

ANNOTATIE

Publicatie van de jaarrekening op grond van het effectenrecht: effectieve openbaarmaking of (slechts) verregaand transparant?

J.B.S. Hijink

Annotatie bij Gerechtshof 's-Hertogenbosch, 26-05-2015, ECLI:NL:GHSHE:2015:2008 (OR-2015-0223)

1 Inleiding

Op 26 mei 2015 wees het Gerechtshof 's-Hertogenbosch (hierna: het hof) een interessant arrest over de aansprakelijkheid van voormalige bestuurders van de – inmiddels failliete – beursvennootschap Aino N.V. (hierna: Aino).[1] Een van de elementen die in dit arrest aan de orde komt, betreft de vraag of schending van de deponeringsplicht van de jaarrekening op grond van artikel 394 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (BW) leidt tot het vermoeden van bestuurdersaansprakelijkheid op grond van artikel 2:138 BW.[2] Daarbij staat vast dat deze jaarrekening door Aino wel conform de voorschriften van de houder van de effectenbeurs – destijds, het gaat om de jaarrekening over boekjaar 2000, Euronext Amsterdam N.V. – openbaar is gemaakt. Tevens zijn de jaarcijfers bekendgemaakt in een persbericht dat is uitgegeven op 6 maart 2001. Op basis hiervan oordeelt het hof, anders dan de rechtbank, dat ‘in dit geval, waarin weliswaar niet is gebleken van een nederlegging van de jaarrekening ten kantore van het handelsregister maar wel een effectieve openbaarmaking heeft plaatsgevonden, van een schending van de publicatieplicht geen sprake [is]’.[3]

Bij mijn weten is bovengenoemd arrest het eerste waarin in de rechtspraak het standpunt wordt ingenomen dat het voldoen aan een effectenrechtelijke verplichting – in casu een verplichting die (op dat moment) was opgenomen in het zogenoemde Fondsenreglement van

Euronext Amsterdam N.V. – volstaat ter voldoening aan de in het vennootschapsrecht opgenomen publicatieplicht van de jaarrekening. Hoe deze zienswijze van het hof moet worden beoordeeld, bespreek ik in paragraaf 5. Daaraan vooraf gaan eerst enige – meer algemene – bespiegelingen over de verhouding tussen het vennootschapsrecht en het effectenrecht (par. 2), de wijze waarop de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen^[4] in die rechtsgebieden zijn ingebed (par. 3) en enige recente ontwikkelingen in de wetgeving op dit terrein (par. 4).^[5]

2 Vennootschapsrecht en effectenrecht: schurende rechtsgebieden

Vennootschapsrecht en effectenrecht komen met elkaar in aanraking bij de regulering van beursvennootschappen. De regulering van beursvennootschappen in deze rechtsgebieden leidt, en heeft geleid, tot raakvlakken en overlappingsen. Daarbij dient te worden bedacht dat ‘wat in het effectenrecht en wat in het vennootschapsrecht terecht komt, (...) soms iets willekeurig [heeft] en (...) ten dele [wordt] bepaald door lokale tradities en voorkeuren’.^[6]

Deze ‘lokale tradities en voorkeuren’ zijn ook terug te vinden in de Nederlandse wetgeving. Het Nederlandse vennootschapsrecht – waarmee ik doel op ‘het recht dat van Nederlandse vennootschappen de structuur en inrichting regelt’^[7] – kan vooral worden gevonden in Boek 2 BW. Met het Nederlandse effectenrecht doel ik op ‘het recht dat de verhouding regelt tussen instellingen die (certificaten van) aandelen of obligaties uitgeven en degenen die, omdat zij deze effecten aan- en verkopen, in deze instellingen investeren’.^[8] Het effectenrecht, voor zover niet rechtstreeks toepasselijk op grond van Europese verordeningen,^[9] vinden we sinds 1 januari 2007 vooral in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en daarvoor in de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995).^[10]

Het Nederlandse vennootschapsrecht en het Nederlandse effectenrecht schuren in toenemende mate tegen elkaar aan. De oorzaak daarvoor is tweërlei. Enerzijds heeft zich binnen het vennootschapsrecht sinds 1928 een ontwikkeling voorgedaan waarbij een (steeds) ruimere invulling is gegeven aan ‘de regels die zien op de structuur en inrichting van de vennootschap’. Anderzijds, en van meer recente aard, geeft het (publiekrechtelijke) effectenrecht een steeds ruimere invulling aan de oorspronkelijke regels van marktordening – de toegang tot de effectenmarkt en het gedrag van spelers daarop – en wordt daardoor in het effectenrecht een (steeds) ruimere invulling gegeven aan ‘de regels die zien op de verhouding tussen uitgevende instellingen en beleggers’.^[11] Het gevolg hiervan is dat het effectenrecht voorschriften is^[12] (en kan^[13] gaan bevatten die ingrijpen in de inrichting en structuur van de vennootschap en de daarmee verband houdende onderwerpen: het effectenrecht is zich de afgelopen decennia ‘meer en meer [gaan] bemoeien met de vennootschappelijke organisatie van de beursvennootschap’.^[14]

Bedacht dient daarbij te worden dat deze ontwikkeling van een ‘uitdijend’ effectenrecht in belangrijke mate wordt beïnvloed door internationale ontwikkelingen. Zo werden in het (federale) effectenrecht van de Verenigde Staten van Amerika door de invoering van de ‘Sarbanes-Oxley Act’ in 2002 bepalingen ingevoerd die zagen op het instellen van een ‘audit committee’ en de benoeming van de accountant door dat committee.[15] Over die wijzigingen werd in de literatuur opgemerkt dat het leidde tot ‘een vrij fundamentele verandering in het karakter van de Amerikaanse federale effectenwetgeving. Deze wetgeving is van oudsher gericht op openbaarmakingsverplichtingen (...). De Sarbanes-Oxley Act bevat echter (...) eveneens elementen die duidelijk van invloed zijn op de corporate governance van beursvennootschappen.’[16]

