

Wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten

MEMORIE VAN TOELICHTING

1. Inleiding

Dit wetsvoorstel breidt de thans geldende regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen in de Wft uit met een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten.¹

Vornoemde instrumenten kunnen door de houder ervan worden gebruikt om de uitoefening van stemrechten op de onderliggende aandelen te beïnvloeden, zonder dat hier een juridische aanspraak op bestaat. Daarnaast kunnen deze instrumenten de houder ervan onder omstandigheden in de gelegenheid stellen om, eenvoudiger dan zonder het instrument het geval zou zijn, een belang te verwerven in een beursvennootschap. Het gaat hierbij onder meer om contracts for difference en total return equity swaps.² Deze instrumenten vallen thans niet onder het bereik van hoofdstuk 5.3 van de Wft.

Bij de cash settled instrumenten zal er in veel gevallen sprake zijn van een overeenkomst die gesloten wordt tussen een bank en een wederpartij met betrekking tot de waarde van een onderliggend (recht op een) aandeel dat wordt verhandeld op een gereguleerde markt, waarbij wordt afgesproken dat er geen recht bestaat op verwerving van een aandeel bij afwikkeling. De bank of een derde op wie de betalingsverplichting rust, zal zich daarbij kunnen verplichten om bij de beëindiging van de overeenkomst aan de wederpartij het verschil te betalen tussen de actuele waarde van een aandeel en een eventuele waardeverandering van de onderliggende aandelen en eventuele uitkeringen hierop. Als tegenprestatie ontvangt de bank een vergoeding van de wederpartij.

De bank zal veelal als schrijver van bepaalde cash settled instrumenten de onderliggende aandelen hebben gekocht om haar eigen risico af te dekken. De wederpartij heeft als houder van het instrument geen juridische aanspraak op de onderliggende aandelen of de daaraan verbonden stemmen; er is immers geen recht op verwerving van een aandeel bij afwikkeling overeengekomen. Door de aard van bepaalde cash settled instrumenten heeft de houder van die instrumenten echter wel een economisch belang. Vanwege dat economische belang van de houder van het instrument kan de bank (die de onderliggende aandelen slechts houdt ter afdekking van haar eigen risico) genegen zijn de rechten die verbonden zijn aan het onderliggende aandeel uit te oefenen overeenkomstig de voorkeuren van de houder. De facto zou de houder van bepaalde cash settled instrumenten daarmee invloed kunnen hebben op de uitoefening van het stemrecht op de onderliggende aandelen.

¹ Waar in dit wetsvoorstel wordt gesproken over "bepaalde cash settled instrumenten" worden daarmee de financiële instrumenten en contracten uit het voorgestelde artikel 5:45, tiende lid, van de Wft bedoeld.

² Deze termen worden op de financiële markten gehanteerd. Het gaat hierbij simpel gezegd om instrumenten of contracten ter verrekening of ruil van verschillende waarden.

Ondanks dat door betrokken contractspartijen geen recht op verwerving van een aandeel bij afwikkeling overeen is gekomen, kunnen zich bij voornoemde instrumenten gevallen voordoen waarbij door de betrokken contractspartijen toch wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen. Indien de bank ter afdekking van haar eigen risico de aandelen gekocht heeft, is het niet ongebruikelijk dat de bank overgaat tot afwikkeling van een overeenkomende waarde in aandelen (ondanks dat daar geen juridische aanspraak op bestaat) in plaats van in contanten. Indien wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen kunnen de desbetreffende vennootschap, haar aandeelhouders en de rest van de markt plotseling worden geconfronteerd met een aandeelhouder die indirect een belang in een uitgevende instelling heeft opgebouwd zonder dat daarvan melding is gedaan op grond van de transparantieverplichtingen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft. Dit kan van invloed zijn op de hoogte van de aandelenprijs, er gaat immers een opwaarts effect op de aandelenprijs uit indien op grond van de transparantieverplichtingen uit hoofdstuk 5.3 Wft duidelijk wordt dat iemand erop uit is om een substantieel belang op te bouwen. Daarnaast kan dit leiden tot een verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen indien een omvangrijk economisch belang wordt opgebouwd voordat een openbaar bod wordt aangekondigd. Door het gebruik van voornoemde instrumenten kan de controlepremie in mindere mate in de aandelenprijs zijn verdisconteerd waardoor aandeelhouders een lagere prijs van de bieder kunnen ontvangen dan wanneer laatstgenoemde de aandelen op de beurs had gekocht.

