelijke moment van openbaarmaking door haar juist is gekozen.<sup>45</sup>

Hoewel de Richtlijn marktmisbruik in art. 6 lid 2 aan de lidstaten uitdrukkelijk de optie biedt om van uitgevende instellingen te verlangen dat zij de aangewezen bevoegde autoriteit – in Nederland: de AFM – onverwijld in kennis stellen van het besluit om de openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen, heeft Nederland van die optie geen gebruik gemaakt. Mijns inziens zou een dergelijke melding aan de AFM moeten worden toegejuicht. Als gesteld, thans zal de AFM slechts *achteraf* kunnen toetsen of door de uitgevende instelling terecht een beroep is gedaan op de uitstelregeling. Omdat het niet nodig is de AFM vooraf te informeren, zal de AFM over het door de uitgevende instelling genomen uitstel in onwetendheid verkeren. Een tijdige constatering door de AFM dat de uitstelregeling door de uitgevende instelling wordt overtreden omdat daarop geen beroep kan worden gedaan of dat dit niet langer meer mogelijk is, wordt op deze wijze aan het toeval overgelaten. De melding door een uitgevende instelling zal voor de AFM een nuttig instrument kunnen zijn om zo nodig proactief toezicht te houden op de naleving door de uitgevende instelling van de aan uitstel van openbaarmaking verbonden voorwaarden. De AFM zal daardoor steeds ‘op scherp’ staan en zal – als daarvoor aanleiding bestaat – tijdig in kunnen grijpen. Zonder enige melding van de uitgevende instelling zal de AFM in elk geval niet goed in staat zijn om de ontwikkelingen op de beurs, zoals omzet- en koersontwikkelingen, op waarde te schatten. Bovendien geldt dat – indien de AFM op enig moment signalen zou krijgen dat de aan de uitstelregeling verbonden voorwaarden niet worden nageleefd – als gevolg van de voorafgaande melding niet meer onnodig tijd verloren gaat met het door de AFM nog uit te voeren onderzoek.

Ingeval de AFM van oordeel is dat de uitgevende instelling bepaalde koersgevoelige informatie openbaar moet maken maar zij dat nog niet heeft gedaan, dan kan de AFM de uitgevende instelling daartoe een aanwijzing geven (art. 5:25s lid 1 j° art. 1:75 lid 1 Wft). Die aanwijzingsbevoegdheid houdt in dat een uitgevende instelling kan worden verplicht om binnen een door de AFM gestelde redelijke termijn ten aanzien van in de aanwijzingsbeschikking aan te geven punten “een bepaalde gedragslijn” te volgen. Ook is het mogelijk dat de AFM een aanwijzing geeft aan

---

45 De AFM en haar toezichtsmedewerkers kunnen daarbij gebruik maken van de hun ten dienste staande toezichtsbevoegdheden, waaronder de inlichtingenbevoegdheid (art. 1:74 Wft en art. 5:16 Awb) en de bevoegdheid inzage te vorderen in zakelijke gegevens en bescheiden (art. 5:17 Awb).

NYSE Euronext Amsterdam om de handel in financiële instrumenten van de uitgevende instelling te onderbreken of zelfs voor een langere periode op te schorten (art. 5:32h lid 1 Wft). De AFM kan deze handelsmaatregel treffen "indien dit met het oog op de bescherming van het belang van de beleggers in het financieel instrument of de ordelijke handel in het financieel instrument noodzakelijk is".

#### 20.2.2.5 Openbaarmakingsregime

Het voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldende openbaarmakingsregime maakt gebruik van een drietal instrumenten. Het eerste instrument dat moet worden ingezet, is het persbericht dat door de uitgevende instelling moet worden uitgebracht en waarin de koersgevoelige informatie is opgenomen (art. 5:25m lid 2 Wft). Het persbericht dient door de uitgevende instelling te worden uitgebracht in Nederland alsmede in elke andere lidstaat waar de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten met haar toestemming zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of waar ter zake van die instrumenten met haar instemming verzocht is om toelating tot de handel op een dergelijke markt. Bij de distributie van het persbericht dient de uitgevende instelling gebruik te maken van "media waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat een snelle en doeltreffende verspreiding van de gereguleerde informatie in alle lidstaten is gewaarborgd" (art. 5:25m lid 1 Wft). Volgens de AFM moet het persbericht gestuurd worden naar een in de markt gebruikelijke combinatie van algemene en specifieke financiële media. Tot deze media behoren de internationale en nationale *real time* nieuwsdiensten (zoals Reuters, Bloomberg, Dow Jones, Betten en ANP) en de landelijk verspreide dagbladen (zoals Het Financieel Dagblad, NRC Handelsblad, De Telegraaf en De Volkskrant). Het tweede instrument is de website van de uitgevende instelling waarop de koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling onverwijld moet worden geplaatst (art. 5:25m lid 3 Wft). De uitgevende instelling dient de aldus op de website geplaatste informatie gedurende ten minste een jaar toegankelijk te houden. Het derde instrument ten slotte is het openbaar register van de AFM waarin de AFM de van de uitgevende instelling ontvangen melding van koersgevoelige informatie moet verwerken (art. 1:107 lid 3 onderdeel c sub 2° Wft). Het persbericht wordt overigens pas door de AFM toegankelijk gemaakt voor het beleggend publiek *nadat* door de AFM is vastgesteld dat het aan haar toegestuurde persbericht door de uitgevende instelling openbaar is gemaakt en uiterlijk binnen vijf werkdagen na ontvangst daarvan. Hiermee heeft de opslag door de AFM

in een openbaar register veeleer een archieffunctie gekregen dan een instrument dat ten behoeve van de openbaarmaking van koersgevoelige informatie wordt ingezet. De AFM houdt deze gegevens gedurende ten minste vijf jaar voor een ieder kosteloos ter inzage in het register (art. 1:108 lid 1 Wft). Het openbaar register is te raadplegen op de website van de AFM.

### 20.2.3 *Stelplicht, bewijslastverdeling en bewijslevering van onrechtmatig handelen*

Op grond van de hoofdregel van bewijslastverdeling draagt een partij die zich beroept op rechtsgevolgen van door haar gestelde feiten of rechten ook de bewijslast van die feiten of rechten (art. 150 Rv).<sup>46</sup> In overeenstemming hiermee dienen beleggers te stellen, en bij een voldoende gemotiveerde betwisting door de uitgevende instelling te bewijzen, dat de uitgevende instelling de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie daadwerkelijk heeft overtreden. De bewijslevering in dit soort aangelegenheden is geen sinecure. Daarvoor zijn diverse redenen aan te voeren. In de eerste plaats staan uitgevende instellingen bepaald niet te trappelen om gemaakte fouten in het communicatiebeleid spontaan op te biechten en daarover publiekelijk de nodige openheid van zaken te geven. Beleggers die het bestuur kritisch hierover wensen te bevragen, worden niet zelden uitgemaakt voor onruststokers die het grote(re) belang van de uitgevende instelling ten achter zouden stellen bij het daaraan vermeend ondergeschikte eigen belang. In de tweede plaats zijn de beperkte, tijdrovende en daardoor ook kostbare *disclosure*- en *discovery*-mogelijkheden in civiele procedures er debet aan dat beleggers soms noodgedwongen andere wegen moeten bewandelen om de voor de zaak relevante feiten boven water te halen.<sup>47</sup> Geijkte voorbeelden van dergelijke ondersteunende procedures zijn de door de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam te gelasten enquêteprocedure (art. 2:344 e.v. BW) en de procedure die leidt tot het opleggen van een bestuurlijke boete door de AFM (art. 1:80 e.v. Wft). In beide procedures is voor beleggers ook een initiërende rol weggelegd. Zo kunnen beleggers de

46 Deze hoofdregel lijdt uitzondering indien uit enige bijzondere (geschreven of ongeschreven) rechtsregel of de eisen van redelijkheid en billijkheid een andere verdeling van de bewijslast voortvloeit (art. 150 Rv).

47 Die instrumenten zijn: art. 843a Rv (exhibitievordering), art. 22 Rv (rechterlijk bevel bepaalde stellingen toe te lichten of bepaalde, op de zaak betrekking hebbende bescheiden over te leggen), art. 162 Rv (rechterlijk bevel tot openlegging van boeken, bescheiden en geschriften) en art. 186 e.v. Rv (voorlopig getuigenverhoor).



Ondernemingskamer een verzoek doen een enquête te gelasten, mits aan één van de daaraan gestelde minimumeisen wordt voldaan (art. 2:345 BW). Beleggers kunnen bovendien een verzoek tot de AFM richten – in bestuursrechtelijke termen een ‘aanvraag’ geheten – om een handhavingsinstrument in te zetten (art. 1:3 lid 3 Awb). Wijst de AFM deze aanvraag af, dan is sprake van een beschikking (art. 1:3 lid 2 Awb) en tegen een dergelijke beschikking staan voor een belanghebbende de rechtsmiddelen van bezwaar en beroep open.<sup>48</sup> Een andere weg die beleggers kunnen bewandelen is het doen bijeenroepen van een algemene vergadering van aandeelhouders om het bestuur over een bepaalde aangelegenheid te kunnen bevragen (art. 2:107 lid 2 en art. 2:110 BW).

Ter ondersteuning van een door beleggers tegen een uitgevende instelling ingestelde schadevergoedingsvordering zal veelal een beroep kunnen worden gedaan op het feit dat de AFM in verband met een bepaalde overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie een bestuurlijke boete aan de uitgevende instelling heeft opgelegd.<sup>49</sup> Ook is denkbaar dat beleggers een beroep doen op het onderzoeksverslag dat door onderzoekers in opdracht van de Ondernemingskamer in het kader van een enquêteprocedure is uitgebracht of de eindbeschikking van de Ondernemingskamer waarin een beschrijving van en/of een declaratoir oordeel wordt gegeven over het communicatiebeleid van de uitgevende instelling, zoals bijvoorbeeld de conclusie dat in één of meer opzichten sprake is geweest van wanbeleid.<sup>50</sup> Dat roept vervolgens de vraag op of, en zo ja, in welke mate de in deze documenten (een boetebesluit van de AFM, een onderzoeksverslag of een beschikking van de Ondernemingskamer) vastgestelde feiten en/of gegeven oordelen een bijdrage kunnen leveren aan de bewijslevering in een civiele procedure die erop is gericht een schadevergoedingsvordering ten laste van de uitgevende instelling toegewezen te krijgen.

---

48 Hoff (2011), p. 628-631. Zie inmiddels uitdrukkelijk CBb 7 juni 2012, *JOR* 2012/254 m.nt. V.H. Affourtit en M.M. van den Broek (*AFM/SRM en Trafalgar*), r.o. 5.1.

49 Noodzakelijk is dat niet. Denkbaar is dat een schadevergoedingsvordering door benadeelde beleggers wordt ingesteld, hoewel de AFM om bijvoorbeeld beleidsmatige redenen niet handhavend heeft opgetreden tegen een (vermeende) overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling.

50 Omwille van de transparantie meldt de auteur dezès dat hij één van de twee advocaten is die de VEB bijstaat in de tegen Fortis c.s. ingestelde schadevergoedingsvordering. Ook in dat geval is een beroep gedaan op boetebesluiten van de AFM en het wanbeleidoordeel van de Ondernemingskamer. Tegen deze boetebesluiten van de AFM en de eindbeschikking van de Ondernemingskamer zijn door Fortis overigens rechtsmiddelen aangewend waarop nog niet definitief is beslist.