Europese wetgevende initiatieven van na 2002 laten een vergelijkbaar beeld zien.[17] Dat in deze internationaal geïnitieerde wet- en regelgeving nauwelijks rekening wordt gehouden met de Nederlandse ‘tradities en voorkeuren’[18] is niet een verwijt dat aan de Nederlandse wetgever kan worden gemaakt. In dat opzicht kan het in toenemende mate schuren van het Nederlandse vennootschapsrecht en effectenrecht de Nederlandse wetgever niet worden verweten. Tegelijkertijd klinken al geruime tijd pleidooien om – in het bijzonder voor beursvennootschappen – de verhouding tussen het vennootschapsrecht en effectenrecht op meer doordachte en gestructureerde wijze vorm te geven,[19] waarbij aandacht zou moeten worden geschonken aan (de gevolgen van) de uiteenlopende territoriale reikwijdte van beide rechtsgebieden.[20] Deze pleidooien heeft de Nederlandse wetgever, naar mijn mening ten onrechte, naast zich neergelegd. Gegeven dat het afgelopen decennium het aantal beursvennootschappen dat een beursnotering heeft in Nederland sterk is afgenomen, terwijl tegelijkertijd het aantal beursvennootschappen dat uitsluitend een beursnotering heeft buiten Nederland toeneemt,[21] neemt het belang van een meer doordachte vormgeving van de verhouding tussen het Nederlandse vennootschapsrecht en effectenrecht verder toe.

3 Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen op het snijvlak

Een van de onderwerpen waarbij het vennootschapsrecht en effectenrecht met elkaar in aanraking komen, betreft de verplichting voor beursvennootschappen om (periodiek) informatie – in de vorm van de jaarrekening, het jaarverslag en daaraan toe te voegen gegevens (‘jaarlijkse financiële verslaggeving’) – te publiceren. Daarbij kan onderscheid worden gemaakt tussen voorschriften van procedurele aard (totstandkomingsvoorschriften) en voorschriften die zien op de inrichting van de informatie (inrichtingsvoorschriften).[22] De eerste categorie ziet met name op de regels omtrent de (tijdige) totstandkoming van de periodieke informatie, de controle en de openbaarmaking van deze informatie. De tweede categorie ziet met name op de eisen die worden gesteld aan de inhoud en inrichting van de periodieke informatie.[23]

3.1 De publicatieplicht in het vennootschapsrecht

De in het vennootschapsrecht – thans in artikel 2:394 BW – opgenomen verplichting om de jaarrekening uiterlijk dertien maanden[24] na het einde van het boekjaar te deponeren bestaat sinds 1928.[25] Het toen ingevoerde artikel 42c van het Wetboek van Koophandel (WvK) regelde dat het bestuur van de naamloze vennootschap verplicht was om binnen acht dagen na de vaststelling van de balans en de winst-en-verliesrekening volledige afschriften van die stukken en van de toelichting daarop ter inzage voor eenieder neer te leggen op het kantoor van het handelsregister.[26] Kort na de invoering van artikel 42c WvK werd dit artikel gewijzigd, waarbij de verplichting om de balans en winst-en-verliesrekening en de toelichting voor eenieder ter inzage te leggen werd beperkt tot een aantal categorieën naamloze vennootschappen, die – kort gezegd – een publiek karakter hebben.[27]

Het in deze zin aangepaste artikel 42c WvK bleef de basis voor de vennootschapsrechtelijke periodieke verplichting tot publicatie van financiële informatie tot 1971. In dat jaar traden de Wet op de jaarrekening en de Wet houdende de regeling van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid in werking. De laatstgenoemde wet had tot gevolg dat de verplichting om jaarlijks de balans en de winst-en-verliesrekening te publiceren werd uitgebreid tot alle naamloze vennootschappen.[28] Sinds 1984 geldt ook voor de BV de (thans) in artikel 2:394 BW opgenomen verplichting tot publicatie van de financiële verslaggeving.[29]

3.2 De publicatieplicht in het effectenrecht tot 2009

Voor beursvennootschappen geldt een meer specifieke verplichting tot openbaarmaking van de jaarlijkse financiële verslaggeving.[30] Publicatie – het ‘algemeen verkrijgbaar stellen’ in terminologie van de Wft[31] – van deze informatie, die ook verklaringen van de bij de beursvennootschap als verantwoordelijk aangewezen personen omvat, dient plaats te vinden binnen vier maanden na afloop van het boekjaar.[32]

De periodieke publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen waren tot 1 januari 2009 verspreid opgenomen in Boek 2 BW, hoofdstuk II Wte 1995, hoofdstuk 5.1 Wft en in (het toenmalige Fondsenreglement (FR), waarvoor in de plaats kwam) Rule Book II van Euronext Amsterdam.[33] Hierin is verandering gebracht door inwerkingtreding van – kort gezegd – de wet tot implementatie van de Europese Transparantierichtlijn: sindsdien heeft concentratie van de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen plaatsgevonden in hoofdstuk 5.1a Wft.[34]

Het in 2000 geldende FR bevatte in de artikelen 25 t/m 29 bepalingen over het periodiek publiceren van financiële informatie door beursvennootschappen waarvan (certificaten van) aandelen tot de officiële notering aan de Euronext Amsterdam Stock Markets waren

toegelaten.[35] Artikel 27 FR bepaalde daarbij dat een uitgevende instelling in het geval zij is gevestigd in een lidstaat verplicht is haar jaarrekening te doen opmaken in overeenstemming met de wettelijke voorschriften van de desbetreffende lidstaat. Voor beursvennootschappen hield deze verplichting hierdoor in dat de jaarrekening diende te worden opgemaakt in overeenstemming met het in titel 9 van Boek 2 BW bepaalde.

