

## Met het Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn is weer een stap vooruit gezet

90

### 1. Inleiding

In *Ondernemingsrecht* 2008, 23, afl. 2 is reeds uitgebreid aandacht besteed aan het wetsvoorstel waarmee wordt beoogd de Transparantierichtlijn in de Wet op het financieel toezicht (Wft) te implementeren.<sup>1</sup> Inmiddels zijn met betrekking tot dit wetsvoorstel een nota naar aanleiding van het verslag, een nota van wijziging en een Tweede nota van wijziging bij de Tweede Kamer ingediend.<sup>2</sup> Volgens het wetgevingsprogramma voor 2008 van de Directie Financiële Markten van het Ministerie van Financiën is 1 oktober 2008 de geplande datum van inwerkingtreding van het wetsvoorstel.<sup>3</sup> Dit betekent dat de sokken er nu wel ingezet mogen worden.

In het wetsvoorstel is een overgangsregeling opgenomen met betrekking tot de verplichtingen voor uitgevende instellingen om de jaarlijkse financiële verslaggeving, de halfjaarlijkse financiële verslaggeving en de tussentijdse bestuursverklaring algemeen verkrijgbaar te stellen.<sup>4</sup> Voor de jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving geldt dat de verplichting tot algemeenverkrijgbaarstelling niet van toepassing is op boekjaren die vóór 1 januari 2008 zijn aangevangen. De verplichting ten aanzien van het algemeen verkrijgbaar stellen van de tussentijdse bestuursverklaring is niet van toepassing op perioden van een boekjaar die op het tijdstip van inwerkingtreding van de wet al zijn aangevangen.

### 2. Enkele 'vlekjes' zijn weggewerkt

Het wetsvoorstel is door de wetgever op een aantal punten gecorrigeerd en verduidelijkt. Ik noem:

– In art. 1:2 Wft zal worden bepaald dat de diverse informatieverplichtingen als vermeld in hoofdstuk 5.1a Wft me-

de zullen gelden voor de aldaar genoemde instellingen (waaronder bijvoorbeeld de ECB, de centrale banken van de lidstaten en internationale publiekrechtelijke instellingen). Vervolgens worden deze instellingen op grond van art. 5:25g Wft weer uitgezonderd van bepaalde informatieverplichtingen van hoofdstuk 5.1a Wft.<sup>5</sup>

– In art. 5:25b lid 4 Wft zal worden bepaald dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ex art. 5:25i Wft – in tegenstelling tot de overige in hoofdstuk 5.1a Wft geregelde informatieverplichtingen – wel van toepassing is op open-end beleggingsinstellingen.

– In art. 5:25c lid 2 Wft wordt een vierde onderdeel toegevoegd aan de algemeen verkrijgbaar te stellen jaarlijkse financiële verslaggeving. Verlangd zal worden dat een uitgevende instelling ook een beschrijving openbaar maakt van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee de uitgevende instelling geconfronteerd wordt. Dit onderdeel was abusievelijk uit de opsomming in het tweede lid weggelaten.

– In art. 5:25j Wft wordt de werkingssfeer van afdeling 5.1a.2 nader verduidelijkt. Deze afdeling bevat enkele algemene voorschriften voor bijvoorbeeld de wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van gereglementeerde informatie (art. 5:25m Wft) en de taalregeling (art. 5:25p Wft). In het wetsvoorstel was aanvankelijk slechts bepaald dat deze algemene voorschriften zouden gelden

1. Zie G.T.J. Hoff, 'Implementatiewetsvoorstel Transparantierichtlijn nadert moeizaam zijn voltooiing', *Ondernemingsrecht* 2008, 23, afl. 2, p. 79-84.

2. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 093, nr. 7, 8 en 9.

3. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 200, IXB, nr. 12.

