

J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht deel 74), Deventer: Kluwer 2010, € 84,50, 604 pagina's, ISBN 978 90 1307 762 9

Op 13 oktober 2010 promoveerde mr. J.B.S. Hijink aan de UvA op een studie naar de voor beursvennootschappen geldende publicatieverplichtingen. Zijn promotor was prof. mr. Jaap Winter. Het schrijven van een proefschrift over een zo omvangrijk onderwerp als het onderhavige, is uiteraard slechts uitvoerbaar als het onderwerp enigszins thematisch wordt benaderd. Hijink heeft ervoor gekozen om in het bijzonder onderzoek te doen naar de grondslagen en de doelstellingen van het opleggen van publicatieverplichtingen aan beursvennootschappen in zowel het vennootschapsrecht als het effectenrecht. Vanwege het steeds maar verder uitdijen van deze publicatieverplichtingen wordt door Hijink mijns inziens terecht aandacht gevraagd voor deze fundamentele vragen. Welke doelstellingen en functies hebben publicatieverplichtingen, die hoofdzakelijk te vinden zijn in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Burgerlijk Wetboek, nu eigenlijk? Slagen die publicatieverplichtingen er wel in deze doelstellingen op een efficiënte wijze te bereiken? In een ideale wereld mogen eenduidige antwoorden op deze elementaire vragen verwacht worden. De werkelijkheid is echter een geheel andere en dat wijst de breed opgezette studie van Hijink ook uit.

Een andere aanleiding voor het aanvangen van dit onderzoek is dat van een systematische toedeling van publicatieverplichtingen aan ofwel het vennootschapsrecht, ofwel het effectenrecht, geen sprake lijkt te zijn. Inzicht in de doelstellingen en functies van de publicatieverplichtingen zou ertoe kunnen leiden dat een beter onderbouwde toedeling kan plaatsvinden aan het ene rechtsgebied of het andere. Dat is onder meer van belang, omdat de regulering van beursvennootschappen een grensoverschrijdend karakter heeft (met als gevolg dat de statutaire zetel als aanknopingsfactor voor de toepasselijkheid van wet- en regelgeving tekortschiet) en de vigerende wet- en regelgeving een concurrentiefactor van betekenis is geworden bij het aantrekken van vestigingsplaatsen voor (beurs)vennootschappen en investeringen.

Hijink heeft zijn studie overzichtelijk ingedeeld in vier delen. In het eerste deel worden rechtsvergelijkende beschouwingen gegeven over de doelstellingen en de economische rechtvaardigingsgronden voor het opleggen van publicatieverplichtingen aan beursvennootschappen in de federale wet- en regelgeving van de USA en de Europese regelgeving (p. 15-138). Vervolgens stapt Hijink over van een rechtsvergelijkende naar een rechtseconomische analyse. Zo handelt het tweede deel over de vraag op welke wijze de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen een rol spelen bij de concurrentie die tussen nationale rechtsstelsels plaatsvindt (p. 141-245).

Het derde deel van de studie is gewijd aan het rechtseconomische beoordelingskader van de vraag of de publicatieverplichtingen hun doel bereiken: zijn zij effectief en zijn zij (kosten)efficiënt vormgegeven (p. 249-342). Het vierde deel ten slotte bevat een kritische analyse van de wijze waarop enkele publicatieverplichtingen in het positieve Nederlandse recht zijn vormgegeven (p. 345-470).

Het eerste deel schetst in vogelvlucht de achtergronden en de ontwikkelingen van de publicatieverplichtingen in het vennootschapsrecht en het effectenrecht, in zowel de USA als Europa (en in de *slipstream* daarvan Nederland vanwege het door de Europese wetgever gehanteerde rechtsinstrument van harmonisatie van wetgeving). Wie dit deel leest, zal tot de ontdekking komen dat de Europese wetgever met het oog op de totstandkoming van een eengemaakte effectenmarkt inmiddels een imposant bouwwerk aan publicatieverplichtingen heeft opgetrokken. Deze verplichtingen voor beursvennootschappen zijn te vinden in het Europese vennootschapsrecht (de Vierde en de Zevende Richtlijn Vennootschapsrecht (1978 onderscheidenlijk 1983) en de IAS-Verordening (2002)) en het Europese effectenrecht (de Richtlijn marktmisbruik (2003), de Prospectusrichtlijn (2003) en de Transparantierichtlijn (2004)). Daarbij springt in het oog dat veel aandacht van de Europese wetgever is uitgegaan naar harmonisatie van een reeks van publicatieverplichtingen, met als hoogtepunten de in alle lidstaten rechtstreeks werkende Prospectusverordening en de goedkeuring door de Europese Commissie van (onderdelen van) IFRS als inrichtingsvoorschriften voor geconsolideerde jaarrekeningen. Het ontbreekt echter nog steeds aan een eengemaakt Europees stelsel van toezicht op de naleving en handhaving van (onder meer) publicatieverplichtingen en daar zal vermoedelijk niet spoedig verandering in komen.

