

Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn nadert moeizaam zijn voltooiing

23

1. Inleiding

Ter uitvoering van een nog niet in de Wet op het financieel toezicht (Wft) omgezet onderdeel van de Transparantierichtlijn¹ is op 3 juli 2007 bij de Tweede Kamer een wetsvoorstel² ingediend. Het wetsvoorstel voorziet erin dat in de Wft een nieuw hoofdstuk 5.1a wordt ingevoegd, dat als opschrift heeft: 'Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen'. Het hoofdstuk zal onderdeel uitmaken van deel 5 van de Wft, dat gewijd is aan het gedrags-toezicht op de financiële markten. Naar verluidt, wordt er naar gestreefd de regeling in de zomer van 2008 in werking te doen treden. Het wetsvoorstel vormt het sluitstuk van een systematisch regelstelsel aangaande (nagenoeg) alle op uitgevende instellingen rustende informatieverplichtingen in de Wft.

Traditioneel worden de informatieverplichtingen van uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereglementeerde markt onderscheiden in: (i) initiële informatieverplichtingen ten tijde van de toelating van effecten tot de handel, (ii) doorlopende informatieverplichtingen voor de periode nadat de effecten tot de handel zijn toegelaten en (iii) exit-informatieverplichtingen die gelden bij een *delisting* door middel van een openbaar bod. De systematiek van de Wft sluit op deze onderverdeling aan.³ In het nieuwe hoofdstuk 5.1a worden de doorlopende informatieverplichtingen geregeld.⁴ Uit de indeling van afdeling 5.1a.1 blijkt dat de doorlopende informatieverplichtingen worden onderscheiden in: (i) periodieke informatieverplichtingen (par. 5.1a.1.2) en (ii) incidentele informatieverplichtingen (par. 5.1a.1.3). De periodieke informatieverplichtingen verplichten om jaarlijks op gezette tijden en in een voorgeschreven *format* bepaalde (financiële) bedrijfsinformatie openbaar te maken. Het gaat daarbij krachtens het nieuwe regime om de jaarlijkse financiële verslaggeving, de halfjaarlijkse financiële verslaggeving, de tussentijdse bestuursverklaringen en het informatiedocument. De incidentele informatieverplichtingen daarentegen verplichten uitgevende instellingen om bepaalde informatie openbaar te maken indien en zodra bepaalde feiten en/of omstandigheden daartoe aanleiding geven. Daartoe behoort bijvoorbeeld de verplichting tot het onverwijld openbaar maken van koersgevoelige informatie. Een ander voorbeeld

van een incidentele informatieverplichting is die tot openbaarmaking van een wijziging in de rechten die aan door de uitgevende instelling uitgegeven effecten verbonden zijn.

In aanvulling op deze regeling van de doorlopende informatieverplichtingen worden in afdeling 5.1a.2 enkele algemene voorschriften geformuleerd die uitsluitend gelden voor uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is (art. 5:25j Wft). Deze algemene voorschriften hebben bijvoorbeeld betrekking op: (i) specifieke informatie voor aandeel- en obligatiehouders, (ii) de wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van gereglementeerde informatie en (iii) de taalregeling (zie hierna onder 4).

2. Periodieke informatieverplichtingen

Hoewel de behandeling van de financiële verslaggeving in dit blad sinds mensenheugenis aan Hans Beckman is toevertrouwd, veroorloof ik mij toch ten aanzien van dit onderdeel van het wetsvoorstel een enkele opmerking te maken.

Inrichtingsvoorschriften met betrekking tot de periodieke informatieverplichtingen ontbreken nagenoeg geheel in het wetsvoorstel. Gelijk bekend, dienen uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereglementeerde markt hun geconsolideerde jaarrekening op te stellen overeenkomstig de internationale

1. De bepalingen van de Transparantierichtlijn die betrekking hebben op de over belangrijke deelnemingen te verstrekken informatie waren aanvankelijk omgezet in de Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen 2006. Deze bepalingen zijn nadien met ingang van 1 januari 2007 overgebracht naar hoofdstuk 5.3 van de Wft.
2. Voluit genaamd: Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van Richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (PbEU L 390). Zie *Kamerstukken II 2006/07*, 31 093. De uiterste implementatiedatum van de Transparantierichtlijn was overigens 20 januari 2007.
3. De initiële informatieverplichtingen zijn ondergebracht in hoofdstuk 5.1 (Regels voor het aanbieden van effecten). Deze informatieverplichtingen gelden ook bij een aanbieding van effecten aan het publiek (art. 5:2 Wft). De exit-informatieverplichtingen zijn te vinden in hoofdstuk 5.5 (Openbaar bod op effecten).
4. Uitzonderd van de informatieverplichtingen van hoofdstuk 5.1a zijn de open-end beleggingsinstellingen (art. 5:25b lid 4 Wft). Deze uitzondering is in overeenstemming met art. 1 lid 2 Transparantierichtlijn, maar niet met de Richtlijn marktmisbruik. Volgens de Richtlijn marktmisbruik hoort de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ook voor open-end beleggingsinstellingen te gelden.