4. Zie art. VI van het wetsvoorstel, zoals gewijzigd bij de nota van wijziging.

5. Onbegrijpelijk is de stelling in de toelichting op de nota van wijziging dat deze uitzondering in art. 1:2 Wft voor hoofdstuk 5.1a niet nodig zou zijn, aangezien dergelijke organisaties op grond van het wetsvoorstel reeds worden uitgezonderd in art. 5:25g Wft. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 093, nr. 8, p. 11. Mijns inziens veronderstelt de toepasselijkheid van een uitzondering de gelding van een hoofdregel. Die hoofdregel – dat wil zeggen de toepasselijkheid van de informatieverplichtingen van hoofdstuk 5.1a Wft op dergelijke instellingen – was aanvankelijk niet opgenomen in het wetsvoorstel.

voor uitgevende instellingen waarvan Nederland lidstaat van herkomst is. Thans wordt daaraan op grond van de nota van wijziging toegevoegd: 'waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt'. Als gevolg van deze verduidelijking lopen de reikwijdtebepalingen van art. 5:25b lid 1 en art. 5:25j Wft weer met elkaar in de pas.<sup>6</sup>

### 3. Gelijkwaardigheid van verslaggevingsstandaarden van derde landen en de werkingssfeer van de Wtffv

In het opnieuw geformuleerde art. 5:25v Wft is bepaald dat een uitgevende instelling met zetel in een staat die geen lidstaat is en waarvan Nederland lidstaat van herkomst is haar jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving kan opmaken overeenkomstig de in die staat geldende wettelijke voorschriften, indien die voorschriften althans volgens de Europese Commissie gelijkwaardig zijn. Op grond van art. 23 en 27 van de Transparantierichtlijn heeft de Europese Commissie uitvoeringsmaatregelen vastgesteld, waarin vereisten worden gesteld ten aanzien van de gelijkwaardigheid van verslaggevingsstandaarden van derde landen.<sup>7</sup>

Een uitgevende instelling als bedoeld in art. 5:25v Wft valt in beginsel onder het toezicht dat de AFM op grond van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtffv) uitoefent op de juiste toepassing van de verslaggevingsvoorschriften. Om echter situaties van 'dubbel' toezicht te voorkomen, kan de Minister van Financiën op grond van het thans bij nota van wijziging voorgestelde art. 1a lid 2 Wtffv een staat aanwijzen die geen lidstaat is indien het toezicht op de naleving van de verslaggevingsstandaarden in de desbetreffende staat adequaat is. Dit heeft tot gevolg dat op dergelijke uitgevende instellingen uit de aangewezen staat de Wtffv niet van toepassing is.

Het voorgaande laat uiteraard onverlet dat uitgevende instellingen uit derde landen wel de in hoofdstuk 5.1a Wft opgenomen termijnen voor het algemeen verkrijgbaar stellen van de jaarlijkse en de halfjaarlijkse verslaggeving in acht moeten nemen en dat deze informatie ook overeenkomstig art. 5:25m Wft algemeen verkrijgbaar dient te worden gesteld (art. 5:25v lid 3 Wft).

Ten slotte geldt dat bij ministeriële regeling aan uitgevende instellingen uit derde landen vrijstelling kan worden verleend van diverse informatieverplichtingen van de hoofdstukken 5.1a en 5.3 Wft (art. 5:25v lid 2 Wft), mits wederom aan de voorwaarde van gelijkwaardigheid is voldaan.<sup>8</sup>

### 4. Wijze van algemeen verkrijgbaar stellen en deponeren van gereglementeerde informatie

In de nota van wijziging is ervoor gekozen om in art. 5:25m lid 2 Wft de wijze van algemeen verkrijgbaar stellen van gereglementeerde informatie vast te leggen. Bepaald is dat gereglementeerde informatie algemeen verkrijgbaar gesteld dient te worden door middel van een persbericht dat gelijktijdig wordt uitgebracht in Nederland alsmede in elke andere lidstaat waar de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten met haar instemming zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.<sup>9</sup> De verdere verspreiding van een persbericht zal gewoonlijk via nationale en internationale persbureaus plaatsvinden.

