

Actualiteiten

Over de laatste loodjes van het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn

160

1. Inleiding

Inmiddels wordt in dit tijdschrift al weer voor de derde keer de aandacht gevestigd op het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn.¹ Na de laatste signalering zijn nog twee Nota's van wijziging² met betrekking tot het wetsvoorstel ingediend en tevens zijn enkele amendementen op het wetsvoorstel door de Tweede Kamer aangenomen. Nadat de Eerste Kamer op 9 september jl. een eenregelig eindverslag met betrekking tot het gewijzigde wetsvoorstel³ had vastgesteld, is het wetsvoorstel vervolgens op 23 september jl. als hamerstuk afgedaan. Aangekondigd is dat de wettelijke regeling in januari 2009 in werking zal treden.⁴ Wie denkt dat het wetgevingsproces van dit implementatiewetsvoorstel daarmee finaal is afgerond, heeft het mis. De totstandkoming van wetgeving met betrekking tot het toezicht op de financiële markten kan namelijk niet meer zonder een parallelle wetgevingsprocedure. Ik doel daarbij op de totstandkoming van de Reparatiewet Wft waarmee onjuiste verwijzingen, verschrijvingen en omissies in onder meer de Wft worden hersteld. Hoewel de inkt van het aangenomen implementatiewetsvoorstel nog niet droog is, komen in het wetsvoorstel van de Reparatiewet Wft⁵ regelingen voor die strekken tot herformulering en zelfs aanvulling van het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn. Ten slotte dient hier nog gewezen te worden op het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft, waarvan de consultatieprocedure deze zomer is afgerond. Op de meest relevante aspecten van deze wetgevingsproductie zal hierna worden ingegaan.

In de kern handelt het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn over de doorlopende informatieverplichtingen van uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. Deze informatieverplichtingen worden samengebracht in een nieuw hoofdstuk 5.1a Wft (Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen). In de regeling wordt daarbij een onderscheid gemaakt tussen periodieke informatieverplichtingen⁶ waarvan de naleving jaarlijks op gezette tijdstippen dient plaats te vinden (par. 5.1a.1.2) en incidentele informatieverplichtingen⁷ die door uitgevende instellingen moeten worden nageleefd indien en zodra bepaalde feiten en/of omstandigheden daartoe aanleiding geven (par. 5.1a.1.3). Voor al deze informatieverplichtingen van uitgevende instellingen zal voortaan het paraplu-begrip 'gereglementeerde informatie' (art. 1:1 Wft) worden gehanteerd. In hoofdstuk 5.1a is verder nog een regeling ge-

troffen voor enkele bijzondere onderwerpen, zoals de wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van gereglementeerde informatie en de taalregeling (afdeling 5.1a.2). Belangrijke *features* van de wettelijke regeling zijn dat uitgevende instellingen eerder dan voorheen aan de periodieke informatieverplichtingen dienen te voldoen en dat het toezicht op en de handhaving daarvan enerzijds in handen van de AFM komt en anderzijds over de band van de Wet toezicht financiële verslaggeving loopt (althans voor wat betreft de jaarlijkse en de halfjaarlijkse financiële verslaggeving).

2. Significante wijzigingen in het wetsvoorstel

Eén van de meest opvallende wijzigingen in het wetsvoorstel is dat een door de Tweede Kamer aangenomen amendement⁸ ertoe heeft geleid dat de reikwijdtebepaling van deze informatieverplichtingen is ingeperkt. Oorspronkelijk waren deze informatieverplichtingen op grond van art. 5:25b lid 1 Wft van toepassing op alle uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in Nederland, dat wil zeggen ongeacht de staat waar de uitgevende instelling haar zetel heeft (ofwel in één van de lidstaten dan wel in een derde staat). De Tweede Kamer was echter van oordeel dat de Transparantierichtlijn er niet toe verplichtte om deze informatieverplichtingen op te leggen aan uitgevende instellingen waarvan de zetel is gelegen in één van de andere lidstaten en waarvoor Nederland slechts de lidstaat van ontvangst is. De wettelijke regeling zou – aldus de toelichting op het amendement – tot 'dubbele handhaving en daarmee tot dubbele lasten (namelijk zowel in de lidstaat van herkomst als de lidstaat van ontvangst)' leiden. Tijdens de plenaire behandeling van het wetsvoorstel in de Tweede Kamer stelde de Minister van Financiën hier tegenover dat de Transparantierichtlijn aan lidstaten overlaat om ofwel te kiezen voor een beperkte reikwijdtebepaling voor (het toezicht op) de informatieverplichtingen (dat wil zeggen uitsluitend geldend voor uitgevende instellingen met zetel in de lidstaat van herkomst) dan wel voor een uitgebreide (dat wil zeggen geldend voor uitgevende instellingen ongeacht