Het eerste deel eindigt met de – weinig verrassende – slotsom dat vanuit een functioneel perspectief¹ de doelstelling van informatieverplichtingen het tegengaan van informatieasymmetrie tussen beursvennootschappen en investeerders is (hoofdstuk 7).² Die einddoelstelling valt uiteen in twee hoofddoelstellingen. In de eerste plaats wordt met het opleggen van publicatieverplichtingen beoogd de adequate werking van de effectenmarkt te verbeteren. Daarmee wordt bedoeld dat het proces van prijsvorming hierdoor efficiënter – meer accuraat – zal plaatsvinden, dat de disciplinerende werking van de effectenmarkt wordt verbeterd en dat het noodzakelijke vertrouwen van beleggers in de adequate werking daarvan wordt verbeterd. In de tweede plaats wordt als hoofddoel-

1. Met het 'functioneel perspectief' doet de auteur op het abstraheren van de in de wetgeschiedenis en de literatuur genoemde doelstellingen van de publicatieverplichtingen (p. 6). In dat geval wordt dus slechts gelet op de (rechts)economische bestaansredenen voor het opleggen van publicatieverplichtingen.

2. In hoofdstuk 6 wordt een iets andere opsomming gegeven van de doelstellingen en functies van de publicatieverplichtingen, zoals die kunnen worden opgemaakt uit de wet- en regelgeving en literatuur.

stelling genoemd: het tegengaan van *agency*problemen binnen beursvennootschappen. Bekend is dat een scheiding tussen de leiding van een organisatie en de verschaffers van kapitaal kan leiden tot uiteenlopende en zelfs conflicterende belangen. Publicatieverplichtingen kunnen ertoe leiden dat de *monitoring*kosten van deze *conflicts* worden verkleind, dat investeerders in staat worden gesteld hun rechten uit te oefenen en inzicht krijgen in de *corporate governance*-structuur van de beursvennootschap en dat ook hier het vertrouwen toeneemt dat de voor investeerders belangrijke informatie wordt gepubliceerd.

Met enige verwondering, en ook wel bewondering, heb ik het tweede en derde deel van de studie van Hijink gelezen. In deze delen wordt het rechtseconomische beoordelingskader uiteengezet met behulp waarvan Hijink gepoogd heeft de hiervoor geformuleerde onderzoeksvragen over onder meer de optimale inhoud en vormgeving van publicatievoorschriften te beantwoorden. Criticasters beweren wel dat de rechtswetenschap geen echte wetenschap zou zijn vanwege een vermeend gebrek aan methodologische scherpheid.³ Gelet op de magere onderzoeksresultaten lijkt het met de 'wetenschap' van *law & economics* (ofwel rechtseconomie) niet veel beter gesteld te zijn (en dat is overigens geen verwijt aan het adres van Hijink).⁴

Het rechtseconomische beoordelingskader is in twee lagen opgebouwd. In de eerste plaats wordt in het tweede deel een beeld geschetst van de economische perspectieven op de ontwikkeling en vormgeving van rechtsstelsels. Daarbij wordt hoofdzakelijk aandacht besteed aan de *law matters*-these en het fenomeen van *regulatory competition*. In de tweede plaats wordt in het derde deel van de studie meer toegespitst ingegaan op de waarde die beursvennootschappen en investeerders toekennen aan de kosten en opbrengsten van publicatieverplichtingen. Daarbij komt uiteraard de efficiënte markthypothese (EMH) aan de orde.