Wanneer het echter gaat om de jaarlijkse of halfjaarlijkse financiële verslaggeving dan wel de tussentijdse bestuursverklaring, dan kan de uitgevende instelling in het persbericht volstaan met een aankondiging waarin wordt verwezen naar de website van de uitgevende instelling waar de informatie volledig beschikbaar is (art. 5:25m lid 3 Wft). Naar mag worden aangenomen, zal een dergelijk persbericht ook de *highlights* van de openbaar te maken periodieke financiële informatie moeten bevatten.

Overige aangelegenheden<sup>10</sup> die de wijze van algemeen

verkrijgbaar stellen van gereglementeerde informatie betreffen, zullen worden uitgewerkt in een op grond van art. 5:25w Wft vast te stellen AMvB.

In art. 5:25o lid 1 Wft is geregeld 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 doublures 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. In de nieuwe leden 4 en 5 van art. 5:25o Wft wordt bepaald dat de uitgevende instelling gelijktijdig met de jaarrekening ook het jaarverslag en de overige gegevens (voor zover zij zijn aan te merken als gereglementeerde informatie) aan de AFM dient te zenden. Ook voor deze stukken zal gelden dat de AFM deze, na ontvangst, zal doorzenden naar het handelsregister.

6. Wel wordt hier door de wetgever over het hoofd gezien dat (i) de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft mede geldt voor financiële instrumenten, anders dan effecten (art. 5:25b lid 2 Wft) en dat (ii) de openbaarmakingsplicht van art. 5:25i Wft van overeenkomstige toepassing is op uitgevende instellingen waarvan de financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een multilaterale handelsfaciliteit (art. 5:25i lid 6 Wft). Ook in die gevallen zullen de algemene voorschriften van afdeling 5.1a.2 Wft nageleefd behoren te worden.
7. 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).
8. Zie hiervoor 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).
9. Ik acht dit een nogal opmerkelijke wijze van wetgeven. Waar in art. 5:25i lid 1 Wft door de verwijzing naar 'media waarvan redelijkerwijs mag worden aangenomen dat een snelle en doeltreffende verspreiding van de gereglementeerde informatie in alle lidstaten is gewaarborgd' met de ene hand een ruime mate van flexibiliteit aan uitgevende instellingen wordt geboden, wordt die flexibiliteit met de andere hand weer teruggenomen door in art. 5:25i lid 2 Wft het gebruik van het persbericht voor te schrijven. Incongruent is ook dat in art. 5:25i lid 1 Wft wordt uitgegaan van openbaarmaking in de gehele Europese Gemeenschap, terwijl in art. 5:25i lid 2 Wft de openbaarmaking door middel van een persbericht wordt beperkt tot die lidstaten waar de door de uitgevende instelling uitgegeven financiële instrumenten met haar instemming zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.
10. Zie hiervoor bijvoorbeeld de minimumeisen van art. 12 van Richtlijn 2007/14/EG 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). Naar mag worden aangenomen, zullen in de AMvB niet alleen normen worden opgenomen betreffende de wijze waarop gereglementeerde informatie algemeen verkrijgbaar moet worden gesteld, maar ook eisen betreffende de wijze waarop de informatie in het persbericht moet worden gepresenteerd. Te denken valt hierbij bijvoorbeeld aan de eis dat de informatie zodanig wordt gepresenteerd dat het voor beleggers mogelijk is om de informatie volledig, correct en tijdig te kunnen inschatten.

## 5. Centrale opslag van gereglementeerde informatie

In art. 5:25w lid 2 Wft is een grondslag gecreëerd voor het bij AMvB stellen van nadere regels met betrekking tot de wijze van opslag van gereglementeerde informatie door de daartoe door de Minister van Financiën aangewezen instantie (art. 5:25m lid 4 Wft). In Nederland zal de AFM worden aangewezen als *Officially Appointed Mechanism* (OAM).<sup>11</sup> Op communautair niveau is het einddoel de totstandkoming van een elektronisch netwerk dat de nationale opslagmechanismen van gereglementeerde informatie met elkaar verbindt. Op deze wijze zullen beleggers eenvoudig toegang kunnen verkrijgen tot informatie over alle uitgevende instellingen uit de EG. Het elektronisch netwerk geeft toegang tot een lijst van alle beursgenoteerde ondernemingen met behulp waarvan de gebruiker wordt doorverbonden met de website van het relevante nationale opslagmechanisme. Informatie over alle uitgevende instellingen blijft aldus op nationaal niveau opgeslagen.