1. Zie eerder *Ondernemingsrecht* 2008, 23, afl. 2, p. 79-84 en *Ondernemingsrecht* 2008, 90, afl. 8, p. 322-326.
2. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 093, nr. 15 en 21.
3. Zie *Kamerstukken I* 2007/08, 31 093, nr. A voor de integrale tekst van het wetsvoorstel.
4. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 468, nr. 7, p. 4.
5. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 468.
6. Gewezen kan worden op de jaarlijkse financiële verslaggeving (art. 5:25c), de halfjaarlijkse financiële verslaggeving (art. 5:25d), de tussentijdse bestuursverklaring (art. 5:25e) en het jaarlijks informatiedocument (art. 5:25f).
7. Het meest bekende voorbeeld is de verplichting tot onverwijld openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i lid 1 jo. art. 5:53 lid 1).
8. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 093, nr. 10.

de locatie van de zetel van de uitgevende instelling).⁹ Met het oog op de bescherming van beleggers hier te lande had de wetgever ervoor gekozen om alle uitgevende instellingen waarvan de effecten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland zijn toegelaten, te onderwerpen aan (het toezicht van de AFM op) de informatieverplichtingen van de Transparantierichtlijn. Zoals gezegd, delfde de Minister van Financiën tijdens de stemmingen uiteindelijk het onderspit. De beperking die ten aanzien van de reikwijdtebepaling is aangebracht geldt evenwel niet voor het jaarlijkse informatiedocument (art. 5:25f Wft) en de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft). Deze informatieverplichtingen gelden voor alle uitgevende instellingen (ongeacht de locatie van de zetel) waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland.

Een volgende wijziging van het wetsvoorstel heeft betrekking op de taalregeling. Aanvankelijk was in het wetsvoorstel bepaald dat een uitgevende instelling met zetel in Nederland gereguleerde informatie alleen dan uitsluitend in de Engelse taal kon opstellen indien de algemene vergadering van aandeelhouders daarmee heeft ingestemd (art. 5:25p lid 3 Wft). Om uitgevende instellingen een extra agendapunt voor de eerstvolgende algemene vergadering van aandeelhouders na inwerkingtreding van de wetswijziging te besparen, kent de taalregeling thans een geheel ander uitgangspunt.¹⁰ Bepaald wordt thans dat een uitgevende instelling met zetel in Nederland die gereguleerde informatie uitsluitend in de Engelse taal of een andere taal die in internationale financiële kringen gebruikelijk is algemeen verkrijgbaar stelt die informatie slechts dan tevens in de Nederlandse taal algemeen verkrijgbaar dient te stellen indien daartoe door de algemene vergadering is besloten. Ondertussen blijft de taalregeling ten aanzien van de jaarrekening (art. 2:362 lid 7 BW) en het jaarverslag (art. 2:391 lid 1 BW) onverminderd van kracht. Op grond van deze bepalingen mogen de (geconsolideerde) jaarrekening en het jaarverslag slechts in een buitenlandse taal worden opgesteld indien de algemene vergadering tot het gebruik van een andere taal heeft besloten. De vernieuwde taalregeling heeft dan ook uitsluitend betekenis voor andere gereguleerde informatie dan de jaarlijkse financiële verslaggeving.

Een laatste wijziging waar ik nog de aandacht op vestig is art. 5:25d lid 1 Wft.¹¹ Bepaald is dat de halfjaarlijkse financiële verslaggeving 'zo spoedig mogelijk', doch uiterlijk twee maanden na afloop van de eerste zes maanden van het boekjaar algemeen verkrijgbaar gesteld dient te worden. Hiermee wordt beoogd zeker te stellen dat de termijn van twee maanden niet steeds door uitgevende instellingen ten volle mag worden benut. Niet valt in te zien waarom eenzelfde benadering niet ook zou moeten gelden ten aanzien van de voor de jaarlijkse financiële verslaggeving (art. 5:25c Wft) en de tussentijdse bestuursverklaringen (art. 5:25e Wft) geldende termijnstellingen.