In artikel 28c FR was bepaald dat de jaarrekening en het jaarverslag zo spoedig mogelijk voor het publiek verkrijgbaar dienden te worden gesteld.[36] Een precieze termijn werd daarbij niet genoemd. Verwezen werd in artikel 28c FR naar een 'binnen een in de noteringsovereenkomst vast te stellen termijn'. Blijkens publicaties van Euronext Amsterdam N.V. en haar voorgangers bedroeg de standaard in de noteringsovereenkomst opgenomen termijn voor het publiceren van de jaarrekening en het jaarverslag vijf maanden na afsluiting van het boekjaar.[37] Wanneer van 'voor het publiek verkrijgbaar stellen' sprake was, was uitgewerkt in artikel 46 FR. In dat artikel – waarin overigens werd gesproken over informatie die een beursvennootschap 'ter beschikking van het publiek moet stellen'[38] – was bepaald dat publicatie moest plaatsvinden in 'één of meer landelijke of in grote oplage verspreide Nederlandse dagbladen of ter beschikking van het publiek worden gesteld, hetzij in schriftelijke vorm op plaatsen welke zijn aangeduid in advertenties geplaatst in één of meer landelijke of in grote oplage verspreide dagbladen, hetzij op een andere gelijkwaardige wijze, welke door AEX is goedgekeurd'.[39]

4 Ontwikkelingen in de wetgeving

Zoals hierboven kort werd genoemd, heeft sinds 1 januari 2009 concentratie van de publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen plaatsgevonden in de Wft. Bij de totstandkoming van die wetgeving liet de wetgever echter na om tot een consistente onderlinge afbakening van de vennootschapsrechtelijke en effectenrechtelijke publicatieverplichtingen te komen.[40]

Zo geldt vanaf 1 januari 2009 voor Nederlandse beursvennootschappen die een naamloze vennootschap zijn, op grond van artikel 2:101 lid 1 BW dat binnen vier maanden na het einde van het boekjaar door het bestuur van de vennootschap de jaarrekening dient te zijn opgesteld. Eerder heb ik geschreven dat het uitdrukkelijk verkorten van die opmaaktermijn – voor naamloze vennootschappen die geen beursvennootschap zijn, geldt een opmaaktermijn van vijf maanden ingevolge artikel 2:101 lid 1 BW – strikt genomen niet noodzakelijk is, nu de in artikel 5:25c lid 1 Wft opgenomen termijn tot algemeen verkrijgbaar stellen van de financiële verslaggeving prevaleert én – daarmee – impliceert dat uiterlijk binnen vier maanden na het einde van het boekjaar een jaarrekening opgemaakt dient te zijn.[41] Het heeft echter tot 1 januari 2014 geduurd alvorens in artikel 2:210 lid 1 BW werd bepaald dat ook voor

beursvennootschappen die een besloten vennootschap zijn – hetgeen zich bijvoorbeeld[42] voordoet indien door een besloten vennootschap obligaties zijn uitgegeven die zijn toegelaten tot de handel van een gereguleerde markt – een kortere opmaaktermijn geldt.[43]

Een ander punt waarover geruime tijd – in ieder geval in de literatuur – discussie heeft bestaan, betreft de verhouding tussen de artikelen 2:403 en 2:408 BW en artikel 5:25c Wft.[44] Zo biedt artikel 2:403 BW, onder voorwaarden, de mogelijkheid om af te zien van de inrichting van de jaarrekening met inachtneming van de bepalingen van titel 9 van Boek 2 BW en om af te zien van deponering van de (beperkte) balans en winst-en-verliesrekening. Artikel 2:408 BW bood voor de zogenoemde ‘tussenhoudstermaatschappij’ de mogelijkheid om, onder voorwaarden, af te zien van het opmaken van een geconsolideerde jaarrekening. Wat deze laatste mogelijkheid betreft heeft de Wijzigingswet financiële markten 2014 tot een aanscherping geleid. Sinds 1 januari 2015[45] kunnen beursvennootschappen – ingevolge het nieuwe lid 2 van artikel 2:408 BW – niet langer een beroep doen op de in dat artikel opgenomen vrijstelling van de consolidatieplicht.

In de discussie over de verhouding tussen de mogelijkheden die artikel 2:403 BW biedt en de toepasselijkheid van de publicatieverplichtingen uit hoofde van artikel 5:25c Wft nam de Autoriteit Financiële Markten (AFM) geruime tijd het standpunt in dat ‘de verplichtingen tot het algemeen verkrijgbaar stellen van de jaarlijkse financiële verslaggeving [op basis van art. 2:25c Wft; J.B.S.H] van toepassing zijn met in achtneming van de vrijstellingen van art. 2:403 BW’.[46] In oktober 2014 heeft de AFM hierover eveneens opgemerkt dat ‘de concernvrijstelling van artikel 2:403 BW niet [kan] worden toegepast door beursgenoteerde ondernemingen die consolidatieplichtig zijn. Immers in het geval een onderneming met genoteerde effecten op een gereguleerde markt consolidatieplichtig is, dan dient zij haar geconsolideerde verslaggeving op te stellen volgens de door de IASB vastgestelde en door de Europese Commissie goedgekeurde standaarden (IAS/IFRS). Daarbij geldt dat indien de onderneming de jaarrekening opstelt volgens voornoemde standaarden, artikel 2:403 BW buiten toepassing blijft.’[47]

Daargelaten de juistheid van de zienswijze van de AFM of beursvennootschappen waarop artikel 5:25c Wft van toepassing is gebruik kunnen maken van artikel 2:403 BW,[48] is de redenering van de AFM onvolledig. Of een beursvennootschap consolidatieplichtig is, wordt bepaald door Nederlands recht.[49] Dat kan ertoe leiden dat een beursvennootschap – bijvoorbeeld indien sprake is van een besloten vennootschap die beursgenoteerd is, die één op meer dochtermaatschappijen in zijn groep heeft en die zich kan beroepen op een door haar moedermaatschappij afgegeven 403-verklaring – met een beroep op de uit artikel 2:403 BW voortvloeiende vrijstelling af kan zien van consolidatie. In dat geval bestond in beginsel derhalve een consolidatieplicht[50] – en kan er zelfs vrijwillig voor worden gekozen een

geconsolideerde jaarrekening op te maken – maar bestaat, vanwege het beroep op artikel 2:403 BW, niettemin de mogelijkheid toepassing van de EU-IFRS achterwege te laten. Overigens is de relevantie van deze discussie voor de praktijk grotendeels achterhaald zodra de wet ter uitvoering van de Europese richtlijn jaarrekening in werking is getreden.[51] Op grond van die wet wordt artikel 2:403 BW aldus aangepast dat door beursvennootschappen, voor jaarrekeningen die worden opgemaakt over boekjaren die op of na 1 januari 2016 aanvangen, geen beroep meer kan worden gedaan op de mogelijkheden die artikel 2:403 BW biedt.[52]