Om de effectieve onderlinge aansluiting van de nationale opslagmechanismen te bevorderen, heeft de Europese Commissie een aanbeveling opgesteld.<sup>12</sup> Aan de hand van de in die aanbeveling opgenomen richtsnoeren voor de totstandkoming van een elektronisch netwerk van nationale opslagmechanismen zullen bij AMvB regels worden opgesteld voor de opslag van gereglementeerde informatie door de AFM. Deze nadere regels zullen onder meer betrekking hebben op samenwerking met instanties uit andere lidstaten die eveneens belast zijn met de centrale opslag van gereglementeerde informatie, minimumkwaliteitsnormen, beveiliging, opslag van gereglementeerde informatie, toegang tot de gereglementeerde informatie en tijdregistratie.

## 6. Het begrip 'uitgevende instelling' in verband met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie

Uitgangspunt van het wetsvoorstel is dat de in afdeling 5.1a.1 Wft voorkomende informatieverplichtingen uitsluitend gelden 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). In afwijking daarvan geldt voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ex art. 5:25i Wft een andere werkingssfeer (art. 5:25b lid 2 Wft).

Oorspronkelijk was in het wetsvoorstel bepaald dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie gold voor: 'uitgevende instellingen als bedoeld in artikel 5:53, vierde lid, onderdeel a, waarvan financiële instrumenten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereglementeerde markt'. Als gevolg van de nota van wijziging luidt art. 5:25b lid 2 Wft thans echter als volgt: 'In afwijking van het eerste lid is art. 5:25i tevens van toepassing op uitgevende instellingen die financiële instrumenten, anders dan effecten, hebben uitgegeven en degenen op wiens voorstel een koopovereenkomst inzake een financieel instrument, niet zijnde een effect tot stand is gekomen.'<sup>13</sup> Volgens de toelichting zou hiermee de tekst van art. 5:25b lid 2 Wft slechts zijn verduidelijkt en is inhoudelijk geen wijziging beoogd.<sup>14</sup>

Deze toelichting op de gewijzigde tekst van art. 5:25b lid 2 Wft is alleen al opmerkelijk, omdat in de doctrine<sup>15</sup> wordt aangenomen dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie uitsluitend van belang is voor uitgevende instellingen die financiële instrumenten hebben 'uitgegeven'. Aangenomen wordt dat de uitbreiding van het begrip 'uitgevende instelling' in art. 5:53 lid 4 onder a Wft naar 'degenen op wiens voorstel een koopovereenkomst inzake een financieel instrument, niet zijnde een effect, tot stand is gekomen' niet voor de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie geldt. Blijkens de wetsgeschiedenis<sup>16</sup> is de bijzondere achtergrond van deze laatste zinsnede dat niet

alle financiële instrumenten door uitgevende instellingen worden uitgegeven. Een uitgevende instelling zou namelijk ook partij kunnen zijn bij een financieel instrument. Dit is bijvoorbeeld het geval bij opties of swaps. Deze financiële instrumenten worden niet uitgegeven, maar zijn overeenkomsten die worden aangegaan.