standaarden voor jaarrekeningen die overeenkomstig de IAS-Verordening⁵ door de Europese Commissie zijn vastgesteld. De inrichtingsvoorschriften met betrekking tot de jaarlijkse en de halfjaarlijkse financiële verslaggeving vloeien voort uit deze internationale standaarden voor jaarrekeningen (IFRS). Het wetsvoorstel bevat wel inrichtingsvoorschriften met betrekking tot de inhoud van de tussentijdse bestuursverklaring (art. 5:25e lid 2 Wft). Een dergelijke verklaring dient met betrekking tot de verslagperiode te omvatten: (i) een toelichting op belangrijke gebeurtenissen en transacties die hebben plaatsgevonden en de gevolgen daarvan voor de financiële positie van de uitgevende instelling en de door haar gecontroleerde ondernemingen (als gedefinieerd in art. 1:1 Wft) en (ii) een algemene beschrijving van de financiële positie en de prestaties van de uitgevende instelling en de door haar gecontroleerde ondernemingen. Uit deze omschrijving blijkt dat de in deze bestuursverklaring op te nemen informatie niet op één lijn gesteld kan worden met de informatie die gewoonlijk in kwartaalverslagen is te vinden.⁶ Het voorgaande betekent dan ook dat de informatieve waarde van de tussentijdse verklaringen vooral zal worden bepaald door de wijze waarop uitgevende instellingen invulling geven aan de vereiste 'algemene beschrijving van de financiële positie en de prestaties'.⁷ De verplichting een dergelijke tussentijdse bestuursverklaring te publiceren geldt overigens uitsluitend voor uitgevende instellingen waarvan aandelen zijn toegelaten aan een geregelende markt. De verplichting geldt niet voor een uitgevende instelling 'die reeds op grond van het op haar toepasselijke recht elk kwartaal een verklaring als bedoeld in het tweede lid algemeen verkrijgbaar stelt' (art. 5:25e lid 3 Wft).⁸

Een nieuw fenomeen betreft de op grond van art. 5:25c lid 2 onderdeel c Wft onderscheidenlijk art. 5:25d lid 2 onderdeel c Wft bij de jaarlijkse en de halfjaarlijkse financiële verslaggeving te voegen verklaringen van de bij de uitgevende instelling als ter zake verantwoordelijk aangewezen personen.⁹ Geparafraseerd dienen deze verklaringen in te houden dat, voor zover bekend, de in de financiële verslaggeving opgenomen gegevens een getrouw beeld geven van de (financiële) toestand waarin de uitgevende instelling verkeert. Het vereist stellen van deze verklaringen is duidelijk geïnspireerd door de certificatieverplichtingen van de *Sarbanes-Oxley Act of 2002*.¹⁰ Theoretisch mag het wellicht zo zijn dat met deze verklaringen niet beoogd is een wijziging aan te brengen in de aansprakelijkheidsregels ten aanzien van de financiële verslaggeving van Nederlandse vennootschappen,¹¹ maar in de rechtspraktijk zullen deze verklaringen voor bestuurders en commissarissen een welhaast onneembare hindernis vormen om aansprakelijkheid ex art. 2:139 of 2:150 BW nog te ontlopen.

Een belangrijk uitgangspunt van het wetsvoorstel is dat de financiële verslaggeving binnen de in de Wft gestelde termijnen algemeen verkrijgbaar moet worden gesteld en dat deze termijnen ten opzichte van de thans geldende situatie verkort zullen worden. Zo dient de uitgevende instelling haar opgemaakte jaarlijkse financiële verslaggeving binnen vier maanden na afloop van het boekjaar algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25c lid 1 Wft).¹² Voor de halfjaarlijkse financiële verslaggeving geldt een termijn van twee maanden (art. 5:25d lid 1 Wft). Ten slotte dienen tussentijdse bestuursverklaringen in de eerste en in de tweede helft van het boekjaar algemeen verkrijgbaar te worden gesteld, en wel in een periode gelegen tussen tien weken na aanvang en zes weken voor het einde van de desbetreffende periode (art. 5:25e lid 1 Wft).¹³ Mijns inziens biedt deze opmerkelijk lange periode van tien weken (te) veel ruimte aan uitgevende instellingen om zelf de *timing* van de tussentijdse bestuursverklaring te bepalen.

Deze termijnen zijn maximumtermijnen. Dit betekent echter niet dat het uitgevende instellingen zou vrijstaan

om deze termijnen onder alle omstandigheden volledig te benutten. Met name de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i lid 1 Wft kan hier roet in het eten gooien en een uitgevende instelling ertoe nopen eerder met een bericht te komen.¹⁴

In afdeling 5.1a.1 wordt ook de verplichting tot het algemeen verkrijgbaar stellen van het zogeheten 'jaarlijks informatiedocument' ondergebracht (art. 5:25f Wft).¹⁵ Dit informatiedocument dient uiterlijk twintig werkdagen na de publicatie van de jaarrekening algemeen verkrijgbaar te worden gesteld.¹⁶ De uitgevende instelling dient in het informatiedocument te verwijzen naar de in de voorafgaande twaalf maanden algemeen verkrijgbaar gestelde periodieke informatie alsook naar 'de overige informatie die door de uitgevende instelling naar het recht inzake het toezicht op het effectenverkeer in enige staat in de bedoelde twaalf maanden openbaar is gemaakt'. Over de reikwijdte van dit laatste onderdeel bestaat overigens nog allerm minst duidelijkheid.¹⁷ Intussen mag betwijfeld worden of deze informa-