Enigszins terzijde merk ik nog op dat beleggers er verstandig aan zullen doen niet in algemene zin, maar specifiek te verwijzen naar die onderdelen van de boetebesluiten van de AFM dan wel het verslag van onderzoekers in een enquêteprocedure of een eindbeschikking van de Ondernemingskamer waarop zij zich wensen te beroepen. Aldus wordt voorkomen dat onverhoopt geoordeeld wordt dat beleggers niet aan hun stelplicht zouden hebben voldaan doordat onvoldoende specifiek naar deze documenten is verwezen. Het moet niet alleen voor de rechter voldoende duidelijk en kenbaar zijn wat hem aan feiten en omstandigheden ter beoordeling wordt voorgelegd, maar ook de uitgevende instelling dient haar verweer daarop te kunnen afstemmen.<sup>51</sup>

Het civiele bewijsrecht kent een in beginsel vrij bewijsstelsel. Zo kan bewijs worden geleverd door alle middelen (art. 152 lid 1 Rv). Een ander uitgangspunt is dat de waardering van het bewijs aan het oordeel van de rechter wordt overgelaten (art. 152 lid 2 Rv). Dit houdt in dat de rechter in beginsel vrij is om bewijskracht aan de bewijsmiddelen toe te kennen die hem gelet op alle omstandigheden van het geval geraden voorkomt. Bewijskracht betekent in dit verband: overtuigende kracht. De rechter is vrij om zelf te bepalen of, en zo ja in hoeverre, hij zich door de hem gepresenteerde bewijsmiddelen laat overtuigen van de met die bewijsmiddelen te bewijzen feiten. Door in beide leden aan de hoofdregel toe te voegen: 'tenzij de wet anders bepaalt' laat art. 152 Rv de mogelijkheid open dat de wet paal en perk stel aan de vrijheid op het terrein van de bewijsmiddelen en de rechterlijke bewijswaardering.<sup>52</sup> De rechterlijke vrijheid die ten aanzien van de bewijswaardering bestaat, betekent overigens niet dat de rechter zijn oordeel dat het bewijs is geleverd, niet naar behoren zou moeten motiveren. Aangenomen wordt echter dat op de rechter in beginsel een beperkte motiveringsplicht rust ten aanzien van de bewijswaardering. In hoeverre de rechter zijn beslissing dient te motiveren, hangt volgens de Hoge Raad af van de aard van het bewijsmateriaal en de aard en de mate van precisering van de daartegen door partijen aangevoerde bezwaren.<sup>53</sup> Ten aanzien van het oordeel van de rechter of

51 HR 31 december 1993, NJ 1994, 387.

52 Een voorbeeld daarvan is de dwingende bewijskracht van een bewezen feit uit een strafvonnis. Zo levert een in kracht van gewijsde gegaan en op tegenspraak gewezen vonnis waarbij de Nederlandse strafrechter bewezen heeft verklaard dat iemand een feit heeft begaan, dwingend bewijs op van dat feit (art. 161 Rv).

53 HR 5 december 2003, NJ 2004, 74 (*Stichting Nieuw Vredenburg/Nieuwe Hollandsche Lloyd Schadeverzekering Maatschappij*). Weliswaar gaat deze zaak over de bewijswaardering van deskundigenrapporten, maar er lijkt geen goede reden te bedenken om aan de door de Hoge Raad genoemde gezichtspunten niet een algemenere strekking toe te kennen.

het bewijs geleverd is, wordt verder de eis gesteld dat hij in beginsel zijn oordeel van een zodanige motivering dient te voorzien, dat deze voldoende inzicht geeft in de daaraan ten grondslag liggende gedachtegang om deze zowel voor partijen als voor derden, daaronder begrepen de hogere rechter, controleerbaar en aanvaardbaar te maken.

Gelet op deze uitgangspunten van het civiele bewijsrecht is begrijpelijk dat beleggers van oordeel zullen zijn dat bij de bewijslevering grote betekenis of invloed behoort te worden toegekend aan een boetebesluit van de AFM dan wel een onderzoeksverslag of een eindbeschikking van de Ondernemingskamer, omdat daarin nu eenmaal in essentie dezelfde verwijten feitelijk onderbouwd en door een bestuursorgaan of een rechter (kunnen) zijn beoordeeld. Bij de bewijslevering behoeft aldus niet meer bij Adam en Eva te worden begonnen. Ten aanzien van de bewijswaardering van deze documenten door de civiele rechter dienen nog wel enkele kanttekeningen te worden geplaatst.

#### *Boetebesluit*

Het belang van een besluit van de AFM waarbij voor een overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie een bestuurlijke boete is opgelegd aan de uitgevende instelling zal in *civilibus* zonder meer groot kunnen zijn.<sup>54</sup> Een dergelijke boete kan immers uitsluitend worden opgelegd indien sprake is van een door de AFM vastgestelde overtreding van de openbaarmakingsplicht (art. 1:80 Wft j° art. 5:1 Awb). Ten behoeve van haar onderzoek beschikken de AFM en haar toezichtsmedewerkers over uitgebreide toezichtsbevoegdheden.<sup>55</sup> Daar komt ten slotte nog bij dat in verband met de aan art. 6 lid 2 EVRM ten grondslag liggende

---

54 Zie bijvoorbeeld het boetebesluit dat aan Fortis door de AFM is opgelegd. Zie het persbericht van 10 maart 2010 (AFM legt boetes op aan Fortis voor marktmanipulatie en niet tijdig publiceren koersgevoelige informatie). Het boetebesluit bevat als bijlage een compleet overzicht van feiten die zich in de periode januari 2008 tot en met juni 2008 hebben voorgedaan. Een groot deel van dit overzicht is op verzoek van Fortis door de AFM onleesbaar gemaakt. Mijns inziens kan niet zonder meer worden aangenomen dat voor het aldus rigoureuus kuisen van het boetebesluit enige wettelijke grondslag bestaat. Die grondslag kan mijns inziens niet in de voor AFM geldende geheimhoudingsbepaling van art. 1:89 Wft worden gevonden. De publicatieplicht van de AFM van een bestuurlijke boete (art. 1:97 e.v. Wft) vormt daarop namelijk een uitzondering, zonder dat die publicatieplicht vervolgens in enig opzicht wordt geclausuleerd.

55 Te noemen zijn: de inlichtingenbevoegdheid van de AFM (art. 1:74 Wft) en de toezichtsbevoegdheden van de toezichtsmedewerkers van de AFM, zoals de inlichtingenbevoegdheid (art. 5:16 Awb), de inzagebevoegdheid in zakelijke gegevens en bescheiden (art. 5:17 Wft) alsook de medewerkingsplicht van de ondertoezichtgestelde uitgevende instelling (art. 5:20 Awb).

*praesumptio innocentiae* in geval van een niet te verwaarlozen twijfel geen bestuurlijke boete door de AFM mag worden opgelegd. Bij twijfel dient in het voordeel van de uitgevende instelling te worden beslist (*in dubio pro reo*). Aan de bewijslevering door de AFM worden in deze dus hoge eisen gesteld.

Hiertegenover kan worden gesteld dat de burgerlijke rechter strikt genomen niet gebonden is aan het oordeel van het bestuursorgaan dat de bestuurlijke boete heeft opgelegd of de bestuursrechter aan wie het boetebesluit ter rechterlijke toetsing is voorgelegd.<sup>56</sup> De burgerlijke rechter zal dus zelfstandig hebben te oordelen of sprake is van overtreding door de uitgevende instelling van art. 5:25i Wft. Door en met die vaststelling zal ook gegeven zijn dat de uitgevende instelling onrechtmatig heeft gehandeld jegens de beleggers (§ 2.1). Aan het boetebesluit of het daarover gegeven oordeel van de bestuursrechter komt vrije bewijskracht toe. Getracht is nog wel om de bewijsrechtelijke invloed van het feit dat een bestuurlijke boete is opgelegd en door de bestuursrechter is gehandhaafd op een bepaalde wijze kracht bij te zetten. Zo heeft de VEB betoogd dat de oordelen van de bestuursrechter over een aan ABN Amro opgelegde bestuurlijke boete wegens marktmanipulatie (waarvan de rechtsgrondslag in dispuut was) in verband met de beursgang van World Online door de burgerlijke rechter 'tot richtsnoer' genomen hadden moeten worden. De Hoge Raad heeft dit betoog verworpen.<sup>57</sup> De Hoge Raad oordeelde dat een behoorlijke taakverdeling tussen de burgerlijke rechter en de bestuursrechter meebrengt dat de bestuursrechter bij uitsluiting oordeelt over de verbindendheid van een algemeen verbindend voorschrift en dat de burgerlijke rechter daarom – behoudens bijzondere omstandigheden – in beginsel van dat oordeel van de bestuursrechter dient uit te gaan en zich niet opnieuw zelfstandig een oordeel over de verbindendheid van het desbetreffende voorschrift vormt. De Hoge Raad vervolgt dan:

“Het voorgaande brengt evenwel niet mee dat het hof ook moest uitgaan van het oordeel van het CBb dat ABN Amro in strijd met art. 32 NR 1999 heeft gehandeld. Het CBb had immers te oordelen over de vraag of de AFM terecht en op juiste gronden een boete aan ABN Amro heeft opgelegd, terwijl het hof had te oordelen over de – daarvan te onderscheiden – vraag of de Banken door hun

56 Het besluit tot het opleggen van een bestuurlijke boete is een beschikking in de zin van art. 1:3 lid 2 Awb, zodat daartegen de mogelijkheid van bezwaar bij de AFM (art. 7:1 Awb), beroep bij de rechtbank Rotterdam (art. 8:1 Awb en art. 1:110 lid 1 Wft) en hoger beroep bij het College van Beroep voor het bedrijfsleven (art. 20 lid 1 Wet bestuursrechtspraak bedrijfsorganisatie en de daarbij behorende bijlage) open staat.

57 HR 4 december 2009, JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink (*VEB c.s./WOL c.s.*), r.o. 4.38.2.

handelwijze op en na 17 maart 2000 onrechtmatig hebben gehandeld jegens de (potentiële) beleggers in aandelen World Online. Het hof diende laatstgenoemde vraag zelfstandig te beantwoorden, zonder de oordelen van het CBb daarbij tot richtsnoer te nemen.”

Het boetebesluit van de AFM, dat door de bestuursrechter wordt gehandhaafd, bindt de burgerlijke rechter dus niet. Naar stellig mag worden aangenomen, zal de burgerlijke rechter desondanks betekenis of invloed toekennen aan het boetebesluit van de AFM (of een daarover gegeven bestuursrechterlijk oordeel), zonder dat hij zonder meer van de onrechtmatigheid van het handelen van de uitgevende instelling mag uitgaan. Het moge juist zijn – zoals aangegeven door de Hoge Raad – dat het boetebesluit in een ander toetsingskader (en ook tussen andere partijen) tot stand is gekomen, maar dat is mijns inziens maar slechts zeer ten dele zo. Uitgangspunt is dat een bestuurlijke boete slechts kan worden opgelegd in geval van overtreding van een van de voorschriften van de Wft, in dit geval art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft. Precies diezelfde overtreding leggen beleggers ook ten grondslag aan het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling jegens beleggers. De uitspraak van de bestuursrechter zal dan ook een inspiratiebron voor beleggers zijn waaruit rijkelijk zal kunnen worden geput.