Aan deze uitbreiding van het begrip 'uitgevende instelling' in art. 5:53 lid 4 Wft (en thans dus ook in art. 5:25b lid 2 Wft) ligt kennelijk de gedachte ten grondslag dat met betrekking tot elk tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten financieel instrument als bedoeld in art. 1:1 Wft een uitgevende instelling aangewezen moet kunnen worden. In dat geval zal immers gewaarborgd zijn dat met betrekking tot alle op een gereglementeerde markt verhandelde financiële instrumenten aan de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie ex art. 5:25i Wft wordt voldaan.<sup>17</sup>

### Beursgenoteerde opties

Ondanks deze aansprekende gedachte blijkt een en ander in de praktijk toch moeilijk toepasbaar. Laat ik dit met een voorbeeld verduidelijken. Stel dat Euronext Amsterdam besluit om opties op het aandeel van een uitgevende instelling tot de handel op Euronext Amsterdam Derivatives Market toe te laten. Euronext Amsterdam pleegt dit overigens pas te doen na eerst hierover overleg gepleegd te hebben met de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel. Op wie rust in dit geval de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie? Mijns inziens is dat niet de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel, omdat zij niet heeft

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

12. Zie de Aanbeveling van de Commissie van 11 oktober 2007 over het elektronisch netwerk van officieel aangewezen mechanismen voor de centrale opslag van gereglementeerde informatie als bedoeld in Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad (*PbEU* L 267).

13. Deze zin is slordig geformuleerd door de wetgever. Immers, aangenomen moet worden dat in art. 5:25b lid 2 Wft bedoeld zal zijn de openbaarmakingsplicht slechts te betrekken op financiële instrumenten die zijn toegelaten tot een gereglementeerde markt als bedoeld in art. 5:25b lid 1 Wft (en art. 5:25i lid 1 Wft, met bovendien nog een uitbreiding in art. 5:25i lid 6 Wft naar een multilaterale handelsfaciliteit).

14. Zie *Kamerstukken II* 2007/08, 31 093, nr. 8, p. 11.

15. Zie M.P. Nieuwe Weme en T.M. Stevens, 'Openbaarmaking van koersgevoelige informatie', in: *Handboek Marktmissbruik* (serie Onderneming en Recht, deel 34), Deventer: Kluwer 2008, p. 191. Een motivering voor deze beperking van de openbaarmakingsplicht geven deze auteurs overigens niet. In dezelfde zin: C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgeverij 2007, p. 282-283. Grundmann-van de Krol laat zich met name door taalkundige argumenten leiden. Zij gaat er dan aan voorbij dat in art. 5:53 lid 4 Wft een uitbreiding gegeven wordt van het begrip 'uitgevende instelling' dat voor het gehele hoofdstuk 5.4 Wft en de daarop berustende bepalingen geldt, en dus ook voor art. 5:59 Wft.

16. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 600. Zie hiervoor eveneens *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 41, p. 92.

17. Uit hoofdstuk 5.4 van de Wft blijkt dat ook nog andere verplichtingen verbonden zijn aan deze kwalificatie als uitgevende instelling. Te denken valt aan de verplichting van uitgevende instellingen een insiderlijst op te stellen en bij te houden (art. 5:59 lid 7 Wft), de meldingsplicht van transacties die verricht zijn door aan de uitgevende instelling verbonden insiders (art. 5:60 Wft) en de verplichting een reglement voorwetenschap op te stellen en bij te houden (art. 5:65 Wft).

ingestemd met de toelating tot de beurshandel van de opties.<sup>18</sup> Evenmin lijkt het mij juist om een van de contractspartijen bij de optietransactie met deze openbaarmakingsplicht te belasten.<sup>19</sup> Deze partijen zijn toch niet meer dan beleggers in deze financiële instrumenten? Zij beschikken bovendien niet over de relevante informatie om aan de openbaarmakingsplicht te kunnen voldoen.

Dient Euronext Amsterdam in dit geval wellicht te worden aangemerkt als de uitgevende instelling waarop de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie rust? Toegegeven moet worden dat ook Euronext Amsterdam niet beschikt over de informatie waarover de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel zelf wel beschikt. Daar staat echter tegenover dat Euronext Amsterdam wel degene is geweest die het initiatief heeft genomen om de optie toe te laten tot de handel op de door haar onderhouden gereguleerde markt. Om beurshandel mogelijk te maken, heeft Euronext Amsterdam de contractspecificaties van de optie gestandaardiseerd. Deze standaardisatie heeft betrekking op bijvoorbeeld de contractgrootte, de looptijd, de aflooptdatum en de uitoefenprijs. Is het dan niet logisch om Euronext Amsterdam gelet op haar betrokkenheid bij dit financiële instrument als uitgevende instelling aan te merken en haar ook te belasten met de naleving van deze informatieverplichting?