5. Zie Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen (*PbEG* L 243). De Europese Commissie heeft in november 2003 een toelichting gepubliceerd op een aantal artikelen van de IAS-Verordening.
6. Zie daarvoor bijvoorbeeld IAS 34 (Interim Financial Reporting).
7. Dat de Europese wetgever daar niet helemaal gerust op is, blijkt uit art. 6 lid 3 Transparantierichtlijn. De Europese Commissie wordt daarin opgedragen uiterlijk 20 januari 2010 aan het Europees Parlement en de Raad verslag uit te brengen over de transparantie van de tussentijdse bestuursverklaringen en de driemaandelijkse financiële verslaggeving (waarmee de kwartaalverslagen worden bedoeld die op grond van nationale wet- of regelgeving worden vereist). Daarbij moet onderzocht worden of de in de tussentijdse bestuursverklaringen verstrekte informatie de beleggers in staat stelt zich een verantwoord oordeel te vormen over de financiële positie van de uitgevende instelling.
8. Daarmee zal deze uitzondering uitsluitend betekenis hebben voor uitgevende instellingen waarvan de effecten óók zijn toegelaten tot de handel aan bijvoorbeeld NYSE of NASDAQ.
9. Art. 2:101 lid 2 BW legt die verantwoordelijkheid voor de jaarrekening duidelijk vast voor de bestuurders en de commissarissen. Een vergelijkbare bepaling ontbreekt vooralsnog voor de halfjaarlijkse financiële verslaggeving.
10. Zie hiervoor M.J. van Ginneken, 'De "Sarbanes-Oxley Act of 2002": het Amerikaanse antwoord op Enron', *Ondernemingsrecht* 2003, p. 63-70 en *Ondernemingsrecht* 2004, 054, p. 150-157.
11. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 20.
12. In verband hiermee zal op grond van het wetsvoorstel art. 2:101 BW aangepast worden.
13. Deze termijnen zijn thans nog vijf maanden voor de jaarlijkse financiële verslaggeving en vier maanden voor de halfjaarlijkse financiële verslaggeving. Zie hiervoor art. A-2705/3 onder (iii) en A-2705/4 onder (ii) van Book II Algemeen Reglement Euronext Amsterdam Stock Market. Een verplichting tot het algemeen verkrijgbaar stellen van tussentijdse bestuursverklaringen (of kwartaalcijfers) kennen de reglementen van Euronext Amsterdam niet.
14. Uit diverse in de periode 2000 tot 2006 door de Adviescommissie Fondsenreglement aan de directie van Euronext Amsterdam gegeven adviezen blijkt dat een – zonodig in algemene bewoordingen gestelde – winstwaarschuwing op haar plaats is indien de resultaten- of omzetontwikkeling belangrijk afwijkt van een eerder door de uitgevende instelling gegeven prognose of groei-doelstelling. Ook zonder dergelijke door de uitgevende instelling verstrekte toekomstgerichte informatie kan een winstwaarschuwing geboden zijn in het geval de ontwikkeling van de resultaten of de omzet belangrijk afwijkt van die van de voorafgaande verslagperiode. Ik wijs er daarnaast op dat sommige uitgevende instellingen voorafgaand aan de openbaarmaking van de financiële verslaggeving *trading updates* geven, waarin al enkele kerngegevens zijn opgenomen.
15. Zie thans nog art. 5:24 Wft.
16. Zie art. 27 lid 2 van de Prospectusverordening.
17. Zie C.J.C. de Brauw en G.T.M.J. Raaijmakers, 'De doorlopende informatieverplichting van art. 5:24 Wft', in: *Onderneming en financieel toezicht* (serie Onderneming en Recht, deel 40), Deventer: Kluwer 2007, p. 340-343.

tieverplichting een lang leven beschoren zal zijn. Met de aangekondigde inrichting van goed toegankelijke openbare registers van gereglementeerde informatie (zie hierna) zal mijns inziens de behoefte aan een document dat – hoe handzaam ook – slechts verwijst naar eerder door de uitgevende instelling openbaar gemaakte mededelingen al spoedig komen te vervallen.

In hoofdstuk 5.1a worden de onderscheiden informatieverplichtingen voorzien van reikwijdtebepalingen die de lezer het gevoel geven in een labyrint te zijn beland. Blijkens het wetsvoorstel gelden de periodieke informatieverplichtingen van par. 5.1a.1.2 uitsluitend voor uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglementeerde markt (art. 5:25b lid 1 Wft). Gelet op deze aanknopingsfactor gelden de periodieke informatieverplichtingen derhalve zowel voor Nederlandse als buitenlandse uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot Euronext Amsterdam by NYSE Euronext.

Het wetsvoorstel voorziet in de mogelijkheid om bij ministeriële regeling aan bepaalde uitgevende instellingen vrijstelling te verlenen van specifieke informatieverplichtingen (art. 5:25u Wft). Verder geldt dat specifieke informatieverplichtingen niet van toepassing zijn op uitgevende instellingen met een zetel in een door de Minister van Financiën aangewezen staat (die geen lidstaat is) waarvan het recht ten minste gelijkwaardige informatieverplichtingen bevat en op de naleving waarvan toezicht uitgeoefend wordt dat in voldoende mate waarborgen biedt (art. 5:25v Wft).¹⁸

Tot slot gelden nog enkele uitzonderingen op de periodieke informatieverplichtingen voor (i) bepaalde publiekrechtelijke lichamen (art. 5:25g lid 1 Wft)¹⁹ en (ii) uitgevende instellingen die uitsluitend obligaties of effecten zonder aandelenkarakter met een nominale waarde van ten minste € 50 000 hebben uitgegeven (art. 5:25g lid 2 Wft).