Op (in ieder geval) één onderdeel is de verhouding tussen de uit de Wft voortvloeiende publicatieverplichtingen en de publicatieverplichting op grond van Boek 2 BW wel consistent geregeld. Het betreft artikel 5:250 Wft, waarin is opgenomen dat de beursvennootschap binnen vijf dagen na de vaststelling van de jaarrekening de vastgestelde jaarrekening aan de AFM dient te zenden. Met deze toezending voldoet de beursvennootschap aan de deponeringsplicht – het ‘openbaar maken van de jaarrekening’ ten kantore van het handelsregister – als bedoeld in artikel 2:394 BW, zo vloeit voort uit artikel 2:394 lid 8 BW.[53]

5 Het oordeel van het hof getoetst

Ik keer terug naar het oordeel van het hof in het arrest waar de inleiding van deze bijdrage mee begon. Uit de vaststelling van de feiten door het hof blijkt dat de rechtbank de curator volgde in diens standpunt dat niet voldaan was door (de bestuurders van) Aino aan de publicatieverplichting van artikel 2:394 BW.

De rechtbank gaf aan [de bestuurder van Aino] toe dat het bestuur van Aino verregaand transparant was geweest met de jaarcijfers 2000 maar dat enkele gegeven bracht volgens de rechtbank niet mee dat het niet deponeren van de jaarrekening bij het handelsregister als voorgeschreven in art. 2:394 BW als een onbelangrijk verzuim kan worden beschouwd.’[54]

Het hof ziet dit anders. Naar zijn oordeel ‘is het belang van de publicatieplicht gelegen in het feit dat het bestuur door publicatie van de jaarrekening ook naar buiten toe inzicht geeft in het financiële reilen en zeilen van de onderneming en in het gevoerde bestuur. Naar het oordeel van het hof is in dit geval, waarin weliswaar niet is gebleken van een nederlegging van de jaarrekening ten kantore van het handelsregister maar wel een effectieve openbaarmaking heeft plaatsgevonden, van een schending van de publicatieplicht geen sprake. Voor zover het bestuur al kan worden verweten dat de publicatie niet op de in art. 2:394 lid 1 BW bepaalde wijze heeft plaatsgehad, beroept [de bestuurder van Aino] er zich terecht op dat dit in de gegeven omstandigheden (wel tijdige en zelfs effectievere publicatie) een onbelangrijk verzuim betreft dat voor de toepasselijkheid van art. 2:138 lid 2 BW buiten beschouwing moet

worden gelaten.’[55]

Hoewel voor deze redenering van het hof, vanuit het perspectief van (bestuurders van) beursvennootschappen en de doelstellingen die ten grondslag liggen aan de verplichtingen voor beursvennootschappen om de jaarlijkse financiële verslaggeving te publiceren, onmiskenbaar veel te zeggen valt,[56] is deze vanuit het perspectief van het geldend recht rammelend. Meer dan eens en al geruime tijd is in de literatuur – terecht – opgemerkt dat de ‘sanctie’ van artikel 2:138 lid 2 BW, dat sprake is van onbehoorlijke taakvervulling indien de publicatieplicht van artikel 2:394 BW is geschonden, onevenredig zwaar is.[57] Ondanks deze pleidooien heeft de wetgever geen aanleiding gezien om artikel 2:138 BW op dit punt te versoepelen. Ook de Hoge Raad heeft in een aantal recente arresten weliswaar enkele ‘scherpe randjes’ van lid 2 van artikel 2:248 BW – en daarmee ook van artikel 2:138 BW – afgeslepen, maar in die arresten betrof het telkens een *termijnoverschrijding* van de publicatieplicht van artikel 2:394 BW.[58]

Naar geldend recht – hoe onwenselijk ook[59] – staat hierdoor mijns inziens vast dat het in het geheel niet voldoen aan de publicatieplicht van artikel 2:394 BW, in beginsel, leidt tot intreden van de sanctie van artikel 2:138/248 lid 2 BW. Daar komt bij dat ik er niet in alle opzichten van overtuigd ben dat, zoals het hof stelt, de publicatie van de jaarlijkse financiële verslaggeving met inachtneming van hetgeen daarover destijds was voorgeschreven in het FR door (het bestuur van) Aino – naar de maatstaven van toen – kan worden beschouwd als ‘effectieve openbaarmaking’. In de regeling, zoals opgenomen in het FR, die in 2000 gold (en hiervoor is beschreven), zijn immers niet dezelfde waarborgen opgenomen als die voor (het toezicht op de naleving van) de publicatieverplichting op grond van artikel 2:394 BW.[60]

Weliswaar liet zich ook in 2000 niet goed voorstellen dat een beursvennootschap onopgemerkt zou kunnen afzien van publicatie van de jaarlijkse financiële verslaggeving – in de praktijk leidt (en leidde ook toen) uitstel van publicatie van de jaarlijkse financiële verslaggeving tot een forse ‘afstraffing’ in de vorm van een forse koersdaling – maar door (de voorgangers en opvolgers van) Euronext Amsterdam werd niet actief gecontroleerd of publicatie met inachtneming van de in het FR opgenomen termijnen en voorschriften omtrent de wijze van publiceren plaatsvond. Evenmin werd actief gecontroleerd of de gepubliceerde jaarlijkse financiële verslaggeving voldeed aan het in het FR voorgeschreven vereiste dat te publiceren informatie inhoudelijk ‘in overeenstemming [diende te zijn] met de wettelijke voorschriften van de desbetreffende lidstaat’.[61 En bovendien bevatte het FR geen voorschriften over de wijze waarop – en de periode gedurende welke – eenmaal gepubliceerde informatie beschikbaar en toegankelijk diende te worden gehouden.

