

JOR 2009/234 Rechtbank Rotterdam, 08-07-2009, AWB 09/1571 BC-T2, [LJN BJ2797](#)  
Openbaarmakingsplicht, Overtreding van art. 5:59 lid 1 (oud) Wft, Afwijzing verzoek tot schorsing openbaar  
maken boeteoplegging

» **Noot**

1. Deze uitspraak van de Rotterdamse voorzieningenrechter bouwt voort op een eerdere uitspraak in de Numico-zaak («JOR» 2008/274, m.nt. G.T.J. Hoff; zie tevens de noot van D.R. Doorenbos in *Ondernemingsrecht* 2008, 15, p. 558-563). In de onderhavige zaak ging het om overnamebesprekingen die al enige tijd in alle stilte werden gevoerd tussen Randstad NV (als bidder) en Vedior NV (als doelvennootschap). Wat was het geval? In de loop van de ochtend van 30 november 2007 liep de koers van het aandeel Vedior sterk op zonder dat daarvoor enige oorzaak was aan te wijzen. Op enig moment die ochtend maakten verschillende *real time* nieuwsmedia gewag van marktgeruchten over een mogelijke overname van Vedior, hetgeen heeft geleid tot een verdere stijging van de omzet en de koers van het aandeel Vedior. In reactie hierop is op verzoek van de AFM de handel in het aandeel Vedior om 11.34 uur stilgelegd door Euronext Amsterdam. De beurskoers bedroeg op dat moment € 15,26, een stijging van ruim 24% ten opzichte van de slotkoers van de vorige beursdag. Kort nadien publiceerden Vedior en Randstad persberichten waarin bevestigd werd dat oriënterende gesprekken over een overname werden gevoerd. Naar aanleiding van een door de AFM uitgevoerd onderzoek is bij besluit van 8 mei 2009 – d.w.z. bijna anderhalf jaar later! – aan Randstad als rechtsopvolgster van Vedior (de verdwijnende vennootschap bij een later gevolgde juridische fusie) een bestuurlijke boete opgelegd van € 96.000,= wegens overtreding van art. 5:59 lid 1 Wft. In deze noot zal de naam van Vedior verder worden gebruikt, omdat het de bedoeling was dat de bestuurlijke boete aan deze vennootschap zou worden opgelegd. Zie [www.afm.nl](#) voor het boetebesluit van de AFM, dat overigens geschoond is van vertrouwelijke gegevens. In art. 5:59 Wft is de plicht van uitgevende instellingen opgenomen om rechtstreeks op hen betrekking hebbende voorwetenschap als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft (ook wel omschreven als: koersgevoelige informatie) onverwijld openbaar te maken. Ik wijs er hier nog op dat deze openbaarmakingsplicht van uitgevende instellingen als gevolg van de omzetting van de Transparantierichtlijn in de Wet op het financieel toezicht met ingang van 1 januari 2009 is opgenomen in art. 5:25i Wft. De op de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie betrekking hebbende uitvoeringsregels zijn thans te vinden in het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft (en dus niet langer in het Besluit marktmisbruik Wft).

2. De Vedior-zaak heeft – evenals de Numico-zaak – niet alleen tot het opleggen van een bestuurlijke boete geleid, maar ook tot een door de VEB geïnitieerde *class action* tegen de uitgevende instelling die de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie heeft overtreden. Volgens de VEB hebben beleggers die in de ochtend van 30 november 2007, voorafgaand aan het tijdelijk stilleggen van de handel, aandelen Vedior hebben verkocht schade geleden. Deze beleggers hebben hun aandelen namelijk verkocht tegen te lage koersen, omdat daarin het feit dat Vedior en Randstad overnamebesprekingen voerden nog niet was verwerkt. De schikking die hierover door de VEB met Vedior is bereikt, is inmiddels door het Gerechtshof Amsterdam op grond van de Wet collectieve afwikkeling massaschade (WCAM) verbindend verklaard. De totale te betalen schadevergoeding bedraagt € 4.250.000,=. Dit bedrag zal worden verdeeld onder ca. 2.000 personen die volgens de schikking aanspraak op een schadevergoeding kunnen maken. Zie voor deze uitspraak ongetwijfeld een van de volgende afleveringen van dit tijdschrift. Opmerkelijk is overigens dat in de uitspraak van het Hof geen melding wordt gemaakt van de aan Vedior opgelegde bestuurlijke boete. Ten tijde van de mondelinge behandeling van het WCAM-verzoek op 20 mei 2009 was de boete aan Vedior inmiddels wel al opgelegd. Is Vedior dit simpelweg vergeten of meende zij mogelijk dat hiervan geen melding aan het Hof gemaakt behoefde te worden? Of is hiervan wel melding gemaakt door Vedior, maar heeft het Hof het niet nodig gevonden om dit relevante feit in de uitspraak op te nemen? Omdat het uitlekken van overnameonderhandelingen op de Nederlandse overnamemarkt schering en inslag was (zie bijvoorbeeld *Het Financieele Dagblad* van 28 december 2007 (“Koers stijgt vaak voor overnamenieuws. Fusiekoorts bezorgt ook AFM overwerk.” “Verdachte koersbewegingen voorafgaand aan bijna helft van bekendmakingen van fusies en overnames in Nederland in