Enkele Europese en Amerikaanse situaties hebben zich voorgedaan, die als illustratie van het bovenstaande kunnen dienen, waarbij ten tijde van een overnamestrijd indirect ofwel heimelijk omvangrijke economische posities waren opgebouwd via het gebruik van onder meer contracts for differences en total return equity swaps. Bij bijvoorbeeld Continental/ Schaeffler werd mede door het aangaan van een equity swap een groot belang opgebouwd alvorens een vrijwillig openbaar bod werd uitgebracht. Doordat gebruik was gemaakt van equity swaps was de prijs die voor de aandelen werd geboden lager dan wanneer de aandelen via de beurs waren aangekocht. Bij bijvoorbeeld Porsche/ Volkswagen werd de markt verstoord door het gebrek aan transparantie van het totale economische belang van Porsche. Partijen waren er niet van op de hoogte dat Porsche een groot economisch belang hield in Volkswagen, de zogenaamde free float³ in het aandeel Volkswagen was daardoor zeer beperkt. De openbaarmaking van het economische belang van Porsche had tot gevolg dat veel partijen hun posities in Volkswagen wilden afdekken, dit leidde tot een koersexplosie van het aandeel Volkswagen.

Het kabinet is van mening dat de markt voldoende kennis moet kunnen nemen van belangrijke kapitaalbelangen. Niet alleen juridische aanspraken op aandelen zijn daarbij van belang. Zoals hierboven beschreven, kunnen bepaalde cash settled instrumenten worden gebruikt om invloed te kunnen hebben op de uitoefening van het stemrecht op de onderliggende aandelen. Daarnaast kunnen voornoemde instrumenten de houder ervan in de gelegenheid stellen om, eenvoudiger dan zonder het instrument het geval zou zijn, een belang te verwerven in een uitgevende instelling. Om voornoemde redenen wordt voorgesteld het stelsel van meldingsplichten uit te breiden. Het kabinet onderkent dat de uitbreiding van het stelsel van meldingsplichten naar verwachting zal leiden tot meer meldingen en dientengevolge tot een

³ De mate van de verhandelbaarheid van een aandeel op de gereguleerde markt.

stijging van administratieve lasten voor meldingsplichtigen. Het kabinet is echter van mening dat deze nadelen opwegen tegen de voordelen die samenhangen met de te realiseren toename van de transparantie in bepaalde cash settled instrumenten.

2. Internationale context

De Europese richtlijn transparantie⁴ staat niet in de weg aan een regeling ten aanzien van transparantie van bepaalde cash settled instrumenten. Op grond van artikel 3 van de richtlijn transparantie mag de lidstaat van herkomst strengere verplichtingen dan die uit hoofde van de hiervoor bedoelde richtlijn opleggen. Een aantal lidstaten heeft reeds de meldingsregels uitgebreid naar cash settled instrumenten of werkt hieraan, ook al bestaat hiertoe geen verplichting op grond van de richtlijn transparantie. Hierbij kan onder meer gewezen worden op het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Portugal.⁵ Samengevat geldt in voornoemde landen kort gezegd een meldingsplicht voor "instruments with similar economic effect to holding shares". Daarnaast heeft het Committee of European Securities Regulators (hierna: CESR) een consultatiedocument openbaar gemaakt dat een voorstel bevat om de meldingsplichten uit te breiden met "instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares".⁶ Met de in dit wetsvoorstel voorgestelde uitbreiding van het stelsel van meldingsplichten is beoogd om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de maatregelen die reeds zijn getroffen in andere Europese landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, alsmede de maatregelen die door CESR zijn voorgesteld. Gezien het belang van transparantie van bepaalde cash settled instrumenten, kan een Europese aanpak op dit punt niet worden afgewacht. In de besluitvorming is meegewogen dat in het geval Nederland ten opzichte van ons omringende landen strengere transparantieplichtingen zou hanteren ten aanzien van bepaalde cash settled instrumenten, dit tot gevolg zou kunnen hebben dat Nederlandse beursvennootschappen voor internationale beleggers minder aantrekkelijk zouden kunnen worden om in te investeren. Aangezien bij de voorgestelde meldingsplicht zoveel mogelijk beoogd is aan te sluiten bij soortgelijke regelingen in het buitenland, is de verwachting dat een dergelijk effect bij deze uitbreiding van het stelsel van meldingsplichten zal uitblijven.