Waar komen deze inzichten samengevat op neer? Volgens Hijink komt beperkte waarde toe aan de these dat slechts in staten die voorzien in een rechtsstelsel met voldoende rechtsbescherming voor investeerders actieve effectenmarkten zullen kunnen ontstaan (*law matters*). Het is niet waarschijnlijk dat het ontstaan van effectenmarkten kan worden bijgeschreven op het conto van een voldoende ontwikkeld rechtsstelsel. Wel geldt dat de verdere ont-

wikkeling van effectenmarkten zal leiden tot een vraag naar meer en meer wet- en regelgeving. De beoefenaren van het effectenrecht kunnen daarover meepraten. Nog geen 25 jaar geleden was je al specialist effectenrecht met kennis van de Wet effectenhandel waarvan de voorschriften op één hand te tellen waren. Hoe anders is dat heden ten dage met een wettenbundel *Toezicht financiële markten* die meer dan 1500 pagina's telt!

Ook een andere bewering van de rechtseconomie om een bepaalde ontwikkeling van een rechtsstelsel te verklaren, kan volgens Hijink niet bewaarheid worden. Beweerd wordt door rechtseconomen dat wet- en regelgeving een product zouden zijn waarmee staten concurreren bij het aantrekken van vestigingen en investeringen (*regulatory competition*). Omdat de Europese wetgever met behulp van harmonisatie van wetgeving van de lidstaten ernaar streeft één pan-Europese effectenmarkt te ontwikkelen, heeft dit inzicht weinig praktische betekenis.⁵ Een zogeheten Delaware-effect kennen wij dus niet. Hijink wijst er verder op dat er diverse mogelijkheden bestaan voor *regulatory competition* ten aanzien van publicatieverplichtingen van beursvennootschappen. Genoemd worden *issuer choice* (waarbij de beursvennootschap de keuzevrijheid heeft om het toepasselijke effectenrecht te kiezen, hetgeen tot een *race to the top* zou leiden), competitie tussen effectenbeurzen (waarbij verondersteld wordt dat een meervoudige beursnotering zou leiden tot het aanvaarden van strengere publicatieverplichtingen als een krachtig signaal aan de effectenmarkt) en tussen lidstaten. Ik meen dat Hijink het gebruik dat van deze mogelijkheden wordt gemaakt niet hoog inschat. Als een dergelijke concurrentie al bestaat, dan tendeert dat niet zonder meer in de richting van een *race to the top*.⁶

Het rechtseconomische perspectief op publicatieverplichtingen is het onderwerp van het derde deel. Een verklaring en rechtvaardiging voor het opleggen van publicatieverplichtingen aan beursvennootschappen kan worden gevonden in de EMH. Deze theorie geeft een onderbouwing van de relatie tussen informatie en de koersontwikkeling van door een beursvennootschap uitgegeven effecten. De hypothese luidt dat de koersen op de effectenmarkt alle beschikbare informatie over een beursvennootschap weerspiegelt. Informatie speelt aldus een essentiële rol op de effectenmarkt. Zonder het beschikbaar komen van nieuwe informatie zal er volgens deze hypothese geen reden zijn om te handelen. Onderkend moet worden dat de EMH niet altijd opgeld doet. Zo is de irrationaliteit van beleggingsbeslissingen soms voor eenieder waar te nemen, bijvoorbeeld bij het ontstaan van een luchtbel (*bubble*) of een hype. Dat beleggers niet altijd (even) rationeel handelen, is volgens Hijink geen reden

3. Een lezenswaardige polemiek daarover was een paar jaar geleden nog te lezen. Zie Stolker, "'Ja, geléerd zijn jullie wel?' Over de status van de rechtswetenschap", *NJB* 2003, p. 766-778.

4. Hijink plaatst terecht enkele relativerende kanttekeningen bij de waarde van rechtseconomisch onderzoek (hoofdstuk 8). Zo wijst hij op het feit dat de rechtseconomie een normatieve wetenschap is (en dus niet waarde vrij kan zijn) en dat diverse voorbeelden te geven zijn van de onjuistheid van de veronderstelling dat de mens in zijn handel en wandel een rationele actor is (zoals kuddegedrag, zelfoverschatting en beperkt perceptievermogen). Deze kanttekeningen monden uit in het slotoordeel van Hijink dat de rechtseconomische beschouwingen niet meer zijn dan één gezichtspunt van vele om de werking van rechtsregels te analyseren.

5. Gewezen kan worden op de maatregelen die voortvloeien uit het *Financial Services Action Plan* van de Europese Commissie uit 1999. Deze maatregelen hebben betrekking op het terrein van: 1. wholesalemarkten, 2. retailmarkten en 3. versterking van de toezichtstructuren.