Eerst door de invoering van (de voorloper van) artikel 5:250 Wft op 31 december 2006[62]

werd een rol toegekend aan de AFM als publiekrechtelijke toezichthouder om erop toe te zien dat beursvennootschappen de (vastgestelde) jaarlijkse financiële verslaggeving (tijdig) deponeren en dat (daardoor) deze informatie ook daadwerkelijk blijvend beschikbaar bleef.[63] Pas vanaf dat moment kan naar mijn mening met stelligheid worden verdedigd dat het voldoen aan de effectenrechtelijke publicatieplicht niet alleen leidt tot ‘verregaande transparantie’, maar ook – in de zin van artikel 2:394 BW – kan worden beschouwd als effectieve openbaarmaking van de jaarlijkse financiële verslaggeving.

Noten

[1] Hof 's-Hertogenbosch 26 mei 2015, ECLI:NL:GHSHE:2015:2008, JOR 2015/227 m.nt. T. Hekman en M.J.F. Goethals. Zie ook OR-Updates.nl 2015-0223.

[2] Het tussenarrest – zie Hof 's-Hertogenbosch 11 maart 2014, ECLI:NL:GHSHE:2014:703, JOR 2014/285 m.nt. D.J.F.F.M. Duynstee – bevat enkele interessante overwegingen over de reikwijdte van vorderingen op grond van art. 843a Rv. In het eindarrest zijn daarnaast enige interessante aspecten opgenomen over de administratieplicht van art. 2:10 BW. Beide elementen blijven hierna onbesproken.

[3] Zie r.o. 8.5.2 van het arrest van het hof.

[4] Onder beursvennootschappen versta ik NV's en BV's naar Nederlands recht waarvan (certificaten van) aandelen of obligaties zijn toegelaten tot de handel van een gereguleerde markt.

[5] Ik zal niet ontkennen dat deze onderwerpen mij na aan het hart gaan, zoals ook moge blijken uit eerdere publicaties. Ik wijs met name op J.B.S. Hijink, *Vennootschapsrecht en effectenrecht: een aanzet tot een afbakening*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2006 en J.B.S. Hijink, *Publicatieverplichtingen voor beursvennootschappen* (diss. Amsterdam UvA), 2010. Het hiernavolgende is deels gebaseerd op deze publicaties.

[6] Aldus J.W. Winter, *De bijzondere positie van de beursvennootschap in de systematiek van het Nederlandse vennootschapsrecht*, in: J.W. Winter e.a., *De beursvennootschap*, Deventer: Kluwer 2001, p. 4.

[7] In die zin ook L. Timmerman, *De regulering van de beursvennootschap*, in: Mok-aria. Opstellen aangeboden aan prof. mr. M.R. Mok ter gelegenheid van zijn 70e verjaardag, Deventer: Kluwer 2002, p. 339.

[8] Hierover ook Hijink 2006, p. 23-25. ‘Effectenrecht’ kan ook in een ruimere betekenis worden gebezigd, zoals ik daarin heb besproken.

[9] Zoals de Verordening Marktmisbruik (Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 (PbEU 2014, L 173)), die voor het grootste deel op 3 juli 2016 in werking treedt.

[10] Zie hierover meer uitvoerig Hijink 2010, p. 65 e.v.

[11] Vgl. ook C.M. Grundmann-van de Krol, Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2002, p. 2.

[12] Een voorbeeld daarvan zijn de voorschriften opgenomen in art. 5:25k en 5:25ka Wft aangaande termijnen en informatieverschaffing bij de oproeping van de aandeelhoudersvergadering.

[13] Een van de meest vergaande voorbeelden van voorgenomen wetgeving op dit punt – het is overigens bij een voornemen gebleven – was de aankondiging van het kabinet in 1999 om een wetsvoorstel voor te bereiden waarin een expliciete wettelijke grondslag in de toenmalige Wte 1995 zou worden geschapen omtrent de werking van beschermingsconstructies in vreedestijd. Vgl. de brief van de minister van Financiën van 10 mei 1999, inhoudende de kabinetsreactie op het rapport van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, Kamerstukken II 1998/99, 25732, 8, p. 16. Hierover – zeer kritisch – J.W. Winter, Oorlog en vrede, Ondernemingsrecht 1999, p. 203-204.

[14] Vgl. Winter 2001, p. 3 en ook M.J.G.C. Raaijmakers, ‘Zelfregulering’ van corporate governance bij beursvennootschappen. Enkele kanttekeningen bij de Nederlandse Corporate Governance Code, WPNR (2004) 6563, p. 72: ‘onder de noemer van bescherming van beleggers zien wij dat het financiële markt- en effectenrecht steeds vaker een overlap gaat vertonen met het NV-recht, naar het lijkt omdat de uitgangspunten en doelstellingen niet steeds helder zijn’.

[15] Zie hierover de – nog steeds fraaie – beschouwingen van M.J. van Ginneken, De ‘Sarbanes-Oxley Act of 2002’: het Amerikaanse antwoord op Enron (I) en (II), Ondernemingsrecht 2003, p. 63-71, respectievelijk Ondernemingsrecht 2004, p. 150-157.

[16] In die zin: Van Ginneken 2004, p. 157. Terzijde merk ik op dat hieruit niet de conclusie moet worden getrokken dat (voorafgaand aan de inwerkingtreding van de Sarbanes-Oxley Act) het Amerikaanse vennootschapsrecht statelijk recht zou zijn (geweest) en dat het Amerikaanse effectenrecht federaal recht zou zijn (geweest). De scheidslijn tussen federale en statelijke regelgeving, en daarmee ook tussen beide rechtsgebieden, is subtieler. Hiervoor meer uitgebreid: Hijink 2010, p. 41 e.v.