Vermeldenswaard is dat er een externe studie is gedaan ten behoeve van de evaluatie en eventuele herziening van de richtlijn transparantie. Als één van de mogelijke verbeteringen wordt het vereisen van transparantie van cash settled derivaten gezien.⁷ De Europese Commissie heeft vervolgens een consultatiedocument gepubliceerd over de aanpassing van de richtlijn transparantie⁸ waarin onder meer wordt ingegaan op transparantie ten aanzien van cash settled derivaten. Het is vooralsnog niet bekend of de transparantieplichtingen voor cash settled derivaten deel zullen uitmaken van een mogelijke herziening van de richtlijn transparantie.

⁴ Richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG. (PbEU L 390).

⁵ http://www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation_details&id=157.

⁶ http://www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation_details&id=157.

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report-application_summary_en.pdf.

⁸

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf.

3. Meldingsplicht voor cash settled financiële instrumenten

De uitbreiding van de meldingsplicht wordt geregeld in hoofdstuk 5.3 van de Wft waarin regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen zijn opgenomen. In dit hoofdstuk is een gedeelte van de Europese richtlijn transparantie⁹ geïmplementeerd. Het betreft met name de in die richtlijn opgenomen bepalingen die betrekking hebben op het melden van stemmen en kapitaalbelangen in uitgevende instellingen en op het melden van wijzigingen in het kapitaal en de stemmen door uitgevende instellingen, zoals geregeld in de artikelen 9 tot en met 15 van die richtlijn. De huidige regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen verplichten onder meer een ieder, die de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijdt onverwijld een melding te doen aan de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM).

De reeds bestaande meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 van de Wft hebben betrekking op aandelen en stemrechten, maar ook op rechten om aandelen te verwerven (optie ter verwerving van een aandeel of waardebewijs in de zin van artikel 5:33 van de Wft). Bij deze laatste categorie kan onder meer worden gedacht aan call-opties, converteerbare obligaties en contracts for difference waarbij een recht bestaat op verwerving van aandelen bij afwikkeling.

In het Besluit melding zeggenschap en kapitaal belang in uitgevende instellingen Wft wordt uitvoering gegeven aan de artikelen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft die betrekking hebben op de meldingsplichten en de wijze waarop deze worden verwerkt in het meldingsregister. Artikel 1a van dit besluit bepaalt dat een aantal instrumenten wordt geacht te kwalificeren als financieel instrument, indien deze de houder op grond van een formele overeenkomst het onvoorwaardelijke recht verlenen om op de vervaldag van dat instrument op eigen initiatief aandelen en de daaraan verbonden stemmen in een uitgevende instelling te verwerven. Zoals in de toelichting bij artikel 1a van het Besluit melding zeggenschap en kapitaal belang in uitgevende instellingen Wft¹⁰ uiteen is gezet, wordt in geval van een overeengekomen afwikkeling in contanten (zoals bij een zogenoemd contract for difference, cash settled optiecontract of cash settled equity swap) een optie in beginsel niet aanwezig geacht aangezien deze de houder ervan veelal niet het recht bieden om aandelen te verwerven. Dit neemt echter niet weg dat, in een situatie waarin enerzijds formeel weliswaar een afwikkeling in contanten is overeengekomen maar waarin anderzijds evident is dat de betrokken contractspartijen materieel een afwikkeling in aandelen van een onderliggende uitgevende instelling hebben beoogd, een optie wel aanwezig kan worden geacht.¹¹

3.1 Inhoud van de meldingsplicht voor cash settled financiële instrumenten

⁹ Richtlijn nr. 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG. (PbEU L 390).

¹⁰ Stb. 2008, 578.

¹¹ Stb. 2008, 578.