6. Daarbij wijst Hijink bijvoorbeeld op het succes van de Engelse effectenbeurs AIM, waarbij beursvennootschappen aan minder stringente publicatievoorschriften worden onderworpen.

om nut en noodzaak van het opleggen van publicatieverplichtingen ter discussie te stellen. Wel kan er om die reden aanleiding zijn enige voorzichtigheid te betrachten bij het trekken van (te) algemene conclusies uit de veronderstelde werking van de EMH.

Ook het in mijn visie achterhaalde debat over de noodzaak om beursvennootschappen publicatieverplichtingen op te leggen waar informatieverstrekking op vrijwillige basis toereikend zou moeten zijn, passeert in deze studie de revue. Met name in de USA is hierover in de doctrine een fel debat gevoerd. Betoogd is dat beursvennootschappen evenzogoed langs een andere weg dan een *mandatory corporate disclosure system* informatie aan het belegend publiek openbaar kunnen maken en dat ook in de praktijk daadwerkelijk zullen doen. De redenering luidt dan dat beursvennootschappen uit welbegrepen eigenbelang voldoende motieven hebben om afdoende bedrijfsinformatie openbaar te maken. Geconstateerd kan worden dat deze theorievorming van rechtseconomen geen wijziging van de in de USA diep beleden *disclosure philosophy* tot gevolg heeft gehad. Ik zou menen – en dat in aanvulling op de studie van Hijink – dat deze leer met de totstandkoming van de *Sarbanes-Oxley Act of 2002* nog eens is herbevestigd en aangevuld met waarborgen om de kwaliteit van de door beursvennootschappen te verstrekken informatie nog verder te vergroten.⁷

Naar mijn smaak zijn de hoofdstukken 16 en 17 van de rechtseconomische analyse de meest belangrijke. In deze hoofdstukken wordt door Hijink uiteengezet *waarom* publicatieverplichtingen de adequate werking van de effectenmarkt verbeteren en *agencyproblemen* binnen beursvennootschappen kunnen terugdringen. Hijink loopt daarbij de verschillende deeldoelstellingen langs en bespreekt de economische argumenten die de onderbouwing vormen voor het opleggen van de publicatieverplichtingen. Soms is die onderbouwing met empirisch onderzoek inzichtelijk te maken, zoals ten aanzien van de bewering dat naleving van de publicatieverplichtingen een bijdrage levert aan de accurateheid van beurskoersen, in die zin dat de beurskoers de theoretische waarde van een effect hierdoor beter weerspiegelt. Soms zijn *case studies* bruikbaar om te laten zien dat van de publicatieverplichtingen een disciplinerende werking uitgaat, zoals in het geval van de *market for corporate control* die tot gevolg heeft dat achterblijvende prestaties tot een overname kunnen leiden. Het meest intrigerende vind ik zelf de niet-meetbare deeldoelstelling dat de publicatieverplichtingen het vertrouwen versterken van investeerders. Die functie is van wezensbelang, omdat vertrouwen van investeerders onmisbaar is voor het ontstaan en in stand kunnen houden van een effectenmarkt. Het adequaat functioneren van toezicht op de naleving en handhaving

7. Zo vermeldt de aanhef van deze SoX-wetgeving dat het doel is 'to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes'.

van publicatieverplichtingen kan daarbij evenmin gemist worden.

In praktische zin gaat mijn belangstelling vooral uit naar het vierde deel van de studie van Hijink. In dat deel vindt immers de confrontatie plaats tussen het brede en met goed leesbare pennenstreken uiteengezette rechtseconomische beoordelingskader van het tweede en het derde deel en een aantal van de in het Nederlandse recht bestaande publicatieverplichtingen. Hoe brengen die informatieverplichtingen het er dan vanaf?