[17] Zo is bijv. door art. 41 van de Europese richtlijn op de accountantscontrole (Richtlijn 2006/43/EG, PbEU 2006, L 157) de verplichting ingevoerd voor (o.a.) beursvennootschappen om een auditcommissie in te stellen. Deze verplichting is in Nederland geïmplementeerd in het Besluit van 26 juli 2008 (Stb. 2008, 323), dat is gebaseerd op de Wet toezicht accountantsorganisaties. Een ander voorbeeld betreft de vaststelling van het bezoldigingsbeleid van beursvennootschappen die een financiële onderneming in de zin van de Wft zijn. Op grond van art. 2:135 BW is voorgeschreven dat de algemene vergadering dat beleid dient vast te stellen, maar op grond van art. 8 van de Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2014 (Rbb 2014) – een regeling die eveneens op Europese voorschriften is gebaseerd – dient de algemene vergadering bij die vaststelling de Rbb 2014 in acht te nemen. Zie hierover ook – en met andere voorbeelden van doorkruisingen – J.B.S. Hijink, Overheidssteun en -interventie in de financiële sector, in: P. van Schilfgaarde e.a., *Ondernemingsrecht in tijden van crisis*, Deventer: Kluwer 2014, p. 39 e.v.

[18] Vergelijkbare vragen doen zich voor bij de mogelijke civielrechtelijke gevolgen van overtreding van financiële toezichtswetgeving. Zie hierover bijv. D. Busch, Het ‘civiel effect’ van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders, *Ondernemingsrecht* 2012/12, met verdere verwijzingen.

[19] Ik wijs op de eerder aangehaalde publicaties van Winter 2001, p. 4 e.v. en Timmerman 2002. Zie ook de meer recente oproep van G.T.M.J. Raaijmakers & M.J.G.C. Raaijmakers, *De NV in 2020*, *Ondernemingsrecht* 2014/12, p. 57 e.v.

[20] Zie daarover de – nog steeds – scherpe analyse van Timmerman in L. Timmerman, De zere plek van het Nederlandse en Europese vennootschaps- en effectenrecht, in: J.W. Winter e.a., *De beursvennootschap*, Deventer: Kluwer 2001, in het bijzonder p. 117-119. Hierover ook Hijink 2010, p. 182 e.v.

[21] Uit onderzoek dat Bart Bootsma en ik hebben verricht, volgt dat in de periode 2003-2013 het aantal beursvennootschappen met een notering van (certificaten van) aandelen in Amsterdam is afgenomen van 160 naar 98. Tegelijkertijd nam het aantal beursvennootschappen – Nederlandse vennootschappen derhalve – met een beursnotering van (certificaten van) aandelen uitsluitend buiten Nederland in die periode toe van 28 tot 47. Die ontwikkeling heeft zich na 2013 voortgezet. Zie A.A. Bootsma & J.B.S. Hijink, *De beurs-NV in den vreemde. Een perspectief op modernisering van het NV-recht*, *Ondernemingsrecht* 2014/15, p. 90.

[22] Vgl. H. Beckman, Knelpunten in de jaarrekeningprocedure, in: P. van Schilfgaarde e.a., *Rechtspleging in het ondernemingsrecht*, Deventer: Kluwer 1997, p. 137.

[23] Voor beursvennootschappen zijn daarbij vooral de zogenoemde, door de Europese Commissie op grond van Verordening (EG) 1606/2002 (hierna: de IAS-Verordening) goedgekeurde International Financial Reporting Standards (EU-IFRS) van belang. Beursvennootschappen dienen deze voorschriften toe te passen in de geconsolideerde jaarrekening.

[24] In het op 29 september 2015 door de Eerste Kamer aangenomen wetsvoorstel (Kamerstukken 34176) ter uitvoering van de Europese richtlijn jaarrekening (Richtlijn 2013/34/EU, PbEU 2013, L 182) wordt voorgesteld deze termijn te verkorten tot twaalf maanden (zie het voorgestelde art. I onder V, leidende tot aanpassing van art. 2:394 BW).

[25] Een aantal NV's, zoals NV's die het bedrijf van levensverzekeraar uitoefenden, was reeds voor 1928 op grond van het WvK verplicht tot publicatie van financiële gegevens.

[26] Zie hierover, met verdere verwijzingen, Hijink 2006, p. 47 e.v.

[27] Bij Wet van 25 juni 1929, Stb. 1929, 363, inwerkingtreding 21 juli 1929. De genoemde categorieën vennootschappen omvatten onder meer NV's waarvan de aandeelbewijzen, schuldbrieven of certificaten daarvan waren opgenomen in de prijscourant van een beurs en NV's waarvan schuldbrieven aan toonder (of certificaten daarvan) in omloop waren.

[28] Wet op de jaarrekening, Wet van 10 september 1970, Stb. 1970, 414, inwerkingtreding 1 mei 1971 (Kamerstukken 9595) respectievelijk de Wet houdende regeling van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, Wet van 3 mei 1971, Stb. 1971, 286, inwerkingtreding 29 juni 1971 (Kamerstukken 10689). Zie over de ontwikkelingen die aan deze wetten ten grondslag lagen Hijink 2006, p. 49 e.v.

[29] Als gevolg van de inwerkingtreding van de aanpassingswet aan de Vierde EG-richtlijn vennootschapsrecht in 1984, Wet van 7 december 1983, Stb. 1983, 663 (inwerkingtreding op 1 januari 1984, Besluit van 21 december 1983, Stb. 1983, 665).

[30] Art. 5:25c Wft. De verplichting is, op grond van art. 5:25a lid 1 onderdeel c Wft, van toepassing indien 'Nederland de lidstaat van herkomst is'. Daarvan zal bij beursvennootschappen waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt doorgaans sprake zijn.

[31] Op welke wijze publicatie dient plaats te vinden, regelt art. 5:25m Wft. In ieder geval dient een persbericht te worden gepubliceerd. Daarin kan worden verwezen naar de website van de beursvennootschap, waarop de jaarlijkse financiële verslaggeving volledig dient te worden opgenomen (en ten minste vijf jaar beschikbaar gehouden). Gelijktijdig met de publicatie

dient de informatie aan de AFM te worden gezonden.