3. Incidentele informatieverplichtingen

Eén van de kernverplichtingen van uitgevende instellingen is de verplichting om koersgevoelige informatie (als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft) die rechtstreeks betrekking heeft op de uitgevende instelling onverwijld openbaar te maken (art. 5:59 Wft).²⁰ Deze openbaarmakingsplicht wordt als onderdeel van het wetsvoorstel in nagenoeg ongewijzigde vorm overgebracht naar art. 5:25i Wft.²¹ Met deze verhuizing zal ten langen leste een einde komen aan de 'onderhorigheid' van deze transparantieplichting van uitgevende instellingen aan het transactieverbod van art. 5:56 Wft. De als gevolg van de onjuiste plaatsbepaling gewekte suggestie dat de openbaarmakingsplicht slechts zou dienen om overtreding van het transactieverbod te voorkomen, heeft mijns inziens slechts geleid tot onvruchtbare gedachtespinsels.²² Een bijkomend voordeel van deze verhuizing naar hoofdstuk 5.1a is in elk geval dat allerlei aspecten die verband houden met de wijze van openbaarmaking voor alle vormen van gereglementeerde informatie (als gedefinieerd in art. 1:1 Wft) als één samenhangend geheel geregeld kunnen worden.

Wat mij betreft, blijft met betrekking tot de inhoud en vormgeving van de openbaarmakingsplicht nog het nodige te wensen over. In de eerste plaats is het de vraag of de door de Europese wetgever gemaakte fundamentele keuze om één en hetzelfde begrip 'koersgevoelige informatie' ten grondslag te leggen zowel aan het transactieverbod als aan de openbaarmakingsplicht wel een gelukkige is geweest.²³ De uitstelregeling van art. 5:25i lid 2 Wft zal de ongewenste gevolgen daarvan maar in beperkte mate kunnen ondervangen. In de tweede plaats lijkt het nationale debat over de betekenis van het begrip 'significante invloed' in art. 5:53 lid 1 Wft nog niet ten einde gevoerd te zijn. In essentie gaat het daarbij om de vraag of deze relevantiestandaard kwaliteit

tatief dan wel kwantitatief ingevuld moet worden. In de derde plaats acht ik het dringend gewenst dat door uitgevende instellingen genomen uitstel van de openbaarmaking van lopende onderhandelingen over een fusie of overname gemeld wordt aan de AFM, zodat deze in het geval van uitlekken van deze onderhandelingen zondig tijdig en adequaat kan ingrijpen.²⁴ In de vierde plaats kan mijns inziens de eerste zin van art. 5:25i lid 4 Wft zonder bezwaar komen te vervallen. Deze zin²⁵ is door de Europese wetgever één-op-één overgenomen uit *Regulation Fair Disclosure* van de SEC. In het *disclosure*-regime van de overzeese effectenwetgeving, die ons tot bakermat heeft gediend, vervult deze zin een bijzondere functie. Waar in het Amerikaanse systeem een *general rule of nondisclosure* tot uitgangspunt is genomen, is een dergelijke bijzondere openbaarmakingsplicht immers nodig in aanvulling op een selectieve openbaarmaking van koersgevoelige informatie. Ons systeem gaat echter van oudsher uit van een voor uitgevende instellingen bestaande algemene openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie.²⁶

Ook het toepassingsbereik van art. 5:25i Wft vraagt nog om bijzondere aandacht. In overeenstemming met art. 5:25b lid 1 Wft geldt de openbaarmakingsplicht indien de door de uitgevende instelling uitgegeven effecten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of func-

18. Zie in dit verband reeds art. 13 e.v. van Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten (*PbEU* L 69). Zie verder de Beschikking 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) met een nadere invulling van deze 'gelijkwaardigheid' met betrekking tot de financiële verslaggeving van uitgevende instellingen waarbij de algemeen aanvaarde boekhoudbeginselen van (i) Canada, Japan of de Verenigde Staten of (ii) andere derde landen worden gehanteerd.
19. De verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie (art. 5:25i Wft) geldt wel voor dit soort publiekrechtelijke lichamen. Om die reden dient de reikwijdtebepaling van art. 1:2 Wft nog aangepast te worden.
20. Zie voor een uitgebreide behandeling van deze openbaarmakingsplicht: 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.
21. Van art. 5:59 Wft resteert dan nog slechts één lid, dat handelt over de door de uitgevende instelling op te stellen en bij te houden insiderlijst.
22. M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie', in: *Marktmisbruik* (serie Onderneming en Recht, deel 34), Deventer: Kluwer 2006, p. 164 stellen dat de beperkte doelstelling van de openbaarmakingsplicht grond geeft aan de redenering dat overtreding van de openbaarmakingsplicht niet zou kunnen leiden tot aansprakelijkheid van de uitgevende instelling jegens beleggers, omdat de overtreden norm niet zou strekken tot bescherming tegen de geleden schade (art. 6:163 BW).
23. Zie voor de eerste kritiek op deze keuze: ESME Report, *Market abuse EU Legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Brussels, 6 July 2007.
24. Zie in dit verband art. 14 lid 1 onderdeel a Besluit marktmisbruik Wft alsook de lidstaatoptie van art. 6 lid 2, tweede zin Richtlijn marktmisbruik.
25. Deze zin luidt: 'Indien de uitgevende instelling of een persoon die haar vertegenwoordigt, doelbewust informatie als bedoeld in artikel 5:53, eerste lid, in het kader van de normale uitoefening van werk, beroep of functie meedeelt aan een derde, stelt de uitgevende instelling die informatie gelijktijdig algemeen verkrijgbaar.'
26. Zie G.T.J. Hoff, 'In staat van opwinding over de wettelijke regeling van selectieve openbaarmaking?', in: *Bouwen en bezinning*, Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 95, Deventer: Kluwer 2007, p. 165-180.