#### *Onderzoeksverslag in enquêteprocedure*

Ook het onderzoeksverslag uit een enquêteprocedure zal voor beleggers in voorkomend geval in bewijsrechtelijke zin goed bruikbaar kunnen zijn om de overtreding door de uitgevende instelling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie feitelijk te kunnen onderbouwen.<sup>58</sup> De door de Ondernemingskamer benoemde personen (onderzoekers) beschikken over ruime onderzoeksbevoegdheden.<sup>59</sup> De onderzoekers moeten zorgvuldig te werk gaan. Zij hebben bij het doen van onderzoek

---

58 Zie bijvoorbeeld Rb Utrecht 15 februari 2012, *Ondernemingsrecht* (2012) 51 m.nt. B.J. de Jong; *NTBR* (2012) 37 m.nt. T.M.C. Arons; *JOR* 2012/243 m.nt. J.H.M. Willems (*Kortekaas c.s./Lippens c.s.*). De onderzoekers hebben in het verslag minutieus vastgesteld wie binnen de Fortis-organisatie wanneer van bepaalde informatie op de hoogte was. Ter ondersteuning van het onrechtmatig handelen van Fortis door koersgevoelige informatie niet tijdig openbaar te maken, hebben beleggers beroep gedaan op dit onderzoeksverslag.

59 Te noemen zijn: inzagebevoegdheid in boeken, bescheiden en andere gegevensdragers (art. 2:351 lid 1 BW) en inlichtingenplicht van bestuurders, commissarissen en werknemers (art. 2:351 lid 1 BW). De onderzoekers kunnen op verzoek door de Ondernemingskamer worden gemachtigd inzage te nemen in boeken en bescheiden van nauw verbonden rechtspersonen (art. 2:351 lid 2 BW). De bevoegdheden

wel een zekere vrijheid.<sup>60</sup> Het verslag van de onderzoekers wordt gedeponereerd bij de griffie van het Gerechtshof Amsterdam (art. 2:353 BW). De uitgevende instelling en de verzoekers krijgen daarvan een afschrift, maar voor het overige is het slechts geheel of gedeeltelijk ter inzage van anderen indien de Ondernemingskamer zulks beslist.

Ook in dit geval dienen enkele relativerende kanttekeningen geplaatst te worden bij de bewijskracht van het onderzoeksverslag. In de eerste plaats geldt dat het EHRM in de Text Lite-uitspraak<sup>61</sup> geoordeeld heeft dat het in het kader van de enquêteprocedure gelaste onderzoek geen burgerlijke rechten en verplichtingen vaststelt. Dientengevolge zijn de fundamentele beginselen van procesrecht en art. 6 EVRM – dat onder meer *equality of arms* en een *fair and public hearing* vereist – niet van toepassing op de werkzaamheden van de onderzoekers. In de tweede plaats zal de rechter een open oog moeten hebben voor het ervaringsfeit dat onderzoeksrapporten soms tekortkomingen kunnen bevatten.<sup>62</sup> Het is dan wel aan de uitgevende instelling om die tekortkomingen concreet te benoemen.

#### *Beschikking van de Ondernemingskamer*

De bruikbaarheid van het oordeel van de Ondernemingskamer dat een uitgevende instelling zich in één of meer opzichten schuldig gemaakt heeft aan wanbeleid is bewijsrechtelijk vermoedelijk minder groot. Het begrip 'wanbeleid' als bedoeld in art. 2:355 lid 1 BW heeft namelijk een geheel eigen betekenis. Van wanbeleid is volgens de Ondernemingskamer sprake indien een rechtspersoon onzorgvuldig dan wel laakbaar heeft gehandeld of nagelaten en wel zo ernstig dat moet worden geoordeeld dat

---

van de onderzoekers kunnen zo nodig worden versterkt door bevelen van de voorzitter van de Ondernemingskamer (art. 2:352 BW). De onderzoekers kunnen de Ondernemingskamer verder verzoeken een of meer personen als getuigen te horen (art. 2:352a BW).

60 In dit verband kan nog worden gewezen op de voorstellen uit het Wetsvoorstel aanpassing enquêterecht (Kamerstukken 32 887) om: (i) degenen die in het ontwerp onderzoeksverslag worden genoemd in de gelegenheid te stellen commentaar te geven op wezenlijke bevindingen van de onderzoeker die op hen betrekking hebben (hoor en wederhoor) (art. 2:351 lid 4 (nieuw)) en (ii) een raadsheer-commissaris te benoemen die op verzoek aanwijzingen kan geven over de wijze waarop het onderzoek wordt gevoerd (art. 2:350 lid 4 (nieuw) en art. 2:352 (nieuw)). Deze wijzigingen zullen de kwaliteit van het onderzoeksverslag ontegenzeggelijk ten goede kunnen komen.

61 EHRM 19 maart 2002, JOR 2002/127 m.nt. H.J. de Kluiver (*Text Lite*).

62 A-G Timmerman heeft daarvan verslag gedaan in zijn conclusie bij de Laurus uitspraak van de Hoge Raad van 8 april 2005, JOR 2005/119 m.nt. M. Brinl (*Laurus*), in het bijzonder de conclusie A-G onder 3.16-3.18.

dat handelen of nalaten in strijd was met elementaire beginselen van verantwoord ondernemerschap.<sup>63</sup> Die eigen begripsomschrijving impliceert dat de maatstaven die bepalend zijn voor het antwoord op de vraag of zich wanbeleid heeft voorgedaan niet (precies) dezelfde zijn als de maatstaven die gelden voor de vaststelling dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is overtreden. Desondanks gaat de Ondernemingskamer er wel vanuit dat enig verband te leggen valt:

“Op zichzelf is juist hetgeen Fortis (...) aanvoert, te weten – zakelijk weergegeven – dat de Ondernemingskamer niet geroepen is om te beoordelen of het handelen of nalaten van Fortis leidt tot civielrechtelijke of strafrechtelijke aansprakelijkheid of – bestuursrechtelijk – tot de vaststelling dat de Wet op het financieel toezicht (Wft) is overtreden. Dat betekent bijvoorbeeld dat de antwoorden op de vraag of binnen Fortis informatie als bedoeld in artikel 5:53 lid 1 Wft, koersgevoelige informatie, bekend was en op de vraag of Fortis die informatie gelet op artikel 5:25i lid 2 Wft algemeen verkrijgbaar had moeten stellen, voor het oordeel van de Ondernemingskamer weliswaar kunnen meewegen maar niet (steeds) van doorslaggevende betekenis (hoeven te) zijn. Dit neemt echter niet weg dat de civiel-, straf- en bestuursrechtelijke normen een – al dan niet indirecte – rol kunnen spelen bij de beoordeling of Fortis heeft gehandeld in strijd met voormelde beginselen en of zich op die grond wanbeleid heeft voorgedaan.”

Uit de door de Ondernemingskamer gegeven eindbeschikking (en de daarin opgenomen uitvoerige motivering) kan op diverse punten niet-temin bewijs ontleend worden voor de stelling dat de onderzochte uitgevende instelling – in casu Fortis – op meerdere punten ernstig tekort is geschoten in haar communicatie met de financiële markten.<sup>64</sup> Zo wordt in variërende bewoordingen in een geval de uitgevende instelling verweten selectieve, niet evenwichtige informatie verschaft te hebben waardoor een onjuist of onzuiver beeld werd opgeroepen, in een ander geval was van de informatieverstrekking misleiding van het publiek te duchten en in weer andere gevallen was de uitgevende instelling volgens de Ondernemingskamer in het communicatiebeleid ernstig tekort geschoten.

Niet ongebruikelijk is dat een uitgevende instelling zich tegenover een door beleggers ingestelde schadevergoedingsvordering wegens overtreding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie verweert met een beroep op de uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft.

---

63 Zie OK 5 april 2012, *Ondernemingsrecht* (2012) 71 m.nt. S.M. Bartman; *JOR* 2013/41 m.nt. C.D.J. Bulten (*VEB/Fortis*). Fortis heeft cassatieberoep tegen deze eindbeschikking van de Ondernemingskamer ingesteld.

64 Zie hiervoor (samenvattend) r.o. 6.129 van OK 5 april 2012, *Ondernemingsrecht* (2012) 71 m.nt. S.M. Bartman; *JOR* 2013/41 m.nt. C.D.J. Bulten (*VEB/Fortis*).

Zij stelt dan dat zij nog niet gehouden was om bepaalde koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken, omdat zij een rechtmatig belang had bij uitstel en dat aan alle aan de uitstelregeling verbonden voorwaarden werd voldaan. Aangezien de uitgevende instelling zich op een uitzondering op de hoofdregel van onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie beroept – of anders gezegd: een zelfstandig of bevrijdend verweer voert – is het aan de uitgevende instelling om te stellen en – in geval van voldoende gemotiveerde betwisting door de beleggers – te bewijzen dat aan alle voorwaarden voor dat beroep op de uitstelregeling is voldaan.<sup>65</sup> Dat de bewijslast op dit punt bij de uitgevende instelling rust, geldt ook voor de voorwaarde dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie kan waarborgen (art. 5:25i lid 3 onderdeel c Wft). Voor een voldoende gemotiveerde betwisting is in dit verband wel vereist dat de beleggers concrete feiten en omstandigheden stellen waaruit kan worden afgeleid dat de vertrouwelijkheid niet (langer) was verzekerd, en dat zij hun stellingen dienaangaande genoegzaam onderbouwen. Dit laatste geldt te meer in het geval zou moeten worden aangenomen dat de uitgevende instelling op zichzelf heeft voldaan aan de vereisten om de vertrouwelijkheid van de informatie te waarborgen als genoemd in art. 4 lid 2 Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.

Een enkel slotwoord nog over de werking van het bewijsrecht en de bewijslastverdeling. Art. 149 lid 1 Rv bepaalt dat de rechter slechts die feiten of rechten aan zijn beslissing ten grondslag mag leggen die in het geding te zijner kennis zijn gekomen of zijn gesteld en die overeenkomstig de voorschriften van het wettelijk bewijsrecht zijn komen vast te staan. Van feiten of rechten die niet of onvoldoende zijn betwist, mag de rechter geen bewijs verlangen. De rechter moet die feiten of rechten als vaststaand aannemen, tenzij – aldus art. 149 lid 1 tweede zin Rv – de niet (afdoende) betwisting zou leiden tot een rechtsgevolg dat niet ter vrije bepaling van partijen staat. In dat laatste geval blijft de rechter bevoegd bewijs te verlangen. De rechtbank Utrecht oordeelde dat het recht op uitstel van openbaarmaking van koersgevoelige informatie als bedoeld in art. 5:25i lid 3 Wft niet ter vrije bepaling van partijen zou staan.<sup>66</sup> Dit zou tot gevolg hebben dat wanneer de stellingen van de uitgevende instelling ten aanzien van het gebruik dat van de uitstelregeling kan worden gemaakt niet

---

65 Hof Amsterdam 10 juli 2012, LJN: BX0488 (*Super de Boer/VEB*), r.o. 4.10.

66 Rb Utrecht 30 maart 2011, JOR 2011/191 m.nt. T.M. Stevens (*VEB/Super de Boer*).



(afdoende) door beleggers zijn betwist een rol voor de rechter is weggelegd. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt dat een dergelijke rol vooral gewenst is in die gevallen waarin het algemeen belang zich verzet tegen vrije beschikking door partijen, zoals bijvoorbeeld bij familierechtelijke betrekkingen. In appèl achtte het Gerechtshof Amsterdam mijns inziens terecht geen reden aanwezig om ten aanzien van eventueel niet door de beleggers betwiste stellingen over het gebruik dat van de uitstelregeling kon worden gemaakt desalniettemin bewijs van de uitgevende instelling te verlangen.<sup>67</sup>

#### 20.2.4 *Relatie met marktmanipulatie*

Met de naleving door uitgevende instellingen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft) houdt het verbod van marktmanipulatie – meer in het bijzonder de verschijningsvorm als bedoeld in art. 5:58 lid 1 sub d Wft – ten nauwste verband.