[32] De termijn voor het beschikbaar houden van deze informatie wordt overigens binnenkort verlengd tot tien jaar, vanwege de implementatie van – kort gezegd – de Europese richtlijn tot wijziging van de Transparantierichtlijn. Vgl. het voorstel voor de Implementatiewet wijziging richtlijn transparantie, Kamerstukken II 2014/15, 34232, 2, art. H, leidende tot aanpassing van art. 5:25c Wft.

[33] Zie hierover G.M. Warringa & D.A.F. van der Stam, Euronext Amsterdam – de nieuwe beursregels, FR 2005, p. 240-247.

[34] Stb. 2008, 476, behandeld onder Kamerstukken 31508. Zie hierover ook A.N. Krol & C.W.M. Lieveise, Implementatie van de transparantierichtlijn, FR 2008, p. 401-413 en W.B. Kuijpers, De implementatie van de Transparantierichtlijn: wijzigingen van de Wft, de Wtfv en Boek 2 BW, TvJ 2008, p. 4-11.

[35] Deze artikelen dienden overigens (mede) ter implementatie van twee van de voorgangers van de Transparantierichtlijn: de uit 1979 stammende Europese richtlijn inzake de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs ('de Noteringsrichtlijn'; Richtlijn van de Raad van 5 maart 1979 tot coördinatie van de voorwaarden voor de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs (PbEG 1979, L 66, p. 23) en de uit 1982 stammende Europese richtlijn inzake de periodieke informatieverstrekking door beursvennootschappen (Richtlijn 82/121/EEG van de Raad van 15 februari 1982 betreffende de periodieke informatie door vennootschappen waarvan de aandelen tot de officiële notering aan een effectenbeurs zijn toegelaten (PbEG L 48 van 20 februari 1982, p. 26). Beide richtlijnen werden in 2001 geconsolideerd in Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001, betreffende de toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (PbEG L 181 van 6 juli 2001, p. 1)).

[36] Deze verplichting was gebaseerd op Schema C, onderdeel 4, onder a van de Noteringsrichtlijn.

[37] Vgl. de brochure van Euronext Amsterdam N.V. van maart 2003 inzake koersgevoelige informatie (Leidraad publicatieverplichtingen voor ondernemingen genoteerd aan Euronext Amsterdam), p. 5.

[38] Zie over deze inconsistentie in de terminologie ook Hijink 2006, p. 61.

[39] Art. 46 lid 1 onder a FR.

[40] Zie hierover meer uitvoerig mijn kritiek in Hijink 2010, p. 387 e.v.

[41] Zie Hijink 2010, p. 400-401. Gelijktijdig werd bepaald dat door de ava de opmaaktermijn niet langer kon worden verlengd en dat evenmin door de minister van Economische Zaken ontheffing kan worden verleend voor het opmaken van de jaarrekening. Kritisch – naar mijn mening ten onrechte – over het ontbreken van die mogelijkheden is Asser/Maeijer & Kroeze 2-I* 2015/567 (onder f).

[42] Het is overigens niet uitgesloten dat van een BV ook (certificaten van) aandelen tot de handel van een gereguleerde markt kunnen worden toegelaten. Zie over deze mogelijkheid reeds J.W. Winter, BV, NV en beursvennootschap, in: P. van Schilfgaarde e.a., Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, Deventer: Kluwer 2005, p. 107 en J.B.S. Hijink, Naar een ‘Wetboek op de uitgevende instelling’, in: J.T. Anema e.a., Bouwen en bezinning. Regels van wenselijk en onwenselijk financieel recht (Lustrumbundel 2007 Vereniging voor Effectenrecht), Deventer: Kluwer 2007, p. 158. Hierover recent ook M.T.A. Lumeij-Dorenbos, De Beurs-BV: kans of utopie?, FR 2012, p. 413-424.

[43] Als gevolg van de inwerkingtreding van de Wijzigingswet financiële markten 2014 (Stb. 2013, 478, behandeld onder Kamerstukken 33632). Bij die wetswijziging werd tevens bepaald dat ook voor dergelijke BV's niet langer verlenging van de opmaaktermijn of ontheffing van de opmaakkplicht kan worden verleend.

[44] Zie voor een weergave van deze discussie, met verdere verwijzingen, Hijink 2010, p. 392 e.v.

[45] Anders dan voor de overige bepalingen van de Wijzigingswet financiële markten 2014 gold, trad de aanpassing van art. 2:408 BW eerst in werking op 1 januari 2015, zie art. 1 lid 2 van het inwerkingtredingsbesluit (Stb. 2013, 552).

[46] In deze zin (de bij de AFM werkzame) J. Dinant, De financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen. De samenloop van het BW, de Wft en de Wtffv nader bezien, TvJ 2011, p. 112-114.

[47] Vgl. p. 27 van het AFM-rapport ‘In balans 2014. Kwaliteit accountantscontrole en verslaggeving’ van oktober 2014 (te vinden op <www.afm.nl/~media/Files/rapport/2014/in-balans.ashx>).

[48] Ik heb zelf in het verleden verdedigd – en vind ook nu nog – dat art. 5:25c Wft prevaleert boven art. 2:403 BW, vgl. Hijink 2010, p. 393-394.

[49] Over de verhouding tussen de IAS-Verordening – op basis waarvan de Europese

verordeningen worden vastgesteld waarin voor beursvennootschappen de voorschriften voor de inhoud van de geconsolideerde jaarrekening zijn opgenomen – en de verplichting voor een beursvennootschap om een geconsolideerde jaarrekening op te stellen heeft in het verleden onduidelijkheid bestaan. Uit een Mededeling van de Europese Commissie van november 2003 blijkt echter dat voor het bestaan van de consolidatieplicht de (nationale implementatie van de) Zevende richtlijn vennootschapsrecht leidend is, aldus Dinant 2011, p. 112. Zie in dezelfde zin: H. Beckman, Consolidatiecriteria, -kring en -plicht, O&F (13) 2005, afl. 2, p. 57-58. Zoals in de literatuur meer dan eens is opgemerkt, is de regeling van Boek 2 BW op dit punt overigens gebrekkig. De in titel 9 van Boek 2 BW opgenomen voorschriften die bepalen onder welke omstandigheden de consolidatieplicht ontstaat (kort gezegd: in art. 2:405 t/m 2:409 BW), blijven op grond van art. 2:262 lid 9 BW buiten toepassing indien de (geconsolideerde) jaarrekening wordt ingericht met inachtneming van de EU-IFRS. Hierdoor is sprake van een ‘gat’ in de Nederlandse wettelijke regeling. Zie op dit punt ook de kritiek van Beckman 2005, p. 60-62.