tionerende gereglementeerde markt (art. 5:25i lid 1 Wft). Een uitbreiding van de openbaarmakingsplicht is gelegen in het feit dat deze plicht reeds geldt zodra een verzoek is gedaan om een zodanige toelating. Een beperking is gelegen in het vereiste dat de openbaarmakingsplicht uitsluitend geldt voor een uitgevende instelling indien de effecten met haar instemming zijn of zullen worden toegelaten tot de handel.²⁷ In art. 5:25i lid 6 Wft wordt de openbaarmakingsplicht nog van overeenkomstige toepassing verklaard op uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten zijn of zullen worden toegelaten tot een markt in financiële instrumenten, niet zijnde een gereglementeerde markt, waarvan de houder een erkenning heeft als bedoeld in art. 5:26 Wft.²⁸ Dit betekent dat uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot NYSE Alternext onder het bereik van de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft vallen.²⁹

Niet heel duidelijk is de betekenis die aan art. 5:25b lid 2 Wft toekomt. Daarin wordt voor de werkingssfeer van art. 5:25i Wft verwezen naar uitgevende instellingen als bedoeld in art. 5:53 lid 4 onderdeel a Wft. Onduidelijkheid ontstaat omdat dit onderdeel een doorverwijzing bevat naar art. 5:56 lid 1 onderdeel a of b Wft. Ik neem aan dat slechts bedoeld zal zijn te verduidelijken dat de openbaarmakingsplicht ook relevantie heeft voor uitgevende instellingen die andere financiële instrumenten dan effecten hebben uitgegeven of die partij zijn bij een koopovereenkomst inzake een financieel instrument, niet zijnde een effect.

Wijziging van de financiële aanspraken of de zeggenschapsrechten die aan een effect zijn verbonden, zal doorgaans koersgevoelig zijn. Gelet op het belang van deze informatie voor aandeel- en obligatiehouders zullen uitgevende instellingen (als bedoeld in art. 5:25b lid 1 Wft) dan ook verplicht worden tot het onverwijld verkrijgbaar stellen van informatie omtrent wijzigingen in (i) de rechten die aan door haar uitgegeven aandelen van een bepaalde klasse zijn verbonden (alsook aan door haar uitgegeven rechten op het verwerven van aandelen) en (ii) de rechten van houders van andere effecten (art. 5:25h lid 1 en 2 Wft).³⁰ Tot bedoelde wijzigingen van de rechten van effectenhouders kunnen bijvoorbeeld worden gerekend: wijzigingen in de administratievoorwaarden van converteerbare obligaties, de leningvoorwaarden of te hanteren rentevoeten. Daarnaast kan bijvoorbeeld worden gewezen op decertificering, het treffen of ongedaan maken van beschermingsmaatregelen, afschaffing van het vrijwillige structuurregime en intrekking van prioriteitsaandelen of een *golden share*.

Uit deze voorbeelden blijkt dat deze informatieverplichting een breed toepassingsbereik heeft.³¹

4. Algemene voorschriften voor uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is

Zoals hiervoor aangegeven, bevat afdeling 5.1a.2 nog enkele algemene voorschriften die uitsluitend gelden voor uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is (art. 5:25j Wft).

Lidstaat van herkomst

De lidstaat van herkomst is voor een uitgevende instelling die aandelen of obligaties met een kleinere nominale waarde per obligatie dan € 1000 uitgeeft: de lidstaat waar de uitgevende instelling haar zetel heeft of, indien de uitgevende instelling zetel heeft in een staat die geen lidstaat is, de lidstaat van de toezichthoudende instantie waar zij overeenkomstig art. 10 Prospectusrichtlijn de jaarlijks te verstrekken informatie³² moet indienen (art. 5:25a lid 1, onderdeel c, sub 1° Wft). Voor de overige uitgevende instellingen is de lidstaat van herkomst de lidstaat die de uitgevende instelling heeft gekozen uit hetzij de lidstaat waar zij haar

zetel heeft, hetzij de lidstaat waar haar effecten zijn toegelaten tot de handel op een in die lidstaat gelegen of werkzame gereglementeerde markt (art. 5:25a lid 1, onderdeel c, sub 2° Wft). Daarbij kan de uitgevende instelling overigens slechts één lidstaat als lidstaat van herkomst kiezen en die keuze blijft in beginsel ten minste drie jaar geldig (art. 5:25a lid 3 Wft).