Op grond van het thans geldende artikel 5:45 van de Wft worden reeds in sommige gevallen de aandelen of stemmen aan een andere persoon toegerekend dan de persoon die de aandelen of stemmen in juridische zin houdt. De voorgestelde regeling strekt tot aanvulling van artikel 5:45 van de Wft. Op grond van het nieuw voorgestelde artikel 5:45, tiende lid, van de Wft wordt iemand geacht te beschikken over aandelen indien hij een financieel instrument houdt waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel a) of indien hij op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel b) of een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, vergelijkbare economische positie heeft (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel c). De aanvulling van artikel 5:45 van de Wft kan van invloed zijn op het percentage van het kapitaal waarover iemand wordt geacht te beschikken en daarmee zijn verplichting om, bij het bereiken, over- of onderschrijden van een drempelwaarde, melding te doen van zijn belang. Deze meldingsplicht is geregeld in de artikelen 5:38, eerste lid, en 5:39, eerste lid, van de Wft. Op grond van artikel 5:38, eerste lid, van de Wft is een ieder, die de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt, verplicht dat onverwijld te melden aan de AFM. De meldingsplicht geldt voor een ieder. De meldingsplicht ontstaat op het tijdstip dat iemand de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor het percentage van het kapitaal een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijdt. Wanneer aan het verkrijgen of verliezen van aandelen een overeenkomst ten grondslag ligt, ontstaat de meldingsplicht op het moment dat deze verbintenis tot stand komt. Indien er sprake is van een overeenkomst onder opschortende tijdsbepaling of voorwaarde is voor het ontstaan van de meldingsplicht het intreden van de zekere respectievelijk onzekere gebeurtenis beslissend.

Artikel 5:39, eerste lid, van de Wft bevat kort gezegd een meldingsplicht wanneer er sprake is van het passief bereiken, over- of onderschrijden van een drempelwaarde ten gevolge van een noemerwijziging van de uitgevende instelling.

Vanwege de opname in hoofdstuk 5.3 van de Wft worden ook de algemene bepalingen van dat hoofdstuk van toepassing, zoals de definities uit artikel 5:33 van de Wft, de grondslag voor een algemene maatregel van bestuur uit artikel 5:44 van de Wft en de uitzonderingen van de meldingsverplichting uit artikel 5:46 van de Wft.

Ten behoeve van het toezicht op de naleving van de meldingsplichten staat de AFM het volgende instrumentarium ter beschikking, namelijk: een informatieverzoek (artikel 1:74 van de Wft), een aanwijzing (artikel 5:51 van de Wft) en een bestuurlijke boete (artikel 1:80 van de Wft). Ook het civielrechtelijke toezichtskader, zoals opgenomen in artikel 5:52 van de Wft, is van toepassing. Hieronder wordt bijvoorbeeld de mogelijkheid verstaan om de rechter onder meer op vordering van de uitgevende instelling te verzoeken tot de veroordeling van een meldingsplichtige tot melding overeenkomstig

hoofdstuk 5.3 van de Wft. Daarnaast zijn ook de strafrechtelijke sancties van toepassing. Een overtreding van de meldingsplichten uit de artikelen 5:38, eerste lid en 5:39, eerste lid, van de Wft levert een economisch delict op onder de Wet op de economische delicten.

4. Effecten bedrijfsleven; administratieve lasten en nalevingskosten

De in dit wetsvoorstel voorgestelde uitbreiding van het stelsel van meldingsplichten leidt naar verwachting tot gevolgen voor het bedrijfsleven. Voor de berekening van de gevolgen voor het bedrijfsleven is aangesloten bij de handleiding Meten is weten II voor het definiëren en meten van administratieve lasten voor het bedrijfsleven.¹² De toename van de lasten voor het bedrijfsleven worden voornamelijk veroorzaakt door de uitbreiding van het stelsel van meldingsplichten op grond van het voorgestelde artikel 5:45, tiende lid, van de Wft. Het onderhavige voorstel is met name relevant voor investeerders die hun beroep of bedrijf maken van beleggen. Andere effecten voor het bedrijfsleven worden niet verwacht. Men kan er van uitgaan dat de effecten van het voorstel zeer beperkt zullen zijn voor natuurlijke personen, zij beleggen veelal op kleine schaal en zullen slechts in een beperkt aantal gevallen een kapitaalbelang van drie procent of meer in een uitgevende instelling hebben. Natuurlijke personen zullen gelet hierop niet snel verplicht zijn om een melding van kapitaalbelang te doen. De administratieve lasten voor natuurlijke personen zullen naar verwachting in ieder geval niet meer bedragen dan € 10 000.