Zoals hiervoor reeds aangegeven, bevat ook de Reparatiwet Wft relevante wijzigingen van en aanvullingen op hoofdstuk 5.1a Wft. In de eerste plaats wijs ik op de terugkeer van de *corporate website* waarop koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling geplaatst en gedurende ten minste een jaar beschikbaar gehouden moet worden. Dit instrument van het openbaarmakingsregime ontbrak nog in het wetsvoorstel. In de tweede plaats is de reikwijdtebepaling van art. 5:25i Wft – de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie – in het eerste lid geheel uitgescreven.¹² Ongewijzigd is gebleven de nog immer moeilijk te begrijpen uitbreiding van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie naar 'de rechtspersoon, vennootschap of instelling (...) op wiens voorstel een koopovereenkomst tot stand is gekomen inzake een financieel instrument, niet zijnde een effect'.¹³

3. Resterende gebreken in het wetsvoorstel

Zie ik het goed, dan vertoont hoofdstuk 5.1a Wft – óók nadat de wijzigingen als gevolg van de Reparatiwet Wft zullen zijn doorgevoerd – nog steeds ernstige gebreken. Zonder daarover uit te weiden, noem ik *onder meer* de volgende:

Ten onrechte wordt in art. 5:25i lid 5 Wft uitsluitend verwezen naar art. 5:25i lid 4, eerste volzin Wft, en niet ook naar art. 5:25i lid 4, tweede volzin Wft.¹⁴ Zowel bij doelbewust als bij niet doelbewust selectief verstrekte informatie lijdt de bijzondere openbaarmakingsplicht van de uitgevende instelling uitzondering indien de persoon aan wie de informatie wordt meegedeeld ter zake daarvan gehouden is tot geheimhouding.

De wetgever heeft nagelaten een wettelijke regeling te treffen voor de centrale opslag van gereguleerde informatie. Hoewel alle gereguleerde informatie door uitgevende instellingen gelijktijdig met de openbaarmaking gestuurd moet worden naar de instantie die zorg draagt voor de centrale opslag van gereguleerde informatie – lees: de AFM – (art. 5:25m lid 5 jo. lid 4 Wft), zal slechts de door uitgevende instellingen openbaar gemaakte koersgevoelige informatie worden opgenomen in het openbaar register van de AFM (art. 1:107 lid 3 onderdeel c sub 2° Wft). De periodieke financiële informatie van uitgevende instellingen wordt daarin niet opgenomen, terwijl dit wel de bedoeling leek te zijn.

Ten onrechte geldt de taalregeling van art. 5:25p Wft uitsluitend voor uitgevende instellingen waarvan *effecten* zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt en waarvan Nederland lidstaat van herkomst is (art. 5:25j lid 1 Wft). De taalregeling dient ook te gelden voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie indien *andere financiële instrumenten dan effecten* zijn toegelaten tot de handel. De wetgever heeft in art. 5:25j lid 2 Wft voor wat betreft de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie wel verwezen naar de toepasselijkheid van art. 5:25m Wft, welke bepaling de wijze van openbaarmaking van gereguleerde informatie regelt, maar nagelaten ook te verwijzen naar de toepasselijkheid van de taalregeling van art. 5:25p Wft.

4. Het concept-Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft

Gedurende slechts één maand heeft het Ministerie van Financiën een consultatieronde gehouden van een concept van het op grond van art. 5:25i lid 3 Wft en art. 5:25w Wft vast te stellen Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft. Het gaat dan inmiddels om de vijftiende AMvB die op grond van de Wft tot stand zal komen. In de AMvB worden vier thema's met betrekking tot hoofdstuk 5.1a Wft verder uitgewerkt. In deze actualiteit blijven buiten beschouwing wijzigingen in andere AMvB's, zoals bijvoorbeeld het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft en het Besluit boetes Wft.

Halfjaarlijkse financiële verslaggeving

In art. 2 van het concept-Besluit worden aanvullende voorschriften gegeven ten aanzien van de halfjaarrekening van

9. Zie *Handelingen II 2007/08*, p. 95-6698 t/m 95-6700.

10. Zie *Kamerstukken II 2007/08*, 31 093, nr. 21.

11. Zie *Kamerstukken II 2007/08*, 31 093, nr. 16.

12. Voorheen waren de reikwijdtebepalingen ook te vinden in art. 5:25b Wft en art. 5:25i lid 6 Wft.

13. Zie *Ondernemingsrecht 2008*, 90, afl. 8, p. 324-326 voor een poging tot duiding van deze uitbreiding van de openbaarmakingsplicht.