2007”)), mag worden aangenomen dat van deze *class actions* een heilzame werking zal uitgaan. Er bestaat voor dit euvel ook nog een andere remedie. Eerder heb ik ervoor gepleit dat uitgevende instellingen die gebruik maken van de uitstelregeling omdat overnameonderhandelingen worden gevoerd, hiervan melding zouden moeten maken aan de AFM. De Richtlijn marktmisbruik voorziet in art. 6 lid 2 in een zogeheten lidstaatoptie om een dergelijke melding aan de toezichthouder voor te schrijven. Hoewel de minister van Financiën tijdens de parlementaire behandeling van de implementatiewetgeving van de Transparantierichtlijn beloofd heeft aandacht te zullen besteden aan deze kwestie is hij er daarna niet meer op teruggekomen. Zo zei de minister: “Bij de voorbeelden die de heer Van Dijck noemt, gaat het om de vraag of er sprake is van voorkennis, met name bij fusies en overnames, en om de vraag of een vroegtijdiger uitoefening van de rol van de marktmeester door de AFM of door een ander een aantal problemen dat wij nu tegenkomen, zou kunnen oplossen. Wij hebben toegezegd, deze zomer een brief naar de Kamer te zullen sturen, in het licht van de discussie die daarover is gevoerd. Dan kunnen wij het debat daarover ten volle met elkaar voeren.” Zie *Handelingen II*, 2007-2008, p. 95-6702. Een goede reden om een dergelijke melding voor te schrijven is dat de voorafgaande melding van de uitgevende instelling van een door haar genomen uitstelbesluit voor de AFM een nuttig instrument kan 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 “op scherp” staan om – als daarvoor aanleiding bestaat – tijdig in te 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, niet onnodig veel tijd verloren gaat met het door de AFM dan vervolgens nog uit te voeren onderzoek.

3. Uit het gepubliceerde boetebesluit van de AFM volgt dat de bestuurlijke boete is opgelegd omdat Vedior naar het oordeel van de AFM niet langer een beroep kon doen op de uitstelregeling van art. 5:59 lid 3 Wft en dus genoopt was om de aanvankelijk met een beroep op de uitstelregeling achtergehouden informatie alsnog openbaar te maken. Een korte toelichting is hier op zijn plaats. Hoewel het uitgangspunt van de wettelijke regeling is dat een uitgevende instelling verplicht is om koersgevoelige informatie – zoals bijvoorbeeld in dit geval dat overnamebesprekingen werden gevoerd – onverwijld openbaar te maken, voorziet de Wet op het financieel toezicht ook in een uitstelregeling. Hieraan ligt – kort gezegd – de gedachte ten grondslag dat sommige zaken alleen succesvol kunnen worden gedaan onder geheimhouding en dat om die reden in uitzonderlijke gevallen deze geheimhouding moet worden toegestaan. De uitgevende instelling mag dan ook op eigen verantwoordelijkheid besluiten om koersgevoelige informatie (nog) niet openbaar te maken, mits daarbij door haar drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht worden genomen. Die voorwaarden zijn: (i) het uitstel dient een rechtmatig belang van de uitgevende instelling, (ii) van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten en (iii) de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie waarborgen (art. 5:59 lid 3 Wft).