De regels uit hoofdstuk 5.3 van de Wft leggen onder meer een meldingsplicht op voor een ieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijdt. Artikel 5:45 van de Wft bevat verschillende manieren waarop aandelen of stemmen waarover een ander beschikt aan een persoon worden toegerekend. Artikel 5:45 van de Wft is van toepassing op alle meldingsplichten. Het is niet goed mogelijk om de veranderingen in administratieve lasten door de uitbreiding van de meldingsplicht exact te kwantificeren. Zo is de hoogte van de administratieve lasten mede afhankelijk van het aantal meldingsplichtige transacties dat in de toekomst zal worden verricht, hetgeen thans niet met zekerheid kan worden vastgesteld. Verwacht wordt dat de toename van het aantal meldingen beperkt zal zijn. Naar verwachting zullen er circa tien procent additionele meldingen op jaarbasis plaatsvinden. Op basis van deze gegevens worden 120 additionele meldingen verwacht door de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten. Voor de berekening wordt ervan uitgegaan dat een hoogopgeleide kennismedewerker 2,5 uur nodig heeft om een melding te verrichten. Voor de berekening wordt uitgegaan van een intern uurtarief van € 45 voor een hoogopgeleide kenniswerker. De kosten voor een melding bedragen daarmee € 112,50 (2,5*€ 45). Vermenigvuldigd met het eerdergenoemde geschatte aantal meldingen op jaarbasis zullen de administratieve lasten naar verwachting structureel € 13.500 (2.5*€ 45*120)

¹² Onder administratieve lasten worden de kosten verstaan die een onderneming moet maken om te voldoen aan informatieverplichtingen die zich richten tot de overheid. Het betreft verplichtingen tot het verzamelen, bewerken, registeren, bewaren, rapporteren en het ter beschikking stellen van informatie. De inhoudelijke nalevingskosten bestaan uit de kosten voor het bedrijfsleven die gemoeid zijn met het kunnen voldoen aan informatieverplichtingen ten aanzien van derden.

bedragen ten gevolge van de voorgestelde meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten.

De introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten brengt een initiële meldingsplicht met zich mee voor ten eerste degenen die op het moment van de inwerkingtreding van dit wetsvoorstel worden geacht te beschikken over tenminste drie procent van het kapitaal en daarvan niet eerder melding hebben gedaan aan de AFM (Artikel II, eerste lid, onderdeel a). Ten tweede is er een initiële meldingsplicht voorgesteld voor personen die op het tijdstip van inwerkingtreding van dit wetsvoorstel de beschikking hebben over tenminste drie procent van het kapitaal en daarvan reeds eerder melding hebben gedaan aan de AFM (Artikel II, tweede lid, onderdeel b). Deze laatstgenoemde melding hoeft alleen te worden gedaan indien door de inwerkingtreding van deze wet het aantal en de soort aandelen gewijzigd is ten opzichte van de laatst gedane melding. Het aantal te verwachten initiële meldingen kan niet met zekerheid worden aangegeven. Er worden naar verwachting circa 300 initiële meldingen gedaan door de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten. Naar schatting zal een hoogopgeleide kenniswerker 2,5 uur nodig hebben om een melding te verrichten. Voor de berekening wordt uitgegaan van een intern uurtarief van € 45 voor een hoogopgeleide kenniswerker. De administratieve lasten van de initiële meldingen bedragen op basis van de hierboven gehanteerde uitgangspunten naar verwachting eenmalig € 33.750 (2.5*€ 45*300).

De voorgestelde uitbreiding van de meldingsplicht in hoofdstuk 5.3 van de Wft heeft tot gevolg dat er naar verwachting door het bedrijfsleven systeemaanpassingen gedaan zullen moeten worden, deze bedragen naar verwachting circa eenmalig € 500.000.

De totale gevolgen voor het bedrijfsleven die zijn gemoeid met de uitbreiding van de meldingsplicht bedragen naar verwachting initieel € 533.750 (€ 33.750 + € 500.000) en jaarlijks € 13.500.

Toezichtkosten

De AFM houdt toezicht op de naleving van de meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 van de Wft. Naar verwachting zullen er geen additionele kosten in rekening worden gebracht voor het toezicht door de AFM.

Toetsing door Actal

De berekening van de gevolgen voor het bedrijfsleven is op 11 november 2010 door de Collegevergadering van het Adviescollege toetsing administratieve lasten (Actal) behandeld. Het College heeft besloten het wetsvoorstel niet te selecteren voor een toets.