14. Zie hiervoor art. 6 lid 3 Richtlijn marktmissbruik. In dezelfde zin art. 47 lid 6 Wte 1995 (oud) en art. 5:59 lid 6 Wft.

een uitgevende instelling die niet verplicht is een geconsolideerde jaarrekening op te maken.¹⁵ Het doel van deze voorschriften is dat de informatie uit de halfjaarrekening gemakkelijk met de informatie uit de jaarrekening over het voorafgaande jaar kan worden vergeleken. Om die reden dient de halfjaarrekening dezelfde vorm te hebben als die van de laatste algemeen verkrijgbaar gestelde jaarrekening en worden er slechts posten aan toegevoegd ingeval de halfjaarlijkse financiële verslaggeving zonder die toegevoegde posten een misleidend beeld zou geven van het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de uitgevende instelling. Tevens wordt voorgeschreven dat in de halfjaarrekening worden opgenomen: (i) een balans met vergelijkende informatie die betrekking heeft op het eind van het vorige boekjaar en (ii) een vergelijkende winst-en-verliesrekening met informatie die betrekking heeft op het eerste halfjaar van het vorige boekjaar. De toelichting op de halfjaarrekening dient voldoende informatie te bevatten om een vergelijking met de jaarrekeningen te kunnen maken en om inzicht te kunnen verschaffen in wezenlijke veranderingen van bedragen en in de ontwikkelingen in het eerste halfjaar die worden weergegeven in de balans en de winst-en-verliesrekening.

In art. 3 van het concept-Besluit worden verder nog enkele voorschriften gegeven over de opname in het halfjaarverslag van informatie met betrekking tot transacties die de uitgevende instelling met verbonden partijen heeft verricht (art. 5:25d lid 9 Wft).

Uitstelregeling

Gelijk bekend, zal de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie (art. 5:59 Wft) bij gelegenheid van de omzetting van de Transparantierichtlijn worden overgeheveld naar art. 5:25i Wft. Als gevolg hiervan zullen ook de diverse bepalingen die ter uitvoering van art. 5:59 Wft nu nog zijn opgenomen in het Besluit marktmisbruik Wft overgeheveld worden naar het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft. Het gaat dan vooral om de uitwerking van twee van de drie voorwaarden van de uitstelregeling (art. 5:25i lid 2 Wft). Ondanks het uitgangspunt van de wettelijke regeling dat een uitgevende instelling verplicht is om koersgevoelige informatie die rechtstreeks op haar betrekking heeft onverwijld openbaar te maken (art. 5:25i lid 1 jo. art. 5:53 lid 1 Wft) heeft de wetgever niettemin onderkend dat het een uitgevende instelling in uitzonderlijke gevallen toegestaan dient te worden om openbaarmaking van koersgevoelige informatie uit te stellen. Bij het nemen van een besluit tot uitstel van openbaarmaking dient de uitgevende instelling ingevolge art. 5:25i lid 2 Wft drie – cumulatief geldende – voorwaarden in acht te nemen. Deze 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 deze informatie waarborgen. In het concept-Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft zijn nadere regels gesteld met betrekking tot de eerste en de laatste voorwaarde van de uitstelregeling. Deze regels zijn alle ongewijzigd overgenomen uit het Besluit marktmisbruik Wft en zouden daarom geen afzonderlijke bespreking vergen. Een vonnis van de voorzieningenrechter van de Rechtbank Rotterdam van 3 september 2008¹⁶ lijkt echter op één punt roet in het eten te hebben gegooid. Het oordeel van de voorzieningenrechter houdt in dat de derde voorwaarde van de uitstelregeling rechtens niet (meer) behoort te luiden dat de uitgevende instelling de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie ‘kan waarborgen’, maar dat deze voorwaarde aldus gelezen moet worden dat ‘de uitgevende instelling maatregelen heeft getroffen waardoor de toegang tot koersgevoelige informatie 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’. Redengevend daarvoor is dat de voorwaarde van art. 5:59 lid 3 onderdeel c Wft (overeenkomend met art. 5:25i lid 2 onderdeel c Wft) is uitgewerkt in art. 14 lid 2 van het Besluit marktmisbruik Wft, en wel op een zodanige wijze dat *als* de uitgevende instelling bedoelde maatregelen heeft getroffen de vertrouwelijkheid van de achtergehouden informatie voldoende is gewaarborgd. In deze benadering is de wettelijke voorwaarde door de uitwerking daarvan in de AMvB verengd en zal niet meer relevant zijn of de door de uitgevende instelling getroffen maatregelen effectief zijn gebleken om het resultaat, dat wil zeggen het waarborgen van de vertrouwelijke informatie, te verwezenlijken. Naar mag worden aangenomen, zal ook de wetgever – evenals de Europese wetgever – de waarborgfunctie van de uitstelregeling onderschrijven zodat het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft alsnog aangepast zal moeten worden.