Marktmanipulatie is een vorm van marktmisbruik. Marktmanipulatie zal het vertrouwen van beleggers in de goede werking van de financiële markten schaden. Bij marktmanipulatie is namelijk sprake van het op een oneigenlijke wijze beïnvloeden van de vrije prijs- of koersvorming op de financiële markten. Die vrije prijs- of koersvorming is normaal gesproken het gevolg van de onbelemmerde werking van de vraag naar en het aanbod van financiële instrumenten op een centrale markt door een veelheid van marktpartijen. Die marktpartijen plegen hun beleggingsbeslissingen te nemen op basis van onder meer informatie die door uitgevende instellingen aan de financiële markten wordt verstrekt. Op deze wijze zal een efficiënte prijsvorming en allocatie van fondsen tot stand kunnen komen.

Echter, door het verspreiden van onjuiste berichten (of het verrichten van andere manipulerende handelingen) kan invloed worden uitgeoefend op de vraag- of aanbodzijde van de financiële markten en daarmee op de prijs- of koersvorming van de op deze markten verhandelde financiële instrumenten. Die komt dan immers mede tot stand op basis van andere factoren dan de vrije marktwerking en geeft niet langer een reële waardering weer die gebaseerd is op waarachtige gegevens. In dat geval komen de koersen van financiële instrumenten kunstmatig tot stand. Ongetwijfeld zal deze vorm van vals spel fnuikend zijn voor de adequate werking van de financiële markten.

---

57 Hof Amsterdam 10 juli 2012, LJN: BX0488 (*Super de Boer/VEB*), r.o. 4.10.

Het verbod van marktmanipulatie van art. 5:58 Wft staat daarmee in het teken van bevordering van waarachtig marktgedrag. Eén van de verschijningsvormen van marktmanipulatie is informatiemanipulatie, waarbij onjuiste of onvolledige informatie wordt verspreid. De verboden gedraging wordt meer concreet in lid 1 sub d omschreven als het verspreiden van informatie waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat of te duchten is met betrekking tot het aanbod van, de vraag naar of de koers van financiële instrumenten, terwijl de verspreider weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat die informatie onjuist of misleidend is. Het verbod is tot een ieder gericht, hetgeen tot gevolg heeft dat ook de uitgevende instelling één van de normgeadresseerden is.

Mijns inziens ten onrechte wordt voor een overtreding van het verbod van informatiemanipulatie door sommigen de aanvullende eis gesteld dat de informatie verspreid moet worden met de bedoeling (ofwel het oogmerk) om onjuiste of misleidende informatie te verspreiden en daarbij als zodanig in strijd te handelen met de strekking van de Richtlijn marktmisbruik. Steun voor een dergelijke eis meent men te kunnen ontlenen aan de uitspraak van het Europese Hof van Justitie in de Spector Photo-zaak.<sup>68</sup> Deze eis lijkt mij in het licht van de bewoordingen van art. 5:58 lid 1 sub d Wft te zwaar aangezet, aangezien het verbod alreeds wordt overtreden als de betrokkene redelijkerwijs moet vermoeden dat de informatie onjuist of misleidend is.

Aangenomen zal moeten worden dat het relevante peilmoment voor de ten aanzien van het verspreiden van informatie gestelde subjectieve eis – te weten het vereiste dat de verspreider weet of redelijkerwijs moet vermoeden dat de informatie onjuist of misleidend is – in beginsel het moment van de verspreiding van de informatie is. Zo zal een verspreid bericht niet misleidend worden op de enkele grond dat de daarin opgenomen informatie verouderd is. Hierover zou wellicht anders gedacht kunnen worden als een verplichting voor de uitgevende instelling ontstaat om eerder openbaar gemaakte informatie te actualiseren.<sup>69</sup>

Als gezegd, houdt de naleving door een uitgevende instelling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ten nauwste verband met het verbod van informatiemanipulatie (art. 5:58 lid 1 sub d Wft). Feitelijk zou het *verbod* van informatiemanipulatie, dat in het teken staat van de bevordering van waarachtig marktgedrag, als de natuurlijke tegenhanger van het *gebod* om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken gezien kunnen worden.

68 HvJ EU 23 december 2009, JOR 2010/70 m.nt. M. Nelemans (*Spector Photo Group*).

69 Zie hierover Hoff (2011), p. 310 en 356.

Ik meen dat het mogelijk is dat een uitgevende instelling tezelfdertijd zowel de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie als het verbod van informatiemanipulatie overtreedt. In de eerste plaats kan hierbij gedacht worden aan een situatie waarin koersgevoelige informatie door een uitgevende instelling – al dan niet met een beroep op de uitstelregeling van art. 5:25i lid 3 Wft – wordt achtergehouden, terwijl in diezelfde periode door de uitgevende instelling bedrijfsinformatie openbaar wordt gemaakt die in tegenspraak is met de achtergehouden informatie. Stel bijvoorbeeld dat een uitgevende instelling op vertrouwelijke basis onderhandelingen voert over een algehele overname van haar onderneming en zij desgevraagd publiekelijk te kennen geeft dat een overname ondenkbaar is en dat de uitgevende instelling *coûte que coûte* aan haar zelfstandigheid wenst vast te houden. In dat geval wordt niet alleen de openbaarmakingsplicht overtreden, maar feitelijk ook het verbod van informatiemanipulatie. In de tweede plaats kan gedacht worden aan een situatie waarin sprake is van een overtreding van het verbod van informatiemanipulatie door een uitgevende instelling. Te denken valt bijvoorbeeld aan de situatie zoals die zich bij Fortis heeft voorgedaan. Uit het boetebesluit van de AFM<sup>70</sup> blijkt dat Votron – de toenmalige bestuursvoorzitter van Fortis – op 5 juni 2008 in een presentatie heeft aangegeven dat de solvabiliteit “op plan” en “sterk” was. Volgens de AFM staat deze mededeling haaks op de negatieve ontwikkelingen met betrekking tot de solvabiliteitsprognose die zich vanaf begin mei 2008 binnen Fortis hebben voorgedaan. Naar het oordeel van de AFM heeft Fortis daarmee informatie verspreid waarvan een onjuist of misleidend signaal uitgaat en heeft zij daardoor het verbod van marktmanipulatie overtreden. Ik zou menen dat in dat geval door de uitgevende instelling ook de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie is overtreden. Immers, de uitgevende instelling was gehouden de door haar vrijwillig openbaar gemaakte misleidende mededelingen terstond te corrigeren door de bij haar bekende informatie over de solvabiliteit openbaar te maken.

Onder omstandigheden kan in overtreding van het verbod van informatiemanipulatie een aanvullende grondslag gevonden worden om onrechtmatigheid van het handelen van de uitgevende instelling aan te nemen.

---

70 Zie het persbericht van de AFM van 10 maart 2010 (AFM legt boetes op aan Fortis voor marktmanipulatie en niet tijdig publiceren koersgevoelige informatie). Het bij het persbericht behorende boetebesluit is te downloaden via [www.afm.nl](http://www.afm.nl). Het boetebesluit is na beroep van Fortis bij de Rechtbank Rotterdam in stand gelaten. Zie Rb Rotterdam 4 mei 2011, *JOR* 2011/193 m.nt. T.M. Stevens (*Fortis/AFM*).

### 20.3 Toerekenbaarheid

In aanvulling op het vereiste van onrechtmatigheid dat in de voorgaande paragraaf is behandeld, dient een onrechtmatige daad aan de uitgevende instelling te kunnen worden toegerekend. Met de toerekening wordt een verband gelegd tussen de dader (i.c. de uitgevende instelling) en zijn gedraging. Op grond van art. 6:162 lid 3 BW kan de onrechtmatige daad aan de dader worden toegerekend indien zij te wijten is aan zijn schuld of aan een oorzaak die krachtens de wet of de in het verkeer geldende opvattingen voor zijn rekening komt. Dit houdt in dat de toerekenbaarheid niet alleen een schuldelement kan omvatten, maar onder omstandigheden ook een risico-element.

Wordt de uitgevende instelling op niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie aangesproken, dan zal een daadwerkelijke schending van deze wettelijke openbaarmakingsverplichting aangemerkt worden als onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling (vgl. § 2). Met dit onrechtmatig handelen zal de schuld van de uitgevende instelling in beginsel ook gegeven zijn.<sup>71</sup> De rechter zal in een dergelijk geval naar verwachting aannemen dat in hetgeen de beleggers hebben gesteld over de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie besloten ligt dat de niet-naleving aan de schuld van de uitgevende instelling te wijten is. Is dit inderdaad aannemelijk en betwist de uitgevende instelling niettemin de aanwezigheid van schuld, dan zal de uitgevende instelling tegenbewijs moeten leveren tegen het voorshands door vermoedens geleverde bewijs van schuld. Een alternatieve mogelijkheid zou zijn om voor de gedaagde uitgevende instelling een verzwaarde motiveringsplicht ten aanzien van de betwisting dat zij schuld heeft aan de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht aan te nemen, waarna – als de uitgevende instelling in staat is daaraan te voldoen – de bewijslast ten aanzien van de schuld conform de hoofdregel van art. 150 Rv weer bij de eisende beleggers komt te rusten.

Als gesteld, kan toerekening ook krachtens de in het verkeer geldende opvattingen – en dus buiten schuld om – plaatsvinden (art. 6:162 lid 3 BW). Gelet op de verplichting van uitgevende instellingen om zorg te dragen voor een adequaat informatiemanagement opdat het bestuur tijdig en naar behoren aan zijn wettelijke publicatieverplichtingen kan voldoen,<sup>72</sup> is het mijns inziens denkbaar dat de verkeersopvattingen onder omstandigheden aan de toerekening ten grondslag gelegd kunnen worden. Die doorlopende plicht van een uitgevende instelling zorg te

---

71 Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV\* (2011) nr. 107.

dragen voor een adequaat informatiemanagement kan meebrengen dat niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie voor haar rekening dient te komen, ondanks het feit dat zij daaraan strikt genomen geen schuld heeft. Te denken valt bijvoorbeeld aan een situatie waarin een buitenlandse dochtermaatschappij een valse voorstelling van zaken aan het hoofdkantoor heeft gegeven en die manipulaties niet eerder door controles ontdekt zijn of hadden kunnen worden.<sup>73</sup>

Een bijzondere illustratie van een factor die kan bijdragen aan de bewijslevering van toerekenbaarheid van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht aan de uitgevende instelling levert de Fortis-zaak op. Zo haalt de Ondernemingskamer in haar eindbeschikking de volgende niet door Fortis bestreden passage uit het onderzoeksverslag aan:<sup>74</sup>

“Onderzoekers zijn van mening dat de kennis van senior-Fortis-functionarissen, aangaande (de noodzaak van het al of niet melden van) KGI casu quo de eisen om tot uitstel van openbaarmaking van KGI over te gaan, niet op een niveau lag dat daaraan van een vooraanstaande beursgenoteerde financiële instelling verwacht mag worden. Onder meer Mittler heeft in het wederhoorproces laten weten dat de juridische afdeling er onder meer voor is om de Fortis-bestuurders dienaangaande te adviseren en dat die bestuurders daar dan in de regel op af mogen gaan. Onderzoekers wijzen in dit kader op diverse situaties waarbij binnen Fortis werd afgeweken van ter zake relevante zienswijzen van Fortis-juristen (...) en menen minst genomen te kunnen persisteren.”