Na een schets van de in hoofdstuk 5.1 Wft geregelde prospectusplicht constateert Hijink dat daaraan de doelstelling ten grondslag ligt een bijdrage te leveren aan de efficiënte werking van de effectenmarkt en het versterken van het vertrouwen van investeerders dat beursvennootschappen in het prospectus daadwerkelijk passende en volledige informatie zullen verschaffen (hoofdstuk 19). Worden daarna echter de voorschriften aangaande de inhoud van het prospectus onder de loep genomen, dan blijkt het accent toch vooral te liggen op het tegengaan van *agencyproblemen*. Hijink komt tot die conclusie, aangezien bij uitstek historische (financiële) informatie moet worden verstrekt en inzicht moet worden verschaft over de interne organisatie van de beursvennootschap. Opmerkelijk vindt Hijink het dat de prospectusvereisten niet inhouden dat ook toekomstgerichte informatie in het prospectus wordt opgenomen.⁸ Desondanks is het eindoordeel van Hijink over de inhoud en vormgeving van het prospectus positief.⁹ Hij signaleert verder dat de rol van een prospectus in de praktijk van alledag veeleer blijkt te zijn dat op basis van dit document door een toezichthouder of een *litigation lawyer* achteraf een oordeel wordt gevormd of adequate informatie aan investeerders is verschaft (en deze recensent weet uit eigen ervaring dat hij daarin geen ongelijk heeft). Aan het positieve eindoordeel heeft ook bijgedragen dat de dynamische norm van art. 5:13 lid 1 Wft, die uitgaat van de informatie die van belang is voor het vormen van een verantwoord oordeel over de beleggingspropositie, meer houvast geeft bij het samenstellen van het prospectus dan de ongreepbare en dus in de rechtspraktijk niet te hanteren norm van de adequate werking van de effectenmarkt.¹⁰

8. Een kanttekening is hierbij nog wel dat in het prospectus informatie opgenomen moet worden over bepaalde tendensen. Zie bijv. rubriek 12 van Bijlage I bij de Prospectusverordening. Verder geldt dat in de Prospectusverordening bijzondere eisen worden gesteld aan de te verstrekken informatie indien een beursvennootschap er zelf toe overgaat een winstprognose of een winststraming in het prospectus op te nemen. Zie hiervoor rubriek 13 bij deze bijlage.

9. In de doctrine is er ook wel scepsis waar te nemen over de functie van een prospectus. Zo wijst Grundmann-van de Krol bijvoorbeeld op het risico van *information overload* als gevolg van vuistdikke prospectussen waardoor beleggers door de bomen het bos niet meer kunnen zien. Zie Grundmann-van de Krol, 'Het informatieparadigma voorbij', in: *Met Recht* (Raaijmakers-bundel), Deventer: Kluwer 2009, p. 165-179.

10. Op een vergelijkbare wijze is Hijink positief over de effectiviteit en de kostenefficiëntie van de in het Besluit openbare biedingen Wft geregelde inhoud van het bij een openbaar bod uit te brengen biedingsbericht.

Minder positief blijkt Hijink te zijn over de wettelijke regeling van de openbaarmakingsplicht van voorwetenschap (art. 5:25i Wft), en daarin staat hij bepaald niet alleen (hoofdstuk 21).¹¹ Hijink breekt de staf over het gebruik van een en dezelfde definitie van voorwetenschap (als bedoeld in art. 5:53 lid 1 Wft) voor zowel het zogeheten transactieverbod (art. 5:56 Wft) als de openbaarmakingsplicht van beursvennootschappen. Het gevolg hiervan is dat de openbaarmakingsplicht zijn eigenlijke doel niet meer kan bereiken. De achtergrond hiervan is dat de Europese wetgever de openbaarmakingsplicht van beursvennootschappen te veel in de sleutel heeft geplaatst van het tegengaan van handel met voorwetenschap (wat ook in de hand is gewerkt door deze publicatieverplichting onderdeel te laten zijn van de Richtlijn marktmisbruik in plaats van de Transparantierichtlijn) en daardoor te weinig oog heeft gehad voor de geheel eigen aard die deze openbaarmakingsplicht nu eenmaal heeft. Met deze openbaarmakingsplicht wordt namelijk voor alles beoogd het belegend publiek actuele, volledige en betrouwbare informatie te verschaffen over de financiële en commerciële prestaties en vooruitzichten van beursvennootschappen. Daarom bepleit Hijink een ont koppeling van de begrippen 'voorwetenschap' en 'koersgevoelige informatie', zodat de openbaarmakingsplicht van beursvennootschappen op een later in de tijd gelegen moment zal ontstaan. Intussen dient bedacht te worden dat het communautaire keurslijf de Nederlandse wetgever die bewegingsruimte nog niet biedt en dat in ernst betwijfeld mag worden of de Europese wetgever bereid zal zijn deze ideeën over te nemen.¹²