Het is ook denkbaar om te redeneren dat op Euronext Amsterdam geen openbaarmakingsplicht meer zal rusten, indien en zodra de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel aan haar eigen openbaarmakingsplicht heeft voldaan. Als gevolg van de openbaarmaking van koersgevoelige informatie door de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel valt er niets meer openbaar te maken; de informatie heeft inmiddels haar karakter van voorwetenschap als bedoeld in art. 5:25i lid 1 jo. art. 5:53 lid 1 Wft verloren. De zwakte van deze redenering is mijns inziens dat deze geen soelaas biedt voor het geval de uitgevende instelling niet of niet tijdig aan haar openbaarmakingsplicht heeft voldaan. Mijns inziens loopt Euronext Amsterdam in dat geval een niet ondenkbeeldig te achten risico om als uitgevende instelling in de zin van art. 5:25b lid 2 Wft eveneens op de niet-naleving van de openbaarmakingsplicht te worden aangesproken door de AFM of door benadeelde beleggers.<sup>20</sup>

#### *Structured products*

Het gegeven voorbeeld van beursgenoteerde opties legt een probleem bloot dat mijns inziens feitelijk meeromvattend is. Wie *Het Financieele Dagblad* geregeld opslaat, weet dat de laatste jaren op de financiële markten een ware 'verpakingsindustrie' is ontstaan. Niet alleen Euronext Amsterdam, maar elke zichzelf respecterende financiële onderneming creëert doorlopend financiële instrumenten met een beursnotering. In alle soorten en maten worden financiële instrumenten – ook wel *structured products* genoemd – uitgegeven die betrekking hebben op door andere uitgevende instellingen reeds uitgegeven effecten. Een voorbeeld hiervan zijn de ABN AMRO Certificaten.<sup>21</sup> Begin 2008 waren door ABN AMRO ruim 100 certificaatsorten uitgegeven, verdeeld over zeven beleggingsthema's: opkomende markten, eco markten, sectoren, ontwikkelde markten, grondstoffen, strategie en vastgoed. Met behulp van deze certificaten kan worden belegd in een mandje van meerdere aandelen. Uiteraard dringt zich hier een vergelijking van deze ABN AMRO Certificaten op met deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling. De ABN AMRO Certificaten kennen echter geen actief beheer, hetgeen wil zeggen dat geen gebruik wordt gemaakt van een beheerder om de onderliggende waarden te selecteren. De onderliggende waarde staat dan ook tevoren vast of er wordt een index met vaststaande regels gevolgd. De certificaten zijn toegelaten tot de handel op Euro-

next Amsterdam en daarmee doorlopend verhandelbaar. ABN AMRO is uitgevende instelling van deze certificaten, die rechtens een obligatoire vordering representeren op ABN AMRO.

In verband met de naleving van de openbaarmakingsplicht speelt met betrekking tot deze *structured products* niet alleen het hiervoor geschetste probleem, maar ook nog andere. Indien het financiële instrument bijvoorbeeld (mede) betrekking heeft op effecten die zijn uitgegeven door uitgevende instellingen met zetel in een andere lidstaat of zelfs een derde land, dan kan niet blindelings vertrouwd worden op de naleving van de openbaarmakingsplicht door die bewuste uitgevende instellingen. Ten aanzien van uitgevende instellingen uit andere lidstaten geldt bijvoorbeeld dat de wijze van openbaarmaking van koersgevoelige informatie niet aansluit bij die van art. 5:25i Wft. Informatie die door een Belgische uitgevende instelling in de Franse taal in België openbaar is gemaakt, kan niet ook gelden als een openbaarmaking door Fortis in verband met een financieel instrument dat zij met betrekking tot effecten van die Belgische uitgevende instelling heeft gecreëerd en dat is toegelaten tot de handel op Euronext Amsterdam. Ten aanzien van de 'verpakking' van effecten die zijn uitgegeven door uitgevende instellingen uit derde landen zal nog als extra complicatie gelden dat de inhoud van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie anders geregeld zal zijn. Zoals gezegd, is bij dit soort *structured products* niet uitgesloten dat de verantwoordelijkheid voor de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie mede op het bord komt te liggen van financiële ondernemingen die – al dan niet als erkend *investment engineer* – door andere uitgevende instellingen reeds uitgegeven financiële instrumenten 'verpakken' in een ander financieel instrument.<sup>22</sup>