4. In de boetezaak was de constatering van de AFM dat de stand van de overnamebesprekingen koersgevoelige informatie als bedoeld in art. 5:59 lid 1 jo. art. 5:53 lid 1 Wft opleverde die Vedior in beginsel noopte tot openbaarmaking mijns inziens een *no-brainer*. Zie ook mijn noot onder «JOR» 2008/274 onder 8. Vedior kon zich blijkens het boetebesluit met dit oordeel van de AFM ook verenigen. Opmerkelijk acht ik wel de volgende overweging van de AFM in het boetebesluit aangaande de vereiste koersgevoeligheid van de bewuste informatie: “Significante invloed houdt in ‘waarvan een redelijk handelende belegger waarschijnlijk gebruik zal maken om er zijn beleggingsbeslissingen ten dele op te baseren’. Van koersgevoelige informatie is *daarnaast uitsluitend* (cursiveringen toegevoegd) sprake als vooraf, op grond van toentertijd voorhanden informatie, in het licht van alle beschikbare informatie en ervaring, een significante koersbeweging te verwachten was.” In het bestek van deze noot laat ik het thans bij de volgende constatering. Ten eerste: naar de maatstaf van “de redelijk handelende belegger” wordt verwezen in art. 1 lid 2 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking van de Europese Commissie (Pb EU 2003, L 339/70) en in de parlementaire geschiedenis van de omzettingvoorschriften van de Richtlijn marktmisbruik (*Kamerstukken II*, 2004-2005, 29 827, nr. 3, p. 8). Ten

tweede: de AFM gaat er kennelijk vanuit dat als informatie relevant is voor een redelijk handelende belegger daarmee nog niet automatisch gegeven is dat deze informatie óók significante invloed op de beurskoers heeft als vereist in art. 5:53 lid 1 Wft. Of anders gezegd: de uitgevende instelling zal eerst met behulp van de maatstaf van de redelijk handelende belegger de soort informatie moeten identificeren die *mogelijk koersgevoelig is. Is dat eenmaal vastgesteld, dan komt pas het tweede deel van de toets in het vizier. Vastgesteld moet ook nog worden of openbaarmaking van de bewuste informatie zou leiden tot een “significante koersbeweging”. Ten derde: welke maatstaf daarvoor aangelegd dient te worden, maakt de AFM niet duidelijk. Zo veel is mijns wel zeker dat het dan dient te gaan om “aanzienlijke invloed” als bedoeld in art. 1 onder 1 van de Richtlijn marktmisbruik. Zou het dan niet logischer zijn geweest om in art. 5:53 lid 1 Wft dezelfde bewoordingen als de richtlijntekst te hanteren?*

5. Na de vaststelling dat sprake is van koersgevoelige informatie dient vervolgens de vraag beantwoord te worden of gebruik gemaakt mag worden van de uitstelregeling. Met Vedior is de AFM van oordeel dat Vedior een rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking had. In dit verband wordt gewezen op het feit dat door publicatie van de lopende onderhandelingen de uitkomst daarvan kan worden beïnvloed (art. 14 lid 1 onder a Besluit marktmisbruik Wft). Volgens de AFM – zo blijkt uit het boetebesluit – was niet voldaan aan de hiervoor onder 4. sub (ii) en (iii) genoemde voorwaarden van de uitstelregeling. Zo heeft Vedior de vertrouwelijkheid van de informatie over de overnamebesprekingen niet kunnen waarborgen. De AFM is van oordeel dat, hoewel Vedior stelt aan te kunnen tonen dat zij alle maatregelen heeft getroffen die in redelijkheid van haar verwacht mochten worden, deze maatregelen niet hebben kunnen voorkomen dat er op 30 november 2007 geruchten in de markt kwamen betreffende een overname van Vedior. De AFM merkt de verplichting van Vedior om dit soort maatregelen te treffen dus aan als een resultaatsverplichting. Daarnaast had Vedior volgens de AFM moeten inzien dat van uitstel van openbaarmaking misleiding te duchten was. De AFM wijst er daarbij op dat die misleiding te duchten geweest zou zijn door de geruchtvorming omtrent overnamegesprekken waarbij Vedior als *target* genoemd werd alsmede door de oplopende koers van het aandeel op 30 november 2007. Het verweer van Vedior dat slechts sprake was van marktspeculatie over een overname wordt door de AFM gepasseerd. De AFM verwijst in dit verband naar de werkelijke feiten en omstandigheden die reden waren om de stand van de overnamegesprekken als koersgevoelige informatie aan te merken. Daarnaast wijst de AFM erop dat de marktgeruchten inhielden dat Adecco (en dus niet Randstad) op een overname van Vedior uit was. Ook hierdoor zouden beleggers op het verkeerde been zijn gezet. Op grond van deze overwegingen heeft de AFM aan Vedior een bestuurlijke boete opgelegd.