5. Bespreking commentaar op het voorstel

Bij de consultatie van het concept-Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft medio 2008 is door enkele geconsulteerde partijen aandacht gevraagd voor bepaalde financiële instrumenten zoals contracts for difference en total return equity swaps. Mede naar aanleiding van kamervragen van het lid Irrgang (SP) en van de leden Omtzigt, Blanksma-van den Heuvel en De Nerée tot Babberich (allen CDA) en een aangehouden motie tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen van september 2009 van lid Irrgang

(SP)¹³ heeft de minister van Financiën besloten om openbaar te consulteren over het uitbreiden van de melding betreffende zeggenschap en kapitaalbelang met bepaalde cash settled financiële instrumenten. Een voorontwerp van het wetsvoorstel¹⁴ is op 21 september 2009 ter consultatie openbaar gemaakt. Op het voorontwerp is schriftelijk gereageerd door de Autoriteit Financiële Markten, Dutch Fund and Asset Management Association ('DUFAS'), VNO-NCW, Nederlandse Vereniging van Banken ('NVB'), Allen&Overy, de gecombineerde commissie vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten, Eumedion en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, de Vereniging van effectenbezitters, Duisenberg school of finance en Nauta Dutilh. In het algemeen kan worden opgemerkt dat het merendeel van de respondenten de invoering van een nationale meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten steunt. Met de door voornoemde partijen gemaakte opmerkingen over de uitwerking van de meldingsplicht is rekening gehouden. Hierna wordt op de hoofdpunten van het commentaar ingegaan.

Door een aantal respondenten is gereageerd op de formulering van de meldingsplicht zoals voorgesteld in het consultatiedocument. Naar aanleiding hiervan is de formulering van de meldingsplicht aangepast. Voor een verdere toelichting op de meldingsplicht wordt verwezen naar het artikelsgewijze deel van deze memorie van toelichting.

Sommige respondenten hebben aangegeven dat zij graag zouden zien dat het kabinet afziet van de aansluiting bij de term financieel instrument omdat dit wordt gezien als te beperkt. Opgemerkt werd dat andere constructies dan financiële instrumenten buiten de meldingsplicht zouden kunnen vallen. Voorts vroeg een enkele respondent zich af waarom niet is aangesloten bij de definitie die wordt gehanteerd door de Britse toezichthouder FSA ("instruments with similar economic effect to those Financial instruments under article 13") en die van de Franse toezichthouder AMF ("instruments with similar economic effect to holding shares").

Naar aanleiding van deze opmerkingen en teneinde in internationaal verband niet uit de pas te lopen, is voorgesteld de meldingsplicht verder uit te breiden met degene die een ander contract heeft afgesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b vergelijkbare economische positie heeft (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel c van de Wft). Dit laatstgenoemde onderdeel is toegevoegd om te voorkomen dat de meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 van de Wft zouden kunnen worden omzeild door gebruik te maken van andere constructies dan financiële instrumenten. Met de voorgestelde meldingsplicht is beoogd om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de maatregelen die reeds zijn getroffen in andere Europese landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk, alsmede de maatregelen die door CESR zijn voorgesteld. De toelichting is aangevuld op dit punt.

Door een aantal van de respondenten is opgemerkt dat het overweging kan verdienen om in enige uitzonderingen op de meldingsplicht te voorzien. Overwogen is om tevens een vrijstelling op te nemen voor client serving intermediairs zoals die geldt in het Verenigd Koninkrijk. Een reden om dergelijke uitzonderingen te overwegen zou zijn dat het voor deze partijen bezwaarlijk zou kunnen zijn om steeds meldingen te verrichten terwijl door hen

¹³ Handelingen II 2008-2009, nr. 9, pag. 621-629.

¹⁴ Kamerstukken II 2009/10, 31083, nr. 34.

niet wordt beoogd een actieve rol in uitgevende instellingen te vervullen. Na een nadere beschouwing wordt deze suggestie niet overgenomen en worden in het onderhavige wetsvoorstel geen verdergaande uitzonderingen op de meldingsplicht voorgesteld. Niettemin zijn gezien de opname van de voorgestelde regeling in hoofdstuk 5.3. van de Wft de algemene bepalingen die al gelden voor dat hoofdstuk, waaronder ook de uitzonderingen van de meldingsverplichting uit artikel 5:46 van de Wft, van toepassing.