#### *Grondstoffenderivaten en overige derivatencontracten*

Ten aanzien van één bijzondere categorie financiële instrumenten, te weten de grondstoffenderivaten als bedoeld in art. 1:1 Wft, bevat art. 5:53 lid 1, tweede zin Wft een – het zij toegegeven: allerminst duidelijke – aanwijzing dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie daarvoor niet geldt. Als voorwetenschap met betrekking tot grondstoffenderivaten wordt namelijk aangemerkt: 'Bekendheid met niet openbaar gemaakte informatie die concreet is en die rechtstreeks of middellijk betrekking heeft op een of meer grondstoffenderivaten, van welke informatie beleggers in die grondstoffenderivaten bekendmaking mogen verwachten op grond van marktpraktijken die gebruikelijk

18. In art. 5:25i lid 1 Wft wordt uitdrukkelijk bepaald dat de openbaarmakingsplicht slechts geldt indien de financiële instrumenten met instemming van de uitgevende instelling zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. Het enkel voeren van overleg met de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel kan mijns inziens bezwaarlijk als instemming van de uitgevende instelling als bedoeld in art. 5:25i lid 1 Wft worden aangemerkt.

19. Het lijkt mij bovendien een onmogelijke opgave om te bepalen 'op wiens voorstel' een koopovereenkomst inzake een financieel instrument, niet zijnde een effect, tot stand is gekomen. Is dat de koper van een beursgenoteerde optie of degene die een dergelijke optie heeft verkocht?

20. Mijns inziens zou Euronext Amsterdam de verantwoordelijkheid voor de naleving van de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie in dit voorbeeld eenvoudig kunnen ontlopen door de uitgevende instelling van het onderliggende aandeel om instemming te vragen voor de toelating van opties tot de handel.

21. Zie verder <[www.abnamromarkets.nl](http://www.abnamromarkets.nl)>.

22. Mijns inziens kunnen vergelijkbare complicaties signaleerd worden met betrekking tot de naleving van initiële en periodieke informatieverplichtingen van door financiële ondernemingen 'verpakte' effecten van uitgevende instellingen uit Nederland, andere lidstaten of derde landen.

zijn op de gereglementeerde markt of de multilaterale handelsfaciliteit waarvoor de beleggingsonderneming een vergunning heeft als bedoeld in artikel 2:96 waarop die grondstoffenderivatoren worden verhandeld.'

In vergelijking met de definitie van het begrip 'voorwetenschap' in art. 5:53 lid 1, eerste zin Wft bevat deze omschrijving enkele opmerkelijke verschillen. Zo ontbreekt in de omschrijving van de definitie van voorwetenschap met betrekking tot grondstoffenderivatoren elke verwijzing naar het begrip 'uitgevende instelling' als het object waarop de bedoelde informatie betrekking behoort te hebben. Daarnaast ontbreekt in deze omschrijving een verwijzing naar de invloed die openbaarmaking zou kunnen hebben op de koers van de grondstoffenderivatoren. Het laatste verschil lijkt mij overigens minder relevant. Ook zonder die verwijzing blijkt uit de aangehaalde omschrijving dat informatie over aangelegenheden die invloed hebben op de waarde van grondstoffenderivatoren voorwetenschap kan opleveren. Immers, van die informatie zullen beleggers in die grondstoffenderivatoren bekendmaking mogen verwachten.