Kritiek wordt door Hijink ook geuit op de regeling van de publicatieplicht van (wijzigingen in) zeggenschaps- en kapitaalbelangen (hoofdstuk 5.3 Wft). Met het oog op het doel van deze publicatieplicht – enerzijds het verbeteren van de adequate werking van de effectenmarkt, anderzijds het tegengaan van *agency*problemen binnen de beursvennootschap – wordt bepleit de reikwijdte van deze publicatieplicht uit te breiden tot aandelenderivaten en andere financiële instrumenten.¹³ Verder wijst Hijink erop dat de Transparantierichtlijn op één punt gebrekkig (want in strijd met de Transparantierichtlijn) is omgezet. Nagelaten is door de Nederlandse wetgever de houder van een substantiële deelneming te verplichten óók melding te laten doen van een wijziging in zeggenschap

11. Zie daarvoor mijn proefschrift *Openbaarmaking van koersgevoelige informatie* (Serie vanwege het Van der Heijden Instituut deel 107), Deventer: Kluwer 2011.

12. Zie daarover Hoff, 'Weer een consultatie over een herziening van de Richtlijn marktmisbruik', *Ondernemingsrecht* 2010/103.

13. Zie hiervoor ook Schouten, 'Toenemende transparantieplichtingen voor aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2010/16.

en/of kapitaal aan de beursvennootschap. In het huidige Nederlandse systeem ontvangt de beursvennootschap een dergelijke melding van de AFM en is daarvan dus afhankelijk (art. 5:49 lid 1 Wft). Qua techniek heeft Hijink het gelijk aan zijn zijde.

Ten slotte besteedt Hijink aandacht aan het toezichtmodel van de Wet toezicht financiële verslaggeving (Wtfov) (hoofdstuk 22). Dat model berust op twee pijlers: de ene pijler is het toezicht op de tijdige naleving van de periodieke informatieverplichtingen, de andere pijler is de handhaving van de inrichtingsvoorschriften. Vanuit functioneel perspectief bezien zijn hier volgens Hijink de juiste keuzes door de Nederlandse wetgever gemaakt. Aan de ene kant publiekrechtelijk vormgegeven toezicht in handen van de AFM ten behoeve van de eerste pijler. Aan de andere kant kent de tweede pijler een civielrechtelijke jaarrekeningprocedure bij de Ondernemingskamer, waarbij deze rechtsingang voor elke belanghebbende openstaat. In die jaarrekeningprocedure is overigens wel een belangrijke rol voor de AFM weggelegd (art. 4 Wtfov en art. 2:448 lid 2 BW). Dat Hijink ervan uitgaat dat een publiekrechtelijke toezichthouder een rol als belangenbehartiger van investeerders niet (goed) kan vervullen, begrijp ik niet goed. Wie de *homepage* van de SEC bekijkt, weet dat deze Amerikaanse beurstoezichthouder zich sinds jaar en dag trots tooit met de naam *The Investor's Advocate*. De AFM zou hier misschien ook een voorbeeld aan kunnen nemen, zodat (nog) duidelijk(er) wordt waarvoor zij uiteindelijk staat.

Hijink heeft mijns inziens een goed leesbaar proefschrift geschreven, waarin op een overzichtelijke wijze zeer veel onderzoeksmateriaal geordend is samengebracht. Die informatie is nuttig voor zowel wetenschappers als praktijkjuristen. Hoewel de rechtseconomische benadering ons misschien niet de eenduidige en overtuigende antwoorden op een aantal onderzoeksvragen heeft gebracht die Hijink daarvan verwacht had, zou ik toch menen dat de wetgever en de gedragstoezichthouder AFM met de vruchten van deze wetenschappelijke arbeid hun voordeel kunnen doen. Dat geldt ook voor al die *professionals* die in de dagelijkse praktijk tot taak hebben het belegend publiek in alle opzichten adequaat te informeren over het wel en wee van beursvennootschappen. Het proefschrift zou daarom in zekere zin een existentiële *wake up call* genoemd mogen worden: een aansporing voor beursvennootschappen om steeds maar weer in alle door de wet voorgeschreven communicatie-uitingen een gelet op het doel van het desbetreffende informatiedocument betekenisvolle boodschap uit te dragen.

G.T.J. Hoff