Specifieke informatie voor aandeel- en obligatiehouders

In een met elkaar vergelijkbare opzet worden in art. 5:25k (ten behoeve van aandeelhouders) en art. 5:25m Wft (ten behoeve van obligatiehouders) aan uitgevende instellingen een reeks verplichtingen opgelegd die vooral verband houden met adequate informatieverstrekking. Zo wordt als een fundamenteel uitgangspunt geformuleerd dat een uitgevende instelling ervoor dient te zorgen dat er geen onderscheid wordt gemaakt tussen effectenhouders die zich in gelijke omstandigheden bevinden waar het betreft het verstrekken van informatie en het doorberekenen van daarmee gepaard gaande kosten.³³ Een andere regel is dat een uitgevende instelling haar effectenhouders niet mag beletten hun rechten door middel van een volmacht uit te oefenen. Om die reden zal in art. 2:117 lid 7 BW worden bepaald dat de bevoegdheid van aandeelhouders of certificaa houders zich te doen vertegenwoordigen niet in de statuten kan worden uitgesloten of beperkt. Een uitgevende instelling is verder verplicht om in Nederland de faciliteiten en informatie ter beschikking te stellen die effectenhouders nodig hebben om hun rechten te kunnen uitoefenen.

Wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van informatie

Een uitgevende instelling dient gereglementeerde informatie op niet-discriminatoire wijze algemeen verkrijgbaar te stellen (art. 5:25m lid 1 Wft). Dit betekent onder meer dat de gereglementeerde informatie gelijktijdig en zoveel mogelijk op kwalitatief gelijk niveau voor alle beleggers beschikbaar dient te zijn. De uitgevende instelling dient daarbij gebruik te maken van media waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat een snelle en doeltreffende verspreiding van de gereglementeerde informatie in alle lidstaten is

27. Het is namelijk mogelijk dat effecten tot de handel worden toegelaten zonder dat de uitgevende instelling daarmee heeft ingestemd of daar om verzocht heeft. De openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft kan niet aan uitgevende instellingen van deze effecten worden opgedrongen.
28. Uit deze omschrijving blijkt dat het wetsvoorstel nog niet MiFID-proof is. Verwezen zal moeten worden naar een multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in art. 2:96 Wft.
29. Ook onder het huidige regime is dat overigens al het geval (art. 5:59 lid 1 Wft).
30. De informatieverplichting van art. 5:25h lid 1 en 2 Wft ziet op informatie die over een wijziging van de rechten van de effectenhouders verstrekt moet worden *nadat* deze wijziging eenmaal tot stand is gebracht. Ik wijs erop dat aan de voorgenomen besluitvorming over een wijziging van deze rechten gewoonlijk reeds de nodige publiciteit zal zijn verbonden, hetzij op grond van de wet en de statuten van de uitgevende instelling, hetzij op grond van de vigerende leningvoorwaarden.
31. Zie ook reeds art. 61004/1 en 61004/2 onder (i) van Euronext Marktregels – Boek 1: Geharmoniseerde regels.
32. Gedoeld wordt hierbij op het (buitenlandse equivalent van het) 'jaarlijks informatiedocument' (art. 5:25f Wft).
33. Ik signaleer dat de voorgeschreven inachtneming van het gelijkheidsbeginsel bij informatieverstrekking ruim geformuleerd is en bijvoorbeeld niet beperkt is tot informatieverstrekking ten behoeve van een te houden algemene vergadering van aandeelhouders. Te verwachten is dat met deze explicitering de elasticiteit van het gelijkheidsbeginsel in verband met bijvoorbeeld het fenomeen van de selectieve contacten die uitgevende instellingen plegen te onderhouden verder uitgetest zal worden.

gewaarborgd. In een op grond van art. 5:25w Wft vast te stellen AMvB zal worden voorgeschreven op welke wijze de algemeenverkrijgbaarstelling van gereglemeenteerde informatie moet plaatsvinden.³⁴ Naar mag worden aangenomen, zal daarbij gebruik worden gemaakt van (een combinatie van) een persbericht, de website van de uitgevende instelling en het openbaar register van de AFM.

Voorgeschreven is dat de Minister van Financiën een instantie zal dienen aan te wijzen die zorg draagt voor de centrale opslag van gereglemeenteerde informatie (art. 5:25m lid 2 Wft). In Nederland zal één instantie als *Officially Appointed Mechanism* (OAM) worden aangewezen die belast is met de centrale opslag: de AFM.³⁵ De uitgevende instelling zal vervolgens worden verplicht de gereglemeenteerde informatie gelijktijdig met de algemeenverkrijgbaarstelling te zenden aan de AFM (art. 5:25m lid 3 Wft).³⁶ Het nationale elektronische netwerk dat aldus ontstaat voor de aanlevering en raadpleging van gereglemeenteerde informatie is een eerste stap op weg naar één allesomvattend elektronisch netwerk of een platform van elektronische netwerken dat alle lidstaten zal bestrijken.³⁷