6. Gelijk bekend zal zijn, voorziet art. 1:97 Wft in een dwingend aan de AFM voorgeschreven publicatie van een bestuurlijke boete met tariefnummer 5 (€ 96.000,=). De AFM kan evenwel besluiten om openbaarmaking van het besluit achterwege te laten, indien de openbaarmaking in strijd is of zou kunnen komen met het doel van het door de toezichthouder uit te oefenen toezicht op de Wet op het financieel toezicht (art. 1:97 lid 4 Wft). Tegen een voorgenomen openbaarmaking van het boetebesluit is nog wel een rechtsingang opengesteld. Aan de voorzieningenrechter van de rechtbank Rotterdam kan om een voorlopige voorziening strekkende tot schorsing van het besluit tot openbaarmaking van de bestuurlijke boete verzocht worden (art. 1:97 leden 2 en 3 Wft). Om die rechtsingang daadwerkelijk open te stellen, wordt hetgeen de AFM in het boetebesluit heeft overwogen om *niet* af te zien van openbaarmaking op de in art. 1:97 lid 4 Wft genoemde grond aangemerkt als een “op zelfstandig rechtsgevolg gericht besluitonderdeel”. Zie voor deze redenering verder «JOR» 2008/132, m.nt. CMGvdK en «JOR» 2008/273, m.nt. G.T.J. Hoff. Bezien wij de voor dit besluitonderdeel inmiddels door de AFM gegeven motiveringen, dan blijkt ontegenzeggelijk sprake te zijn van *boilerplate*-teksten. Daarmee blijft de redenering op grond waarvan deze rechtsingang is opengesteld toch iets gekunstelds houden. Het toetsingskader dat de voorzieningenrechter inmiddels heeft aangelegd, reikt overigens aanzienlijk verder dan uitsluitend het hier bedoelde besluitonderdeel. Volgens de voorzieningenrechter moeten de vragen worden beantwoord of (i) naar het voorlopige oordeel van de voorzieningenrechter art. 5:59 lid 1 Wft door verzoeker is overtreden, of (ii) de oplegging van een boete redelijk is en of (iii) de hoogte van de boete evenredig is. Immers, indien één van die

vragen ontkennend wordt beantwoord kan het besluit tot openbaarmaking van het bestreden boetebesluit reeds om die reden geen stand houden en wordt niet toegekomen aan de afweging als bedoeld in art. 1:97 lid 4 Wft.

7. Uit de hier afgedrukte uitspraak blijkt dat Vedior tevergeefs bij de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam is opgekomen tegen de door de AFM voorgenomen openbaarmaking van het boetebesluit. De voorzieningenrechter benadrukt het beperkte toetsingskader door te overwegen dat het wettelijk systeem van verplichte openbaarmaking in de weg staat aan een nadere evenredigheidstoetsing in het kader van art. 3:4 lid 2 Awb. Aldaar wordt bepaald dat de voor een of meer belanghebbenden nadelige gevolgen van een besluit niet onevenredig mogen zijn in verhouding tot de met het besluit te dienen doelen. In dit geval had Randstad als rechtsopvolgster van Vedior opgeworpen dat zij bevreesd was voor (reputatie)schade, omdat de bestuurlijke boete haar eigenlijk niet regardeerde. Wel acht de voorzieningenrechter gelet op dit feit termen aanwezig om – mede in het licht van de bij het besluit betrokken belangen (vgl. art. 8:81 lid 1 Awb) – de vraag te beantwoorden of de boeteplegging naar verwachting stand zal kunnen houden.