Een dergelijk aantoonbaar gebrek aan adequate kennis over de werking van deze essentiële informatieverplichting bij het bestuur dat verantwoordelijk

---

72 Zo stelt de Corporate Governance Code in best practice bepaling V.1.3 het bestuur verantwoordelijk voor het instellen en handhaven van interne procedures die ervoor zorgen dat alle belangrijke financiële informatie bij het bestuur bekend is, zodat de tijdigheid, volledigheid en juistheid van de externe financiële verslaggeving worden gewaarborgd. In aanvulling hierop wordt aan het bestuur de opdracht gegeven om met het oog op de eisen die aan de (kwaliteit van de) informatieverschaffing worden gesteld, ervoor te zorgen dat de financiële informatie uit ondernemingsdivisies en/of dochtermaatschappijen, rechtstreeks aan hem wordt gerapporteerd en dat de integriteit van de informatie niet wordt aangetast. Opgemerkt moet nog wel worden dat de focus van deze best practice bepaling ten onrechte uitsluitend gericht is op de financiële verslaggeving. Betoogd kan worden dat de aangehaalde verantwoordelijkheid van het bestuur zich mede dient uit te strekken tot de koersgevoelige informatie die de uitgevende instelling openbaar moet maken. Zie hierover verder: Hoff (2011), p. 434.

3 Zie bijv. Het Financieele Dagblad van 12 oktober 2012 (Braziliaanse top zweerde samen bij fraude DE) en 29 november 2012 (DE werkt niet mee aan een claim tegen accountant). Het Braziliaanse deel van DE blijkt jarenlang diverse technieken gebruikt te hebben om omzet en winst te manipuleren.

4 OK 5 april 2012, *Ondernemingsrecht* (2012) 71 m.nt. S.M. Bartman; *JOR* 2013/41 m.nt. C.D.J. Bulten (*VEB/Fortis*), r.o. 6.130.

is voor de naleving daarvan zal ongetwijfeld leiden tot de conclusie dat de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht toerekenbaar is aan de uitgevende instelling. Een ander voorbeeld om toerekenbaarheid van onrechtmatig handelen of nalaten met een beroep op de verkeersopvatting te onderbouwen, is het ontbreken van een systeem of een aanwijsbare structuur binnen de organisatie van de uitgevende instelling dat de naleving van de wettelijke informatieverplichtingen zou kunnen bewaken. Van een uitgevende instelling mag niet alleen verwacht worden dat haar bestuurders zelf voldoende basiskennis hebben van de toepasselijke wet- en regelgeving, maar ook dat er daarnaast wordt voorzien in procedures om de naleving van de wettelijke informatieverplichtingen te waarborgen en dat de verschillende afwegingen die worden gemaakt en de resultaten daarvan schriftelijk worden vastgelegd. Bij die procedures kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het instellen van een *disclosure committee*.<sup>75</sup> Tot de taken van het *disclosure committee* behoren het verzamelen en beoordelen van informatie die in aanmerking komt om door de uitgevende instelling openbaar gemaakt te worden. Op basis van de uitkomsten daarvan dient het bestuur van de uitgevende instelling geadviseerd te worden over de naleving van onder meer de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. De commissie dient verder op gezette tijden eerdere publicaties van de uitgevende instelling te beoordelen teneinde te bepalen of de daarin voorkomende informatie geactualiseerd dan wel gecorrigeerd dient te worden. Tot de taken van de commissie wordt gewoonlijk ook gerekend het periodiek adviseren van het bestuur over de effectiviteit van de interne procedures en de maatregelen die eventueel noodzakelijk of wenselijk zijn om de naleving van deze procedures te bevorderen. Daarbij wordt bedoeld op de interne procedures voor de tijdige verzameling en beoordeling van informatie waarvan de openbaarmaking verplicht kan zijn krachtens de voor de uitgevende instelling geldende wet- en regelgeving en de voorschriften van de gereguleerde markten. Ook als een dergelijk (adviseerend) *disclosure committee* wel is ingesteld door de uitgevende instelling, kan het falen daarvan aan de uitgevende instelling worden toegerekend.

## 20.4 Relativiteit

Als derde vereiste voor het vestigen van aansprakelijkheid van uitgevende instellingen voor niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldt, naast de hiervoor alreeds behandelde vereisten

---

75 Zie hierover verder: Hoff (2011), p. 444 e.v.

onrechtmatigheid en toerekening, het zogeheten 'relativiteitsvereiste'. Niet elke onrechtmatige daad die schade heeft veroorzaakt, leidt namelijk tot de verplichting de door benadeelden geleden schade te vergoeden. Het relativiteitsvereiste beoogt een mogelijk ongelimiteerde aansprakelijkheid tot reële en aanvaardbare proporties terug te brengen door te vereisen dat de benadeelde als persoon (vgl. art. 6:162 lid 1 BW dat gewag maakt van een onrechtmatige daad die 'jegens een ander' is gepleegd) en de door hem geleden schade onder het beschermingsbereik van de geschonden norm vallen. Zo bepaalt art. 6:163 BW dat geen verplichting tot schadevergoeding bestaat, wanneer de geschonden norm – in dit geval de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 2 j° art. 5:53 lid 1 Wft) – niet strekt tot bescherming tegen de schade, zoals de benadeelde die heeft geleden.

Hoe pakt toepassing van het relativiteitsvereiste in dit geval uit? In de eerste plaats kan vastgesteld worden dat de wetgever tot uitdrukking heeft gebracht dat met de Wft is beoogd bijzondere aandacht te schenken aan de positie van consumenten. In één adem met het begrip 'consument' verwijst de wetgever ook naar "andere civielrechtelijke relaties van financiële ondernemingen"<sup>76</sup> als gevolg waarvan buiten twijfel staat dat ook oog bestaat voor de positie van beleggers in uitgevende instellingen (ook als die niet als financiële ondernemingen zijn aan te merken). Vervolgens stelt de wetgever (gecorrigeerd voor een storende taalfout) na enkele inleidende overwegingen dat bij overtreding van de Wft een beroep op onrechtmatige daad het meest in de rede ligt, dat voor dit beroep vereist is dat de consument aantoont dat er schade is geleden en dat deze schade het gevolg is van onrechtmatig handelen van de financiële onderneming:

"Daar waar de consument schade lijdt als gevolg van een overtreding van dit voorstel zal ook worden voldaan aan het relativiteitsvereiste van artikel 6:163 van het BW. Dit voorstel heeft immers mede tot doel consumenten te beschermen tegen onbehoorlijk handelen van financiële ondernemingen."<sup>77</sup>

Aan deze passage zou enige steun ontleend kunnen worden voor de stelling dat schade die beleggers als gevolg van niet-naleving van de

76 Strikt genomen vallen de begrippen 'uitgevende instelling' en 'financiële onderneming' niet samen (vgl. art. 1:1 Wft). Niet alle uitgevende instellingen zijn ook als een financiële onderneming aan te merken. Er is geen reden om aan te nemen dat de regel die de wetgever formuleert niet van toepassing zou zijn op uitgevende instellingen die niet ook financiële onderneming zijn.

77 *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 393.*

openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie lijden in beginsel voor vergoeding in aanmerking komt. Ik gebruik met opzet de voorzichtige uitdrukking 'enige steun', omdat het mijns inziens te ver zou voeren in deze even generieke als beknopte passage meer te willen lezen. Het gaat er uiteindelijk om dat vastgesteld kan worden dat de concreet geschonden norm uit de Wft ook daadwerkelijk het doel en de strekking heeft benadeelde beleggers te beschermen.<sup>78</sup>

Aanvankelijk leek in de doctrine te worden betwijfeld of de voor uitgevende instellingen geldende openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wel de strekking had benadeelde beleggers te beschermen tegen de als gevolg van schending van deze informatieverplichting geleden schade.<sup>79</sup> Gewezen werd op het in § 2.2 aangehaalde feit dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie door de Nederlandse wetgever slechts was aangemerkt als een preventieve maatregel ter voorkoming van handel met voorwetenschap. De Nederlandse wetgever was namelijk van oordeel dat stipte naleving van de openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen een bijdrage zou leveren aan voorkoming van marktmisbruik, en daarmee aan het vertrouwen in de goede werking van de financiële markten. Immers, de mogelijkheid voor *insiders* om anticiperend op publicatie van voorwetenschap koerswinst te behalen wordt beperkt als uitgevende instellingen kunnen worden gedwongen eerder tot openbaarmaking daarvan over te gaan. Hoewel die nuttige functie van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie niet voor redelijke betwisting vatbaar lijkt en deze gedachte gelet op de herkomst van deze incidentele informatieverplichting – de Richtlijn marktmisbruik – verklaarbaar is, is met de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie een groter belang gemoeid.

Primair wordt met de naleving van de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft nagestreefd dat het belegend publiek door uitgevende instellingen wordt voorzien van actuele, volledige en betrouwbare informatie over hun commerciële en financiële prestaties en vooruitzichten. Toegegeven moet worden dat aan die belangwekkende doelstelling

78 Zie HR 7 mei 2004, NJ 2006, 281 (*Duwbak Linda*), waarin werd geoordeeld dat gelet moet worden op "het doel en de strekking van de geschonden norm, aan de hand waarvan moet worden onderzocht tot welke personen en tot welke schade en welke wijzen van ontstaan van schade de daarmee beoogde bescherming zich uitstrekt."

79 Dit onvruchtbare gedachtespinsel werd gesignaleerd door Nieuwe Weme en Stevens, maar daartegen werd door deze auteurs helaas geen stelling genomen. Zie Nieuwe Weme en Stevens (2006), p. 164. In de in 2008 verschenen tweede druk van hun bijdrage is de hier bedoelde passage zonder nadere toelichting komen te vervallen.



nogal stiefmoederlijk aandacht is besteed in de considerans van de Richtlijn marktmisbruik.<sup>80</sup> Bij gelegenheid van de omzetting van de Transparantierichtlijn met ingang van 1 januari 2009 in de Wft heeft de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie weer zijn natuurlijke plaats ingenomen, ingeklemd tussen de overige in hoofdstuk 5.1A Wft opgenomen en voor uitgevende instellingen geldende informatieverplichtingen. Om die reden kunnen dan ook zonder bezwaar enige passages uit de considerans van de Transparantierichtlijn aangehaald worden ter nadere adstructie van het met deze bijzondere informatieverplichting nagestreefde doel en de daaraan verbonden strekking. De considerans van de Transparantierichtlijn<sup>81</sup> vermeldt daarover bijvoorbeeld:

“De openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie over effectenuitgevende instellingen wekt een duurzaam vertrouwen bij beleggers en maakt het mogelijk zich een verantwoord oordeel te vormen over de resultaten en het vermogen van deze uitgevende instellingen. Dit komt zowel de beleggersbescherming als de marktefficiëntie ten goede.”

en

“Te dien einde moeten effectenuitgevende instellingen via een gestage informatiestroom voldoende transparantie jegens beleggers garanderen.”

Ook het feit ten slotte dat hoofdstuk 5.1A deel uitmaakt van deel 5 van de Wft – met als opschrift ‘Gedragstoezicht Financiële Markten’ – geeft nadere steun aan de gedachte dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie aangemerkt dient te worden als een gedragsnorm waarvan de naleving vereist is met het oog op de bescherming van de belangen van op de financiële markten optredende beleggers. Met het voorgaande kan dan ook eenduidig geconcludeerd worden dat de voor het welslagen van een op onrechtmatige daad gebaseerde schadevergoedingsvordering vereiste beschermingsgedachte als bedoeld in art. 6:163 BW onmiskenbaar ten grondslag ligt aan art. 5:25i Wft.