Taalregeling

De voor gereglemeenteerde informatie geldende taalregeling van art. 5:25p Wft knoopt aan bij de lidstaat of de lidstaten waar de effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglemeenteerde markt. Wanneer de effecten uitsluitend tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglemeenteerde markt zijn toegelaten, dient de gereglemeenteerde informatie ter keuze van de uitgevende instelling in de Nederlandse of de Engelse taal algemeen verkrijgbaar gesteld te worden. Zijn de effecten daarentegen uitsluitend toegelaten tot de handel op een gereglemeenteerde markt in een andere lidstaat, dan dient de gereglemeenteerde informatie algemeen verkrijgbaar gesteld te worden in een taal die door de toezichthoudende instantie van die andere lidstaat wordt aanvaard of een taal die in internationale financiële kringen gebruikelijk is. Een combinatie van beide vereisten geldt in het geval de effecten zowel zijn toegelaten tot de handel op een gereglemeenteerde markt in Nederland als op een gereglemeenteerde markt in een andere lidstaat.

Welbeschouwd betekent het voorgaande dat een uitgevende instelling te allen tijde kan volstaan met het algemeen verkrijgbaar stellen van gereglemeenteerde informatie in de Engelse taal. Daarbij geldt voor een uitgevende instelling met zetel in Nederland dan echter wel als voorwaarde dat de algemene vergadering van aandeelhouders daarmee heeft ingestemd. De achtergrond hiervan is dat van Nederlandse vennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen gereglemeenteerde markt verwacht mag worden dat de informatie die bedoeld is voor Nederlandse beleggers in beginsel in de Nederlandse taal is gesteld.³⁸

Het toepassingsbereik van afdeling 5.1a.2 stelt ons nog voor een raadsel, omdat geen concrete reikwijdtebepalingen in deze afdeling zijn aan te wijzen. De in art. 5:25j Wft voorkomende aanduiding 'uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is', lijkt in elk geval meer te omvatten dan uitsluitend die uitgevende instellingen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglemeenteerde markt (vgl. art. 5:25b lid 1 Wft).³⁹ Daar staat tegenover dat in enkele bepalingen van afdeling 5.1a.2 gebruik wordt gemaakt van het begrip 'gereglemeenteerde informatie' (als gedefinieerd in art. 1:1 Wft). Onder dit begrip vallen – op één uitzondering na (art. 5:25i Wft) – informatieverplichtingen waarvan de reikwijdte wordt bepaald door art. 5:25b lid 1 Wft. Raadpleging van de Transparantierichtlijn leert dat bedoeld zal zijn met deze voorschriften een regeling te treffen voor uitgevende instellingen waarvan de effecten zijn toe-

gelaten tot de handel aan een gereglemeenteerde markt.⁴⁰ Een verduidelijking van het wetsvoorstel op dit punt zal niet misstaan.

5. Nalevingstoezicht

Het toezicht op de naleving van de onderscheiden in hoofdstuk 5.1a voorkomende informatieverplichtingen heeft in de eerste plaats een bestuursrechtelijk karakter. De AFM en de aangewezen toezichtmedewerkers kunnen daarbij gebruikmaken van de hen ten dienste staande toezichtsbevoegdheden op grond van afdeling 1.4.1 van de Wft onderscheidenlijk afdeling 5.2 van de Awb. In geval van een geconstateerde overtreding kan de AFM aan een uitgevende instelling een last onder dwangsom (art. 1:79 Wft) of een bestuurlijke boete (art. 1:80 Wft) opleggen. Het wetsvoorstel voorziet daartoe in een aanvulling van de bijlagen die bij deze artikelen horen.

Ten behoeve van de AFM voorziet art. 5:25s Wft nog in een bijzonder flexibel handhavingsinstrument. De aanwijzingsbevoegdheid ex art. 1:75 Wft is namelijk van overeenkomstige toepassing indien de uitgevende instelling niet voldoet aan de specifiek in art. 5:25s lid 1 Wft opgesomde informatieverplichtingen.⁴¹

Ten slotte voorziet het wetsvoorstel in enkele wijzigingen van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtffv) en van afdeling 16 (Rechtspleging) van titel 9 (De jaarrekening en het jaarverslag) van Boek 2 BW. Deze wijzigingen houden verband met een uitbreiding van de werkingsfeer van de Wtffv in een aantal opzichten. In de eerste plaats zal het toezicht van de AFM op grond van de Wtffv zich mede uitstrekken tot de inrichting van de halfjaarlijkse financiële verslaggeving.⁴² In de tweede plaats zal de werkingsfeer van de Wtffv worden uitgebreid met het toezicht op de financiële verslaggeving van uitgevende instellingen die naar het recht van een andere (lid)staat zijn opgericht voor zover

34. Zie hiervoor reeds de minimumnormen van art. 12 van Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van de Europese Gemeenschappen van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereglemeenteerde markt zijn toegelaten (*PbEU* L 69).

35. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 29.

36. Art. 5:25o lid 1 Wft bepaalt tevens dat een uitgevende instelling binnen vijf dagen na vaststelling van de jaarrekening de vastgestelde jaarrekening aan de AFM moet zenden. De achtergrond hiervan is dat de AFM op grond van de Wtffv toezicht uitoefent op de jaarrekening. Teneinde dubblures te voorkomen, zal de AFM voortaan zorg dragen voor toezending van de jaarrekening aan het handelsregister. De uitgevende instelling wordt geacht met de toezending aan de AFM te hebben voldaan aan haar verplichtingen uit hoofde van art. 2:394 BW (zie hiervoor het voorgestelde nieuwe lid 8).