8. Na de uitspraak in de Numico-zaak is niet meer verrassend het oordeel van de voorzieningenrechter dat – anders dan geoordeeld was door de AFM in het boetebesluit (en dat nog wel na de duidelijke uitspraak van de Rotterdamse voorzieningenrechter in de Numico-zaak) – aan de derde voorwaarde van de uitstelregeling, inhoudende dat de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie voldoende is gewaarborgd, is voldaan. Toegegeven moet worden dat vanwege het voorlopige karakter van het oordeel van de voorzieningenrechter dit iets terughoudender geformuleerd diende te worden. De voorzieningenrechter stelt “er niet op voorhand van overtuigd te zijn dat niet aan deze voorwaarde is voldaan”. Inderdaad, zo mooi, precies en onnavolgbaar kunnen wij als jurist dat alleen maar formuleren. Dat ik hierop zo de aandacht vestig, heeft uiteraard een andere achtergrond. In verband met de tegen een voorgenomen openbaarmaking van een boetebesluit opengestelde rechtsingang, wordt de rechtspraak over belangrijke onderdelen van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (maar ook over andere effectenrechtelijke *issues* of een *issue* als de verenigbaarheid van openbaarmaking van een nog niet onherroepelijk vaststaand boetebesluit met art. 6 EVRM) door een voorzieningenrechter – een *unus iudex* – in voorlopige uitspraken (met in één opzicht een definitief en onomkeerbaar karakter: de toegestane openbaarmaking van een boetebesluit) bepaald. Tegen deze uitspraak van de voorzieningenrechter is bovendien geen hoger beroep mogelijk. Heel erg gelukkig lijkt mij dit alles niet. Het blijft dan ook wachten op gezaghebbende uitspraken van het CBb over de openbaarmakingsplicht.

9. Voor de redenering van de voorzieningenrechter dat aan de derde voorwaarde van de uitstelregeling – het kunnen waarborgen van de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie – niet is voldaan, verwijs ik naar mijn noot onder «JOR» 2008/274 (onder 9 t/m 13). Kort gezegd, komt die redenering erop neer dat de derde aan de uitstelregeling verbonden voorwaarde zodanig was uitgewerkt in de uitvoeringsregelgeving van de Wet op het financieel toezicht dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie niet behoefde te waarborgen (een resultaatsverbintenis), maar dat voldoende was dat de uitgevende instelling daartoe voldoende maatregelen had genomen (een inspanningsverbintenis). Als aanvulling hierop meld ik hier nog dat de zienswijze van de voorzieningenrechter voor de wetgever aanleiding is geweest om in art. 4 lid 2 Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft nauwer aansluiting te zoeken bij de uitwerking van de derde voorwaarde van de uitstelregeling in de Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking. Deze bepaling luidt thans dat de uitgevende instelling om de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie te kunnen waarborgen “de toegang tot de informatie [controleert] en treft de uitgevende instelling afdoende maatregelen waardoor deze toegang wordt beperkt tot personen voor wie het noodzakelijk is om in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie bekend te zijn met de informatie”. Met de gewijzigde tekst is beoogd tot uitdrukking te brengen dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie dient te waarborgen, en wel in die zin dat ingeval de uitgevende instelling concrete aanwijzingen heeft dat zij om welke reden dan ook – ondanks de door haar getroffen maatregelen – niet langer in staat is de geheimhouding van de informatie te verzekeren zij alsnog verplicht is tot onverwijld openbaarmaking van die informatie. In de

Nota van toelichting op het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft wordt benadrukt dat de uitgevende instelling de toegang tot deze informatie actief dient te controleren (*Stb.* 2008, 578, p. 24-25).

10. Wel verrassend is het oordeel van de voorzieningenrechter dat in de Vedior-zaak niet aan de tweede voorwaarde van de uitstelregeling was voldaan, inhoudende dat van het uitstel geen misleiding van het publiek te duchten was. Deze kwestie speelde niet in de Numico-zaak, omdat de AFM toen niet de stelling had betrokken dat door marktgeruchten of het koersverloop misleiding van het publiek te duchten was. De voorzieningenrechter hintte in die uitspraak – zonder enige motivering – al wel op een mogelijk andere visie op de inhoud van deze tweede voorwaarde van de uitstelregeling. Gesteld werd door de voorzieningenrechter dat kon worden betwijfeld of deze voorwaarde wel was vervuld.