[50] Op grond van art. 2:406 lid 2 BW geldt immers voor iedere rechtspersoon die, kort gezegd, in zijn groep één of meer dochtermaatschappijen heeft de consolidatieplicht, ook indien die rechtspersoon zelf een dochtermaatschappij is van een consolidatieplichtige moedermaatschappij (d.w.z. indien die rechtspersoon zelf derhalve een zogenoemde tussenhoudstermaatschappij is).

[51] Welke wet (behandeld onder Kamerstukken 34167), zoals is opgemerkt in noot 24, op 29 november 2015 door de Eerste Kamer is aangenomen.

[52] Overigens zou uit de formulering van de aanpassing van art. 2:403 BW – zie art. I onderdeel BB van de wet ter uitvoering van de Europese richtlijn jaarrekening, leidende tot een nieuw lid 4 in art. 2:403 BW, waarin de woorden ‘dit artikel is niet van toepassing op’ worden gebezigd – kunnen worden afgeleid dat beursvennootschappen ook geen zogenoemde ‘403-verklaring’ meer zouden kunnen afgeven. Hierdoor zou geen van de rechtspersonen behorende tot de groep van een beursvennootschap zich nog op de mogelijkheden van art. 2:403 BW kunnen beroepen. Dat is mijns inziens niet beoogd door de wetgever. De aanpassing beperkt zich tot het niet in de jaarrekening van een beursvennootschap kunnen toepassen van de mogelijkheden die art 2:403 BW biedt.

[53] Voor de AFM geldt op grond van art. 5:250 lid 3 Wft een ‘doorzendplicht’ van de vastgestelde jaarrekening aan het handelsregister. Deze ‘koppeling’ tussen toezending aan de AFM en deponering bij het handelsregister bestond overigens reeds voor 1 januari 2009 en is ingevoerd op 31 december 2006 bij de inwerkingtreding van de Wtfnv (Stb. 2006, 569, behandeld onder Kamerstukken 30336), oorspronkelijk in art. 5a Wte 1995.

[54] R.o. 8.3.2 van het arrest van het hof.

[55] R.o. 8.5.2. Het hof merkt daarbij tevens op dat bij beantwoording van de vraag 'of en in hoeverre sprake is van een zodanige schending van de publicatieverplichting dat deze het dubbele bewijsvermoeden van art. 2:138 BW (het onweerlegbare vermoeden dat het bestuur zijn taak onbehoorlijk heeft vervuld en het weerlegbare vermoeden dat onbehoorlijke taakvervulling een belangrijke oorzaak is van het faillissement) rechtvaardigt', de achtergrond van dit bewijsvermoeden een rol speelt. Die achtergrond is, aldus het hof, 'gelegen in de ervaring dat (...) het niet correct publiceren van de jaarrekening wij[st] op andere tekortkomingen (van het bestuur) die vaak neerkomen op onregelmatigheden'.

[56] Annotatoren Hekman en Goethals spreken in hun annotatie onder JOR 2015/227, onderdeel 3, over 'sympathiek ogende redenering'.

[57] Zie bijv. de kritiek van M.J. Kroeze & J.B. Wezeman, De openbaarmakingsplicht en aansprakelijkheid in faillissement, in: M.J. Kroeze e.a. (red.), Verantwoording aan Hans Beckman, Deventer: Kluwer 2006, p. 325 e.v. en G.P. Oosterhoff, Deponeringsplicht en onbehoorlijk bestuur: nog steeds hand in hand?, TvJ 2013, p. 107-108. Zie eveneens, met verdere verwijzingen, W.J.M. van Andel in zijn annotatie onder HR 12 juli 2013, JOR 2013/300, onderdeel 2.

[58] HR 12 juli 2013, ECLI:NL:HR:2013:BZ7189, JOR 2013/300 m.nt. W.J.M. van Andel en HR 1 november 2013, ECLI:NL:HR:2013:1079, JOR 2013/336 m.nt. W.J.M. van Andel.

[59] Zie in dit verband ook de opmerkingen van Van Andel onder HR 12 juli 2013, JOR 2013/300, onderdeel 4: 'De Hoge Raad had het huidige art. 2:248 lid 2 BW uiteraard als gegeven te aanvaarden. Vanuit dat perspectief kon de Hoge Raad moeilijk anders dan te oordelen zoals hij in r.o. 3.5.2. heeft gedaan.'

[60] Ik geef overigens aanstonds toe dat in de praktijk van toezicht (door de Kamer van Koophandel of strafrechtelijke opsporingsinstanties) niet tot nauwelijks sprake is. Zie hierover ook de opmerkingen van G.P. Oosterhoff, Regels stellen en (niet) handhaven, TvJ 2012, p. 47.

[61] Mocht een belanghebbende aangaande de inrichting van de jaarlijkse financiële verslaggeving een, destijds in art. 999 e.v. Rv opgenomen, jaarrekeningprocedure willen entameren, dan kon eveneens van belang zijn of de financiële verslaggeving was gedeponereerd bij het handelsregister. Het toenmalige art. 1001 lid 1 Rv bepaalde namelijk dat '[r]echtsoverdrachten omtrent stukken die ten kantore van het handelsregister of van de vennootschap ter inzage van een ieder moeten worden neergelegd, kunnen worden ingesteld

tot twee maanden na de dag der nederlegging’.

[62] Zie hetgeen hierover is opgemerkt in noot 53 hiervoor.

[63] Daarenboven kreeg de AFM op grond van de Wtfv de taak om toezicht te houden op de naleving van de inrichtingsvoorschriften voor de financiële verslaggeving door beursvennootschappen. Ik laat dat verder rusten.