37. Zie art. 21 en art. 22 Transparantierichtlijn. Zie tevens *CESR's final technical advice on possible implementing measures concerning the Transparency Directive, Storage of regulated information and filing of regulated information*, June 2006 (CESR/06-292).

38. Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 32.

39. De reikwijdtebepaling van art. 5:25b lid 1 Wft heeft slechts betrekking op afdeling 5.1a.1.

40. Zie afdeling II (Informatie voor houders van tot de handel op een gereglemeenteerde markt toegelaten effecten) van hoofdstuk III en hoofdstuk IV (Algemene verplichtingen) van de Transparantierichtlijn.

41. Hiermee zal een omissie van de Wft-wetgever worden hersteld. Ten aanzien van de naleving van de openbaarmakingsplicht van art. 5:59 Wft heeft de AFM een dergelijke aanwijzingsbevoegdheid namelijk niet.

42. Ten aanzien van de halfjaarlijkse financiële verslaggeving zal overigens geen jaarrekeningprocedure bij de OK geëntameerd kunnen worden. Zie over de achtergronden hiervan *Kamerstukken II* 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 9.

zij Nederland als lidstaat van herkomst hebben gekozen (vgl. art. 5:25a lid 1 onder c Wft).⁴³ In het stelsel van de Transparantierichtlijn dient namelijk door de bevoegde autoriteit van de lidstaat van herkomst toezicht te worden uitgeoefend op de naleving van de verslaggevingsvoorschriften (art. 24 Transparantierichtlijn).

6. Transparante(re) financiële markten?

Het voorgestelde hoofdstuk 5.1a Wft biedt onderdak aan een *potpourri* van informatieverplichtingen van uitgevende instellingen. Pluspunten van het wetsvoorstel zijn ontegenzeggelijk dat deze informatieverplichtingen systematisch en daarmee handzaam bij elkaar worden gebracht, dat de aan de onderscheiden informatieverplichtingen gestelde eisen in Europees verband steeds meer onderling vergelijkbaar worden, dat de termijnen waarbinnen aan deze informatieverplichtingen moet worden voldaan verder worden ingekort en dat de door uitgevende instellingen openbaar gemaakte gereglementeerde informatie binnenkort met behulp van één Europees elektronisch netwerk voor beleggers toegankelijk wordt. Minpunten zijn mijns inziens nog wel dat de (Europese) wetgever bevreesd is een aantal echte pijnpunten aan te pakken. Die pijnpunten zijn bijvoorbeeld de aan de tussentijdse bestuursverklaring te stellen eisen en het fenomeen selectieve contacten. Zolang de (Europese) wetgever weigert zwaardere eisen⁴⁴ te stellen aan de inhoud van de bestuursverklaring (met bijvoorbeeld verkorte overzichten en een uitgebreide(re) *management discussion & analysis*-paragraaf) zullen de selectieve contacten van uitgevende instellingen met beleggingsanalisten en institutionele beleggers een twijfelachtig verschijnsel blijven.⁴⁵ Een laatste pijnpunt is nog het gebrek aan vergelijkbaarheid op

Europees niveau van de nationale toezichts- en handhavingsstelsels aangaande de transparantienormen waaraan uitgevende instellingen zich hebben te houden.

G.T.J. Hoff

43. In het kader van de jaarrekeningprocedure bij de OK zal ten aanzien van een buitenlandse uitgevende instelling waarvan Nederland lidstaat van herkomst is slechts een bevel kunnen worden gegeven tot het doen van een openbare mededeling waarin wordt uitgelegd dat de algemeen verkrijgbaar gestelde jaarlijkse financiële verslaggeving niet voldoet aan de voorschriften of waarin wordt uitgelegd hoe die voorschriften in de toekomst zullen worden toegepast (zie art. 2:454 en art. 2:455 BW). Zie over de achtergronden hiervan *Kamerstukken II 2006/07, 31 093, nr. 3, p. 8-9*.
44. Ik vestig er nog de aandacht op dat de Transparantierichtlijn uitgaat van minimumharmonisatie (art. 3 Transparantierichtlijn). De lidstaat van herkomst mag een uitgevende instelling strengere informatieverplichtingen opleggen. Een lidstaat van ontvangst (die dus niet ook lidstaat van herkomst is) mag dat niet.
45. De halfbakken aanbeveling van de Monitoringcommissie aan uitgevende instellingen om op hoofdlijnen transparant te zijn over het beleid inzake bilaterale contacten met aandeelhouders kan mij in elk geval niet bekoren. Zie 'Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code', mei 2007, p. 11-12. Deze aanbeveling kwalificeer ik als halfbakken, omdat transparantie over beleid op hoofdlijnen vermoedelijk onvoldoende inzicht zal bieden in (i) de frequentie en de *timing* waarmee de selectieve contacten plaatsvinden, (ii) de criteria die worden aangelegd voor het bepalen van de (kring van) beleggers waarmee deze contacten worden onderhouden en (iii) de inhoud van de op deze wijze uitgewisselde informatie.