11. Blijkens de hier afgedrukte uitspraak heeft de AFM het zekere voor het onzekere genomen en is thans ook – volgens het boetebesluit overigens pas in een later stadium – voor het anker gaan liggen dat aan de tweede voorwaarde van de uitstelregeling niet was voldaan. De voorzieningenrechter volgt de AFM in haar hiervoor onder 4. weergegeven motivering dat aan deze voorwaarde niet was voldaan. Daarbij merkt de voorzieningenrechter nog op dat niet maatgevend is of de berichtgeving in de media, die heeft geleid tot de flinke 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 voorwetenschap (of in mijn woorden: 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.

12. Hoewel de door de voorzieningenrechter aan de tweede voorwaarde van de uitstelregeling gegeven uitleg op grond van taalkundige argumenten zeer wel verdedigbaar lijkt, is het oordeel van de voorzieningenrechter daarmee nog niet onbetwistbaar. Gelet op de betekenis die gewoonlijk aan het begrip “misleiding” wordt gegeven, te weten dat onjuiste en/of onvolledige informatie wordt verstrekt die geschikt is om een onjuiste indruk bij het relevante publiek te vestigen, is niet aanstonds duidelijk hoe de tweede voorwaarde voor uitstel van openbaarmaking begrepen dient te worden. Het door de uitgevende instelling genomen uitstel impliceert uit de aard der zaak dat bepaalde koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling doelbewust voor het belegend publiek wordt achtergehouden. Misleiding lijkt daarmee een gegeven te zijn. Hoewel de wetsgeschiedenis op dit punt zwijgt als het graf (en ook de totstandkomingsgeschiedenis van de Richtlijn marktmisbruik ons met lege handen laat staan), mag er gevoeglijk van worden uitgegaan dat aan het begrip “misleiding” in deze context een andere dan de gebruikelijke betekenis toekomt. Immers, een traditionele uitleg van het begrip “misleiding” zou tot gevolg hebben dat een rechtmatig beroep door de uitgevende instelling op de uitstelregeling illusoir wordt. Een andere dan de gebruikelijke uitleg van dit begrip lijkt dan ook voor de hand te liggen. Bij de uitleg van deze voorwaarde zou bijvoorbeeld aangeknoopt kunnen worden 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, dan moet worden aangenomen dat misleiding van het publiek als gevolg van het achterhouden van deze informatie te duchten is. Nodig lijkt mij een dergelijke uitleg overigens niet, omdat in dat geval ook gesteld zou kunnen worden dat de uitgevende instelling geen rechtmatig belang bij uitstel van openbaarmaking heeft (en dat is de eerste voorwaarde voor een rechtmatig beroep op de uitstelregeling). 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. Indien bijvoorbeeld de openbaarmaking van lopende overnamebesprekingen wordt uitgesteld, mag de uitgevende instelling gedurende het genomen uitstel het bestaan van die onderhandelingen niet ontkennen. Mededelingen die haaks staan op de door de uitgevende instelling achtergehouden informatie zullen een overtreding van het verbod van marktmanipulatie kunnen opleveren (art. 5:58 lid 1 onder d Wft). Het voorgaande betekent dat de uitgevende instelling erop bedacht dient te zijn dat zij, gedurende de periode dat zij een beroep doet op de uitstelregeling, geen mededelingen doet die zonder de informatie waarvan de openbaarmaking is uitgesteld misleidend kunnen

zijn. Helaas geeft de uitspraak er geen blijk van dat de Rotterdamse voorzieningenrechter oog heeft gehad voor deze invalshoek. Daarbij komt ten slotte nog het argument dat het niet logisch is dat een gevolg dat door een bepaalde uitleg van de derde voorwaarde van de uitstelregeling uitdrukkelijk niet wordt aanvaard door de voorzieningenrechter, uiteindelijk toch wordt bereikt door een extensieve interpretatie te geven aan de tweede voorwaarde van de uitstelregeling. Deze zaak zal daarom ongetwijfeld nog wel een vervolg krijgen. Ook in Europees verband is het inzicht inmiddels doorgebroken dat de tweede voorwaarde van de uitstelregeling uitgevende instellingen voor hoofdbreken plaatst. Zo stelt de Europese Commissie in haar *call for evidence* met betrekking tot een mogelijke herziening van de Richtlijn marktmisbruik: “It is also useful to examine how to best address the uncertainty related to the more abstract condition for deferred disclosure of insider information (i.e. the omission would not be likely to mislead the public)”. Zie de *Call for evidence: Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation (Market Abuse Directive)* van 20 april 2009.

G.T.J. Hoff, advocaat bij Spigthoff NV