Niet alleen vanwege deze opmerkelijke verschillen, maar ook vanwege de omschrijving die van het begrip 'gebruikelijke marktpraktijken' wordt gegeven in art. 4 van de Uitvoeringsrichtlijn gebruikelijke marktpraktijken en meldingsregeling<sup>23</sup> lijkt het erop dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie relevantie mist voor dit soort afgeleide financiële instrumenten. Ingevolge deze bepaling mogen gebruikers van de markten waarop grondstoffenderivatoren worden verhandeld verwachten dat zij (in)direct met deze financiële instrumenten verband houdende informatie zullen ontvangen die (i) routinematig aan gebruikers van die markten beschikbaar wordt gesteld of (ii) openbaar moet worden gemaakt overeenkomstig wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen, marktregels, overeenkomsten of gangbare gewoonten op de betrokken markt voor de onderliggende grondstof of voor van grondstoffen afgeleide instrumenten.<sup>24</sup> Hoewel de informatieve waarde van deze omschrijving van gebruikelijke marktpraktijken beperkt is, kan ook aan deze omschrijving een aanwijzing worden ontleend voor de juistheid van de stelling dat de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie niet geldt voor grondstoffenderivatoren.

Op grond van de hiervoor uiteengezette redenering zou

ik geneigd zijn om dezelfde conclusie te trekken met betrekking tot sommige andere derivatencontracten die van het begrip 'financieel instrument' onderdeel uitmaken. Ik doel daarbij op de financiële instrumenten genoemd in art. 1:1 onder h, i en j Wft. Indien deze afgeleide financiële instrumenten met betrekking tot bijvoorbeeld klimaatvariabelen, vrachttarieven of emissievergunningen ter beurse worden verhandeld, geldt ook voor deze financiële instrumenten dat geen uitgevende instelling in de gebruikelijke zin is aan te wijzen – dat wil zeggen anders dan de gereglementeerde markt die de contractspecificaties van de voor verhandeling in aanmerking komende financiële instrumenten vaststelt – en dat de aard van het financiële instrument en de structuur van de markt waarop deze financiële instrumenten worden verhandeld conceptueel wezenlijk anders zijn.

Het woord is thans aan de wetgever, aan de AFM en aan de marktexploitanten<sup>25</sup> om – bij voorkeur in een *concerted action* – meer duidelijkheid te scheppen over de uitleg van het begrip 'uitgevende instelling' in verband met de openbaarmakingsplicht van koersgevoelige informatie. Het gaat hier tenslotte om een van de kernverplichtingen van uitgevende instellingen.

G.T.J. Hoff

23. Zie Uitvoeringsrichtlijn 2004/72/EG van de Commissie van 29 april 2004 (*PbEU* L 162).
24. Hoewel art. 5:53 lid 2 Wft een grondslag biedt om bij of krachtens AMvB gebruikelijke marktpraktijken aan te wijzen op grond waarvan beleggers bekendmaking mogen verwachten van informatie over grondstoffenderivatoren, heeft de Nederlandse wetgever hieraan tot op heden nog geen uitvoering gegeven.
25. Volgens art. 5:32a lid 1 en 2 Wft dient de marktexploitant niet alleen duidelijke en transparante regels te hebben om te verifiëren dat uitgevende instellingen die ter beurse genoteerde financiële instrumenten hebben uitgegeven hun verplichtingen betreffende de initiële, doorlopende of incidentele informatieverstrekking nakomen, maar deze regels ook te handhaven. Deze voor de marktexploitant geldende plicht tot handhaving lijkt overigens op gespannen voet te staan met de volgens de Richtlijn marktmisbruik, de Prospectusrichtlijn en de Transparantierichtlijn voorgeschreven aanwijzing van één bevoegde autoriteit. Onduidelijk is voorts nog hoe die werkverdeling tussen de AFM en de marktexploitant in de praktijk uitpakt.