Wijze van algemeenverkrijgbaarstelling

Ter uitvoering van de Uitvoeringsrichtlijn Transparantierichtlijn zijn diverse regels in het concept-Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft opgenomen ten aanzien van (i) gegevensbeveiliging, (ii) tekortkomingen of storingen in de gereguleerde informatie en (iii) overige minimumnormen waaraan gereguleerde informatie dient te voldoen. Bij deze minimumnormen dient bijvoorbeeld gedacht te worden aan onderwerpen zoals de herkenbaarheid van de gereguleerde informatie, tijdregistratie en de eis dat geen verwarring mag ontstaan met reclameuitingen. Opmerkelijk is dat één voorschrift uit het Besluit marktmisbruik Wft niet terugkeert in het Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft. Ik doel dan op het voorschrift dat de openbaar te maken koersgevoelige informatie zodanig wordt gepresenteerd dat het voor beleggers mogelijk is om deze informatie volledig, correct en tijdig te kunnen inschatten.¹⁷ Mijns inziens behoort deze norm nog steeds als richtsnoer gehanteerd te worden. Het voorschrift betekent niet alleen dat een persbericht alle relevante informatie dient te bevatten, maar ook dat de informatie in begrijpelijke taal wordt opgesteld en op een overzichtelijke wijze wordt gepresenteerd. In voorkomend geval zal ook vereist zijn dat een toelichting wordt gegeven op de in het persbericht opgenomen informatie.

Uitgevende instellingen met zetel in een derde staat

Op grond van art. 5:25v lid 1 Wft kunnen uitgevende instellingen met zetel in een staat die geen lidstaat is en waarvan Nederland lidstaat van herkomst is hun jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving opmaken overeenkomstig de in die staat geldende wettelijke voorschriften indien die voorschriften voldoen aan een (op grond van art. 23 lid 4 of lid 7 van de Transparantierichtlijn) genomen besluit van de Europese Commissie.¹⁸ Deze eisen zijn verder uitgewerkt

15. Is dat wel het geval, dan zullen de krachtens de IAS-Verordening vastgestelde verslaggevingsstandaarden gelden.

16. Zie RF 2008, 94 en JOR 2008/274 (*Numico/AFM*; m.nt. G.T.J. Hoff).

17. Zie art. 12 lid 1 Besluit marktmisbruik Wft. Vergelijk ook art. 2 lid 1 Uitvoeringsrichtlijn definities en openbaarmaking.

18. Zie hiervoor Verordening (EG) nr. 1569/2007 van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 21 december 2007 waarbij ter uitvoering van de Richtlijnen 2003/71/EG en 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad een mechanisme wordt opgezet voor het nemen van een besluit over de gelijkwaardigheid van standaarden voor jaarrekeningen die door effectenuitgevende instellingen van derde landen worden toegepast (*PbEU L 340*). Zie tevens Beschikking nr. 2006/891/EG van de Commissie van 4 december 2006 betreffende het gebruik door effectenuitgevende instellingen uit derde landen van overeenkomstig internationaal aanvaarde standaarden voor jaarrekeningen opgestelde informatie (*PbEU L 343*).

in art. 7-11 van het concept-Besluit transparantie uitgevende instellingen Wft. Zo zijn minimumvoorwaarden gesteld aan het jaarverslag (art. 7), het halfjaarverslag (art. 8), de verklaringen van degenen die krachtens de wetgeving van de bewuste staat verantwoordelijk zijn voor de jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving (art. 9), de geconsolideerde jaarrekening (art. 10) en de enkelvoudige jaarrekening (art. 11). Wordt aan deze algemeen geformuleerde minimumvoorwaarden voldaan, dan zijn de voor dergelijke

uitgevende instellingen geldende verslaggevingsvoorschriften gelijkwaardig. Ten slotte wijs ik er nog op dat in de Vrijstellingsregeling Wft ook ten aanzien van onder meer de tussentijdse bestuursverklaring (art. 5:25e Wft) en de informatievoorziening ten behoeve van aandeelhouders en obligatiehouders (art. 5:25k onderscheidenlijk art. 5:25l Wft) zal worden voorzien in een vrijstelling (art. 5:25v lid 2 Wft).

G.T.J. Hoff