---

80 Zie onder 24 van de considerans waarin slechts overwogen wordt dat een snelle en eerlijke bekendmaking de marktintegriteit verhoogt, terwijl selectieve bekendmaking van informatie door emittenten het vertrouwen van beleggers in de integriteit van de financiële markten kan schaden.

81 Zie hiervoor de considerans onder 1 en 2 van de Transparantierichtlijn.

## 20.5 Causaliteit en schade

In deze laatste paragraaf komen de meest lastige vragen van ons civiele aansprakelijkheidsrecht aan de orde. In hoeverre komt vermogensschade van beleggers die feitelijk het gevolg is of zou kunnen zijn van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling rechtens voor vergoeding in aanmerking? Op welke wijze kan worden bewezen dat beleggers vermogensschade hebben geleden als gevolg van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht en wat is de omvang van deze schade? Het is de verdienste van De Jong geweest om in zijn 'wetenschappelijke proeve op het gebied van de Rechtsgeleerdheid' al deze rechtsvragen te hebben voorzien van een praktisch (begin van een) antwoord, waarbij hij ook overvloedig geput heeft uit het materiaal dat afkomstig is van de overzeese bakermat van onze *securities class action*.<sup>82</sup> Het is hier niet de plaats om de wetenschappelijke krachten met De Jong te meten. In het bestek van deze bijdrage wil ik de aandacht vragen voor enkele hoofdlijnen van deze lastige materie. Zie over causaliteit en schade ook de hoofdstukken 2, 4, 5 en 18 van deze bundel.

Volgens de heersende leer is uitgangspunt dat iemand uitsluitend die schade behoeft te vergoeden die door de gebeurtenis waarvoor hij aansprakelijk is, is veroorzaakt. Welke schade feitelijk door een onrechtmatige daad is veroorzaakt, plegen wij vast te stellen aan de hand van het bekende *condicio sine qua non*-criterium: de schade die zonder de onrechtmatige daad niet zou zijn ontstaan, dient door de laedens volledig vergoed te worden, uiteraard op voorwaarde dat ook aan de overige vereisten voor aansprakelijkheid uit onrechtmatige daad is voldaan. De hamvraag daarbij is of de schade ook bij het wegdenken van de onrechtmatige daad door de gelaedeerde zou zijn geleden. Voor de vestiging van aansprakelijkheid is dit *csqn*-verband een noodzakelijke voorwaarde. Teneinde de mogelijk ongelimiteerde aansprakelijkheid enigszins in te perken, dient de schade vervolgens naar redelijkheid aan de laedens toegerekend te worden op grond van art. 6:98 BW. Het normatieve criterium van de 'toerekening naar redelijkheid' wordt gebruikt om vast te stellen of tussen de gebeurtenis waarop de aansprakelijkheid berust en het ontstaan van de schade juridisch causaal verband bestaat en, indien dit het geval is, om te beoordelen welke schadeposten geheel of ten dele voor vergoeding in aanmerking komen.

---

82 De Jong (2010).

Toegesneden op de aansprakelijkheid van uitgevende instellingen in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie kan het csqn-verband in twee schakels worden onderscheiden.<sup>83</sup> De *eerste* schakel ziet op het causaal verband tussen de als gevolg van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht veroorzaakte misleiding en de transactie(voorwaarden), ook wel genoemd 'transactiecausaliteit'. Vereist is dat de aan- of verkoop van aandelen door beleggers zonder het onrechtmatig handelen of nalaten van de uitgevende instelling (ofwel het verzwijgen van negatief nieuws (al dan niet gepaard gaande met het geven van een te rooskleurige voorstelling van zaken), ofwel het verzwijgen van positief nieuws) tegen een gunstiger marktprijs tot stand zou zijn gekomen, dan wel in het geheel niet tegen de dan geldende marktprijs tot stand zou zijn gekomen (vgl. ook § 1). De *tweede* schakel van het csqn-verband ziet op het causaal verband tussen enerzijds de misleiding (i.c. de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht) en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de door de beleggers gevorderde vermogensschade, die veelal hoofdzakelijk uit koersgerelateerde schade zal bestaan.

In de hiernavolgende uitwerking zal ik uitsluitend ingaan op de vraagstukken van causaliteit en schade die verband houden met door de uitgevende instelling als gevolg van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht verzwegen negatief nieuws, welke situatie – als eerder gezegd – steeds gepaard kan gaan met een door de uitgevende instelling gegeven te rooskleurige voorstelling van zaken. In geval door de uitgevende instelling nagelaten wordt positief nieuws tijdig openbaar te maken, waarbij bijvoorbeeld gedacht kan worden aan met een beroep op de uitstelregeling nog niet openbaar gemaakte fusie- of overnameonderhandelingen waarvan de vertrouwelijkheid door de uitgevende instelling niet langer verzekerd kan worden, kan mutatis mutandis dezelfde analyse uitgevoerd worden.<sup>84</sup>

---

83 Zie De Jong (2010), p. 44-46. Deze tweedeling in schakels komt ook voor in de conclusie van A-G Timmerman in de conclusie bij het World Online-arrest, onder 4.7.5.2: HR 27 november 2009, *JOR* 2010/43 m.nt. K. Frielink.

84 Zie De Jong, *Ondernemingsrecht* (2009) voor enkele voorbeelden van schikkingen die zijn bereikt met beleggers die Vedior en Numico hebben verweten positief nieuws over lopende en uitgelekte fusie- of overnamehandelingen niet tijdig openbaar te hebben gemaakt, terwijl zij voorafgaand aan openbaarmaking van dat nieuws inmiddels hun aandelen van de hand hadden gedaan. De bewijslevering van het csqn-verband is in dit soort gevallen in zoverre eenvoudiger dat beoordeeld moet worden of aannemelijk is dat de beleggers die hun aandelen van de hand hebben gedaan op de door de uitgevende instelling achtergehouden dan wel niet tijdig openbaar gemaakte informatie zouden zijn afgegaan.

Schade die een belegger lijdt als gevolg van de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht kan op verschillende manieren processueel worden ingekleed. Een belegger kan bijvoorbeeld stellen dat hij de aandelen van de uitgevende instelling niet zou hebben gekocht als geen misleidende voorstelling van de toestand waarin de uitgevende instelling zou verkeren, was gegeven. In dat geval zou de belegger het aankoopbedrag op een alternatieve manier hebben aangewend. Denkbaar is ook dat een belegger stelt dat hij bij een juiste voorstelling van zaken de aankoop tegen een lagere marktprijs zou hebben verricht.

Ten aanzien van de bewijslevering van de *eerste* schakel van het csqn-verband wordt de eis gesteld dat dit verband op basis van de door de rechter als vaststaand aangenomen feiten met een redelijke mate van waarschijnlijkheid komt vast te staan. Volledige zekerheid is voor het bewijzen van csqn-verband niet vereist. Dat is ook reëel nu geen waarheidsvinding plaats kan vinden naar feiten en gebeurtenissen die zich daadwerkelijk hebben voorgedaan, maar naar *veronderstelde* feiten en gebeurtenissen. Wat zou er zijn gebeurd als de uitgevende instelling niet had nagelaten de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie tijdig na te leven en de beleggers naar behoren had geïnformeerd? Die situatie laat zich vanzelfsprekend slechts denken aan de hand van veronderstellingen die worden gemaakt.

Uitgaande van de situatie dat de belegger stelt dat hij de aandelen zonder schending van de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling niet zou hebben gekocht tegen de geldende marktprijs, zal het bewijs daarvan moeizaam te leveren zijn. Beleggers laten zich bij het maken van beleggingskeuzes nu eenmaal leiden door een veelheid van factoren. Is het dan reëel om aan te nemen dat één van die factoren een doorslaggevende rol zou hebben gespeeld en waarop zou een dergelijke aanname dan gefundeerd kunnen worden? Mijns inziens is verdedigbaar dat in dit geval aansluiting wordt gezocht bij het oordeel van de Hoge Raad in het World Online-arrest.<sup>85</sup> In dit arrest wordt in het kader van prospectusaansprakelijkheid ex art. 6:194 e.v. BW gewerkt met een 'uitgangspunt' ten aanzien van de eerste schakel van het causaal verband. In het arrest wordt daarvoor een onderbouwing gegeven die evenzeer toepasbaar lijkt op de aansprakelijkheid van uitgevende instellingen bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. De Hoge Raad overweegt eerst:

---

85 Zie HR 27 november 2009, JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink.

“De art. 6:194 e.v. laten onverlet dat de gewone regels betreffende stelplicht en bewijslast gelden ten aanzien van de vraag of de schade in een zodanig verband met de misleiding staat dat zij als gevolg daarvan aan degene die de misleidende mededeling openbaar heeft gemaakt kan worden toegerekend (...). In beginsel draagt de belegger derhalve ook de stelplicht en bewijslast ter zake van het *condicio sine qua non*-verband. Dat bewijs is evenwel problematisch, omdat een belegger zich bij zijn beleggingsbeslissing in het algemeen door een veelheid van factoren zal laten leiden, terwijl bovendien vaak niet valt aan te tonen dat hij daadwerkelijk heeft kennisgenomen van de misleidende mededeling, laat staan dat hij daadwerkelijk door de misleidende mededeling is beïnvloed. Die beïnvloeding kan ook indirect hebben plaatsgehad, doordat de belegger is afgegaan op adviezen of op heersende opinies in de markt, die op hun beurt door de misleidende mededeling in het leven zijn geroepen. De door deze factoren veroorzaakte bewijsproblemen ter zake van het *condicio sine qua non*-verband brengen mee dat de door de (oude en nieuwe) prospectusrichtlijn beoogde bescherming van beleggers (...) in de praktijk illusoir kan worden. Daarbij verdient opmerking dat die richtlijn weliswaar de aansprakelijkheid van de uitgevende instelling voor misleidende mededelingen in het prospectus niet harmoniseert, maar dat de nieuwe prospectusrichtlijn aan de Lidstaten wel de verplichting oplegt ervoor zorg te dragen dat de nationale wettelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op degenen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus vermelde informatie (art. 6 lid 2 van richtlijn 2003/71/EG). Dat brengt mee dat een effectieve rechtsbescherming geboden moet worden volgens de regels van het nationale recht.”

Deze inleidende overwegingen brengen de Hoge Raad vervolgens tot de slotsom:

“Met het oog op die effectieve rechtsbescherming en gelet op de met de prospectusvoorschriften beoogde bescherming van (potentiële) beleggers tegen misleidende mededelingen in het prospectus, zal tot uitgangspunt mogen dienen dat *condicio sine qua non*-verband tussen de misleiding en de beleggingsbeslissing aanwezig is.

Dit betekent derhalve dat in beginsel aangenomen moet worden dat, indien geen sprake van misleiding zou zijn geweest, de belegger niet – of bij aankoop op de secundaire markt: niet dan wel niet op dezelfde voorwaarden – tot aankoop van de effecten zou zijn overgegaan. De rechter kan echter naar aanleiding van de over en weer aangevoerde argumenten (waarbij zo nodig de juistheid van daarbij aangevoerde feiten door de meest gerede partij aannemelijk moet worden gemaakt), en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededeling(en) en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat. Dat zal bijvoorbeeld het geval zijn indien aannemelijk is dat de beleggingsbeslissing is genomen voordat de desbetreffende misleidende mededeling openbaar gemaakt was. Overigens zal in het algemeen bij een professionele belegger, gelet op diens kennis en ervaring met (het analyseren van) de beschikbare informatie en

de relevante markt, eerder dan bij een particuliere belegger aanleiding kunnen bestaan voor de conclusie dat hij, ondanks de misleidende informatie in het prospectus, daardoor bij zijn beleggingsbeslissing niet daadwerkelijk is beïnvloed.”

De Hoge Raad heeft in geval van prospectusaansprakelijkheid aldus geoordeeld dat de aanwezigheid van transactiecausaliteit – de eerste schakel van het csqn-verband – “tot uitgangspunt” mag worden genomen. Het lijkt erop dat de Hoge Raad voor dit geval een bijzondere regel heeft geformuleerd op basis waarvan het processuele debat tussen partijen zo nodig verder gevoerd kan worden.<sup>86</sup> Mijns inziens behoort die bijzondere regel om een aantal redenen ook te gelden in geval van aansprakelijkheid voor niet-naleving van de openbaarmakingsplicht.

In de eerste plaats wijs ik erop dat de Hoge Raad aan de tot uitgangspunt genomen regel ten grondslag legt dat de Europese Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) beoogt te verzekeren dat de nationale wetgeving van de lidstaten effectieve rechtsbescherming biedt in geval van aansprakelijkheid voor misleidende mededelingen in het prospectus.<sup>87</sup> Eenzelfde beschermingsgedachte ligt mijns inziens ten grondslag aan de Transparantierichtlijn (2004/109/EG), waarin een uitgewerkte regeling is getroffen voor diverse periodieke informatieverplichtingen van uitgevende instellingen (zie verder § 1). Ook art. 7 Transparantierichtlijn bepaalt dat de lidstaten ervoor zorg dragen dat de verantwoordelijkheid voor de overeenkomstig de Transparantierichtlijn op te stellen en openbaar te maken informatie ten minste bij de uitgevende instelling of bij haar leidinggevend, toezichthoudend of bestuursorgaan rust. De lidstaten dienen er tevens zorg voor te dragen dat hun wettelijke bepalingen inzake aansprakelijkheid van toepassing zijn op de uitgevende instellingen, genoemde organen of verantwoordelijke personen binnen de uitgevende instellingen. Hoewel onderkend moet worden dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie zijn Europese grondslag kent in art. 6 Richtlijn marktmisbruik (en dus niet in de Transparantierichtlijn), houdt de wettelijke regeling van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ten nauwste verband met de in de Transparantierichtlijn geïmplementeerde informatieverplichtingen. Sterker nog: oorspronkelijk maakten de

---

86 Zie hiervoor verder: Pijls/Van Boom, *WPNR* (2010) en Klaassen, *VASR* (2012).

87 Opmerking verdient dat aldus wel een extra dimensie wordt toegekend aan art. 6 lid 2 Prospectusrichtlijn, omdat de richtlijnbevestiging niet meer doet dan de lidstaten opdragen ervoor zorg te dragen dat de wettelijke bepalingen inzake burgerrechtelijke aansprakelijkheid van toepassing zijn op de personen die verantwoordelijk zijn voor de in het prospectus verstrekte informatie, zonder dat die opdracht vergezeld gaat van enige specifieke instructie.

openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie en de overige informatieverplichtingen van uitgevende instellingen deel uit van uit van één Europese richtlijn, de Noteringsrichtlijn (2001/34/EG). Naar valt aan te nemen, is de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie nadien om geen andere reden ondergebracht in de Richtlijn marktmisbruik dan de koppeling die tussen deze incidentele informatieverplichting en het begrip 'voorwetenschap' werd aangebracht. Gelet op deze verwantschap met de informatieverplichtingen uit de Transparantierichtlijn bestaat er een goede reden om het door de Hoge Raad geformuleerde uitgangspunt ook te hanteren voor de eerste schakel van het csqn-verband in geval van aansprakelijkheid bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. In dat geval dient effectieve rechtsbescherming evenzeer geboden te worden.

In de tweede plaats kan erop worden gewezen dat in dit geval een rechtstreekse relatie bestaat tussen de inhoud van de gestelde normschending – de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht – en het causaal verband. Die normschending houdt in dat de uitgevende instelling heeft nagelaten "informatie waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren" (vgl. hiervoor § 2.2.3), (tijdig) openbaar te maken. Indien informatie aan die norm beantwoordt, dan is het een verre van ondenkbeeldige situatie dat een belegger de aankoop van aandelen niet zou hebben gedaan als hij tevoren op de hoogte was geweest van de ware stand van zaken bij de uitgevende instelling. Ook dit inhoudelijke argument pleit ervoor om de aanwezigheid van transactiecausaliteit als regel tot uitgangspunt te nemen.

Een bijzondere kanttekening dient nog wel te worden geplaatst bij de precieze formulering van de tot uitgangspunt genomen regel. De Hoge Raad postuleert dat, in het hypothetische geval dat er geen misleiding zou zijn geweest, in beginsel aangenomen moet worden dat de belegger (i) niet *dan wel* (ii) niet op dezelfde voorwaarden tot aankoop van de aandelen zou zijn overgegaan. Het uitgangspunt kent dus twee verschijningsvormen (met elk een andere shadeomvang); aangenomen moet worden ofwel dat de belegger de aandelen niet zou hebben aangekocht, ofwel dat de belegger die aankoop niet op dezelfde voorwaarden zou hebben gedaan. Het wordt aldus aan de belegger overgelaten om uit deze twee alternatieven zelf een keuze te maken dan wel te opteren voor de presentatie van zijn schadevergoedingsvordering in de vorm van een primaire en een subsidiaire eis. Tegen deze keuzevrijheid kan eigenlijk geen bezwaar aangevoerd worden, omdat de door de Hoge Raad tot uitgangspunt genomen regel geen eindpunt van het partijdebat is.

De Hoge Raad neemt de aanwezigheid van transactiecausaliteit (in de vergaande of de andere, minder vergaande vorm) *in beginsel* tot uitgangspunt. De rechter kan echter naar aanleiding van het daarover gevoerde partijdebat, en mede in aanmerking genomen de aard van de desbetreffende misleidende mededelingen en de verder beschikbare informatie, tot de conclusie komen dat voormeld uitgangspunt in het concrete geval niet opgaat.

Een andere kanttekening is dat de Hoge Raad strenge eisen lijkt te stellen aan de eerste schakel van het causaal verband. De overwegingen van de Hoge Raad suggereren dat de belegger op een of andere wijze moet zijn afgegaan op de misleidende voorstelling van zaken, ook al kan dat indirect zijn gebeurd (doordat de belegger bij het nemen van zijn beleggingsbeslissing bijvoorbeeld is afgegaan op beleggingsadviezen of marktsentimenten die op hun beurt zijn gebaseerd op de misleidende voorstelling van zaken). Ik zou menen dat in geval van aansprakelijkheid bij niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie deze kwestie minder ingewikkeld ligt. Immers, als de openbaarmakingsplicht niet is nageleefd door de uitgevende instelling dient beoordeeld te worden wat de belegger had gedaan als wèl een juiste en volledige voorstelling van zaken was gegeven. Of anders gezegd: aan de basis van misleiding ligt voor alles een verzwijging van informatie die relevant zou zijn geweest voor de oordeelsvorming van beleggers en niet een onjuiste voorstelling van zaken waarvan moet worden vastgesteld of die wel daadwerkelijk een rol heeft gespeeld in de oordeelsvorming van de belegger.

Het bewijs van de *tweede* schakel van het csqn-verband – te weten het causaal verband tussen enerzijds de misleiding en de daardoor tot stand gekomen transactie(voorwaarden) en anderzijds de gevorderde vermogensschade – zal minder moeizaam te bewijzen zijn. Immers, had een belegger het aandeel niet gekocht dan zou hij ook niet met de waardevermindering van dat aandeel geconfronteerd zijn. Het komt er feitelijk op neer wat de belegger met het aankoopbedrag had gedaan in het hypothetische geval dat hij de aankoop van de aandelen niet had verricht. In dat geval heeft de rechter de vrijheid om op basis van art. 6:97 BW aannames te doen over de wijze waarop de belegger anders zou hebben gehandeld, bijvoorbeeld het plaatsen van een bedrag op een spaarrekening of het doen van een belegging in een mix van soortgelijke financiële instrumenten waarbij gebruik gemaakt kan worden van één of meer indices om de omvang van de schade te begroten.

Ingeval de belegger de stelling betreft dat hij de aandelen zonder de misleidende voorstelling van zaken tegen de dan geldende lagere marktprijs zou hebben gekocht, dient de schade volgens een even bewerkelijke



als gecompliceerde werkmethode vastgesteld te worden. In de Amerikaanse rechtspraktijk is de gebruikelijke methode dat de schadevergoeding wordt berekend door in een *event-study* per handelsdag de hypothetische koers vast te stellen die het aandeel gehad zou hebben als de koersvorming zuiver zou zijn geweest.<sup>88</sup> Het tijdvak waarin de koers door misleiding op een onzuiver niveau staat, pleegt men grafisch weer te geven met behulp van twee lijnen: de werkelijke prijslijn en de hypothetische prijslijn. De werkelijke prijslijn geeft de beurskoers op iedere dag van de relevante periode van misleiding weer. Met behulp van de officiële koersgegevens van NYSE Euronext Amsterdam zal de werkelijke prijslijn eenvoudig te bepalen zijn. De hypothetische prijslijn kan uiteraard alleen maar ingeschat worden. Bij het construeren van deze prijslijn dient evenwel bedacht te worden dat de beurskoers ook door allerlei andere factoren wordt beïnvloed dan de misleidende informatie. In elk geval drie factoren die de beurskoers beïnvloeden, dienen hierbij geëcarteerd te worden. Te noemen zijn: (i) algemeen macro-economische informatie, (ii) sectorspecifieke informatie en (iii) specifieke informatie over de uitgevende instelling die geen verband houdt met de misleiding.

Opgemerkt moet verder nog worden dat de toerekening naar redelijkheid van schade ex art. 6:98 BW geen bewijsrechtelijke vraag is, maar een door de rechter te beantwoorden rechtsvraag. Indien het csqn-verband tussen het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling en een schadepost eenmaal is komen vast te staan, is het aan de uitgevende instelling om eventueel aan te voeren dat de schade in een zodanig ver verwijderd verband tot de schadeoorzaak staat dat het causaal verband daardoor is verbroken.<sup>89</sup>

Waar het uiteindelijk bij de vaststelling van de omvang van de schade op aankomt, is dat toepassing gegeven moet worden aan de methode van vermogensvergelijking. De vermogenstoestand van de belegger zoals die realiter is, zal vergeleken moeten worden met de vermogenstoestand zoals die vermoedelijk zou zijn geweest indien de onrechtmatige gedraging van de uitgevende instelling niet zou hebben plaatsgevonden. In die hypothetische situatie zou de belegger de bewuste

---

88 Zie over deze werkmethode verder De Jong (2010), p. 239 e.v.

89 Zie Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II\* (2009) nrs. 76 en 82. Een bijzondere kanttekening verdient daarbij nog wel dat de Hoge Raad in zijn World Online-arrest – opmerkelijk genoeg – overwogen heeft dat “ten aanzien van het bestaan en de omvang van de schade, alsmede het causaal verband als bedoeld in art. 6:98 BW, in beginsel de gewone bewijsregels gelden”. Zie HR 27 november 2009, JOR 2010/43 m.nt. K. Frielink, r.o. 4.11.3.

aandelen niet hebben aangekocht. De peildatum voor de schadevaststelling is in beide gevallen het moment waarop de waarheid bekend wordt gemaakt. Daarna is het aanhouden of verkopen van de desbetreffende aandelen een eigen beleggingsbeslissing van de belegger, waarvan de voor- of nadelige gevolgen verder voor zijn eigen rekening dienen te komen. Complicaties kunnen ontstaan door een overreactie van de markt op het bekend worden van de waarheid of ingeval de waarheid slechts stapsgewijs bekend wordt gemaakt door de uitgevende instelling.

Onder omstandigheden kan er reden zijn om de schadevergoedingsplicht van de uitgevende instelling te verminderen. Zo is het mogelijk dat een belegger in de periode dat de uitgevende instelling de openbaarmakingsplicht niet heeft nageleefd niet alleen aandelen heeft gekocht, maar ook weer heeft verkocht en dat gedaan heeft tegen de nog steeds kunstmatige, hoge koers. In dat geval zijn het voordeel uit hoofde van de verkoop en de schade veroorzaakt door dezelfde gebeurtenis. Het is vanwege deze samenhang redelijk om voordeel en schade met elkaar te verrekenen (art. 6:100 BW). Een andere reden om de vergoedingsplicht te verminderen, zou eventueel gevonden kunnen worden in het aannemen van 'eigen schuld' van de belegger (art. 6:101 BW). De uitgevende instelling kan bijvoorbeeld een verweer voeren dat een belegger in redelijkheid niet mocht afgaan op de te rooskleurige voorstelling van zaken of dat de belegger na het bekend worden van de waarheid zijn aandelen tegen een paniekprijs van de hand heeft gedaan waar een meer prudente benadering aangewezen was. In die omstandigheden lijkt het aangewezen de eigen schuld van de belegger te vertalen in een matiging van de schadevergoedingsplicht.

In dit soort geschillen plegen beleggers bij voorkeur te komen tot een collectieve afwikkeling van schade (art. 3:305a BW) (zie hiervoor ook hoofdstuk 7 van deze bundel). Een stichting die opkomt ter bescherming van gelijksoortige belangen zal dan uitsluitend een verklaring voor recht vorderen dat de uitgevende instelling in een bepaald tijdvak onrechtmatig jegens een bepaalde groep van beleggers heeft gehandeld. De stichting zal hebben te bewijzen dat zij daarbij een voldoende belang heeft (art. 3:303 BW). Ontbreekt voldoende belang, dan zal de stichting niet ontvankelijk verklaard worden in haar vordering. Uit de rechtspraak blijkt dat art. 3:303 BW met terughoudendheid wordt toegepast. Ter illustratie daarvan verwijs ik naar de zaak Stichting Claim Lengai/Feederlines c.s.<sup>90</sup> Het ging hier om deelname door stille vennoten in een scheeps-CV op basis van een

---

90 Rb Amsterdam 11 juni 2008, *JOR* 2009/133.

beweerdelijk misleidend prospectus. Uiteindelijk hebben de stille vennoten geen verlies geleden, maar een winst van ca. 1% per jaar op de inleg behaald. Volgens de aangesproken partijen was de stichting niet ontvankelijk nu zij onvoldoende aannemelijk had gemaakt dat de stille vennoten schade hadden geleden en dat de stichting derhalve geen belang had bij haar vordering. De stichting stelt daartegenover dat de waarde van de participaties in de scheeps-CV minder is dan verwacht had mogen worden op basis van de verstrekte informatie. De stille vennoten hadden zes lang geïnvesteerd in de scheeps-CV. Een andere wijze van investeren had de stille vennoten waarschijnlijk aan aanmerkelijk hoger rendement over de desbetreffende periode opgeleverd, waarbij volgens de stichting de wettelijke rente als aanknopingspunt moet worden genomen. De rechtbank Amsterdam overweegt:

“Aldus heeft de Stichting voldaan aan de op haar rustende stelplicht ten aanzien van de schade om aan te nemen dat zij een belang heeft bij haar vordering. Een vergelijking van de financiële situatie waarin de Vennoten na afloop van de C.V. verkeerden met de hypothetische financiële situatie waarin zij zouden hebben verkeerd indien zij niet tot participatie in de C.V. zouden zijn overgegaan, leidt immers ertoe – wanneer de stellingen van de Stichting worden gevolgd – dat rendement is misgelopen. Het verschil tussen het feitelijke rendement en het potentiële rendement kan in beginsel worden aangemerkt als gederfde winst. NIBC wordt niet gevolgd in haar stelling dat gederfde winst niet voor vergoeding in aanmerking komt. Gederfde winst valt immers onder vermogensschade.”

Wordt een uitgevende instelling aansprakelijk gesteld wegens niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie, dan zal de stichting kunnen aanvoeren dat de beleggers waarvoor zij opkomt schade hebben geleden in de vorm van een koersdaling ten opzichte van de aankoopprijs en in de vorm van gederfde winst. Uitgaande van de situatie dat dat de beleggers zonder schending van de openbaarmakingsplicht niet zouden hebben belegd in aandelen van de uitgevende instelling zullen deze schadeposten eenvoudig te onderbouwen zijn.<sup>91</sup>

Een enkel woord ten slotte nog over het leerstuk ‘afgeleide schade’. Bij afgeleide schade bestaat de benadeling van de belegger uit waardevermindering van zijn aandelen, welke waardevermindering het gevolg is van vermogensschade die de uitgevende instelling lijdt. Wordt de schade aan de

---

91 In deze zin ook De Jong (2010), p. 321. De Jong stelt ook dat niet vereist is dat de stichting aantoonbaar dat de koers op een onzuiver niveau heeft gestaan als gevolg van de beweerdelijk misleidende voorstelling van zaken.

uitgevende instelling vergoed door degene die jegens de uitgevende instelling bijvoorbeeld een onrechtmatige daad heeft gepleegd, dan is daarmee ook de door de belegger geleden afgeleide schade – bestaande uit de waardevermindering van zijn aandelen – vergoed. Om die reden komt afgeleide schade in beginsel niet voor vergoeding in aanmerking.<sup>92</sup>

In het onderhavige geval is de uitgevende instelling aansprakelijk ten opzichte van beleggers die aandelen hebben gekocht of verkocht in de periode dat er als gevolg van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie sprake is geweest van een onzuivere koersvorming. De door de uitgevende instelling geschonden transparantienorm strekt specifiek ter bescherming van het belang van beleggers (vgl. § 4).<sup>93</sup> Gelet op dit karakter van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie als een direct tot de beleggers gerichte zorgvuldigheidsnorm speelt het leerstuk van afgeleide schade hier geen rol. Of anders gezegd: de schade die beleggers als gevolg van schending van de openbaarmakingsplicht door de uitgevende instelling lijden, loopt niet indirect via het vermogen van de uitgevende instelling. De uitgevende instelling is in het geval van een misleidende voorstelling van zaken namelijk niet meer of minder waard dan zij was; de werkelijke waarde van de uitgevende instelling was alleen door de misleidende voorstelling van zaken te positief of te negatief voorgesteld.

## 20.6 Uitleiding

Naar stellig valt aan te nemen, zal het leerstuk van de civielrechtelijke aansprakelijkheid van uitgevende instellingen in geval van niet-naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in de aankomende jaren in rechtspraak en doctrine in geruime mate aandacht genieten. Een belangrijke impuls daartoe zal uitgaan van de intensiteit waarmee de AFM toezicht houdt op de naleving van de openbaarmakingsplicht en zo nodig ook handhavingsmaatregelen ten laste van uitgevende instellingen treft. Na een aarzelende start lijkt de AFM inmiddels daadwerkelijk werk te maken van een actief toezicht op de naleving van de openbaarmakingsplicht. Voor beleggers zal het bewijsmateriaal dat afkomstig is uit een boeteprocédure een meer dan welkome wind in de zeilen zijn om een vermeende schending van de openbaarmakingsplicht door de

---

92 HR 2 december 1994, *NJ* 1995, 288 m.nt. J.M. Maeijer (*Poot/ABP*)

93 In deze zin ook De Jong, *Serie vanwege het Van der Heijden Instituut*, Deel 103 (2010), p. 43 met verdere literatuurverwijzingen.

uitgevende instelling adequaat met feiten te kunnen onderbouwen. Lastige rechtsvragen over causaliteit en schade blijken in de rechtspraak uiteindelijk eenvoudig op te lossen indien en zodra de teerling over het onrechtmatig handelen van de uitgevende instelling door de civiele rechter is geworpen.

## Literatuur

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-II\* (2009)

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Verbintenissenrecht, deel IV, De verbintenis in het algemeen, tweede gedeelte*, Deventer: Kluwer 2009

Asser/Hartkamp & Sieburgh 6-IV\* (2011)

A.S. Hartkamp & C.H. Sieburgh, *Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands Burgerlijk Recht, Verbintenissenrecht, deel IV, De verbintenis uit de wet*, Deventer: Kluwer 2011

De Brauw (2010)

C.J.C. de Brauw, Informatievoorziening door uitgevende instellingen, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming en Recht, deel 57), Deventer: Kluwer 2010, p. 611-680

Doorenbos, *Ondernemingsrecht* (2005)

D.R. Doorenbos, Openbaarmaking van voorwetenschap, *Ondernemingsrecht* (2005), p. 75-83

Hoff, (2011)

G.T.J. Hoff, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (diss. RUN), (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 107), Deventer: Kluwer 2011

Italianer, *Ondernemingsrecht* (2012)

J. Italianer, Naar een versterkt marktmisbruikregime, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 385-388

De Jong, *Ondernemingsrecht* (2009)

B.J. de Jong, Schikkingen ten behoeve van gedupeerde aandeelhouders Vedior en Numico, *Ondernemingsrecht* (2009), 5, p. 259-263

De Jong (2010)

B.J. de Jong, *Schade door misleiding op de effectenmarkt* (diss. RUN) (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut. Deel 103), Deventer: Kluwer 2010

De Jong/Pijls, *Ondernemingsrecht* (2013)

B.J. de Jong/A.C.W. Pijls, *Schadevergoeding voor zittende aandeelhouders bij misleidende berichtgeving?*, *Ondernemingsrecht* (2013), p. 5-12

Klaassen (2012)

C.J.M. Klaassen, *De dader heeft het gedaan, maar wie is de dader? Enkele opmerkingen over (het bewijs bij) causaliteitsonzekerheid*, in: *Causaliteitsperikelen*, Preadviezen van de Vereniging voor Aansprakelijkheids- en Schadevergoedingsrecht (VASR), Deventer: Kluwer 2012, p. 1-30

Kristen (2004)

F.G.H. Kristen, *Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht* (diss. KUB), Nijmegen: Wolf Legal Publishers 2004

Nieuwe Weme en Stevens (2006)

M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, in: *Marktmisbruik*, (Serie Onderneming en Recht, deel 34), Deventer: Kluwer 2006, p. 155-234

Nieuwe Weme en Stevens (2008)

M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie*, in: *Handboek Marktmisbruik*, (Serie Onderneming en Recht, deel 34), Deventer: Kluwer 2008, p. 175-275

Pijls/Van Boom, *WPNR* (2010)

A.C.W. Pijls/W.H. van Boom, *Handhaving prospectusaansprakelijkheid niet illusoir: vermoeden van causaal verband bij prospectusaansprakelijkheid*, *WPNR* (2010), 6834, p. 194-200