Door enkele respondenten is opgemerkt dat de melding zou moeten plaatsvinden op een delta adjusted basis. Voorts werd door een aantal respondenten opgemerkt dat de meldingsplicht tevens zou moeten zien op een mandje of index van aandelen.

De zinsnede in artikel 5:45, tiende lid, onderdeel a van de Wft "waarvan de waardeestijging mede afhankelijk is van de waardeestijging van aandelen" is toegevoegd om te verduidelijken dat de waardeestijging van een financieel instrument in sommige gevallen niet uitsluitend wordt bepaald door de waardeestijging van de betrokken onderliggende aandelen. De prijsverandering van een financieel instrument ten opzichte van de prijsverandering van de onderliggende aandelen zal namelijk niet in alle gevallen één op één overeenkomen. De omvang van de meldingsplicht is afhankelijk van de mate waarin de koers van het financieel instrument reageert op de koers van de onderliggende aandelen.

Indien het mandje of een index van aandelen is samengesteld uit een gering aantal aandelen, kan er onder omstandigheden sprake zijn van een meldingsplicht op grond van hoofdstuk 5.3 van de Wft. Het is aan de AFM om te bepalen onder welke omstandigheden een mandje of een index van aandelen onder de meldingsplicht valt.

Verder is door enkele respondenten gevraagd om een verduidelijking ten aanzien van welke instrumenten onder de meldingsplicht vallen.

In artikel 5:45, tiende lid, onderdeel a van de Wft wordt een meldingsplicht voorgesteld voor de houder van een financieel instrument houdt waarvan de waardeestijging mede afhankelijk is van de waardeestijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b. Hieronder vallen in ieder geval contracts for difference waarbij wordt overeengekomen dat wordt afgewikkeld anders dan in aandelen, equity swaps en cash settled call opties. In onderdeel b wordt een meldingsplicht voorgesteld voor degene die op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen. Hierbij kan gedacht worden aan de schrijver van een put optie (dat wil zeggen degene die een put optie verkoopt). In onderdeel c wordt een meldingsplicht voorgesteld voor degene die een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, vergelijkbare economische positie heeft. Dit laatstgenoemde onderdeel is toegevoegd om te voorkomen dat de meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 van de Wft, mede gelet op de financiële innovatie, zouden kunnen worden omzeild door gebruik te maken van andere constructies dan financiële instrumenten.

Voorts is gevraagd te verduidelijken voor wie de meldingsplicht geldt.

Artikel 5:45 van de Wft bevat verschillende manieren waarop de aandelen en/of stemmen waarover een ander beschikt aan een persoon worden toegerekend. Het is van toepassing op alle meldingsplichten. Een en ander kan

ertoe leiden dat ter zake van dezelfde aandelen door twee of meer personen een melding moet worden gedaan.

Door meerdere respondenten is opgemerkt dat de meldingsplichtige niet alleen een totaaloverzicht van zijn zeggenschap en kapitaalbelang zou moeten melden maar daarbij tevens een splitsing zou moeten maken naar de verschillende soorten belangen die hij heeft.

In artikel 11 van het Besluit melding zeggenschap en kapitaal belang in uitgevende instellingen Wft is bepaald dat de verplichte meldingen op grond van onder meer de artikelen 5:38 en 5:39 van de Wft dienen te worden gedaan met gebruikmaking van door de AFM vast te stellen meldingsformulieren. Het is aan de AFM om de indeling van het meldingsformulier vast te stellen.

Door enkele respondenten is opgemerkt dat de schrijver van een financieel instrument waarvan de waarde samenhangt met de waardedaling van de aandelen en het schrijven van een put optie ook onder de meldingsplicht zou moeten vallen.

Naar aanleiding hiervan en teneinde in internationaal verband niet uit de pas te lopen, is besloten om degene die een put optie schrijft (dat wil zeggen degene die een put optie verkoopt) onder de meldingsplicht te brengen. In onderdeel b wordt een meldingsplicht voorgesteld voor degene die op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen. Degene die een put optie schrijft, heeft in beginsel niet de mogelijkheid om invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming door gebruikmaking van de aan aandelen verbonden rechten. Echter bij het aflopen van het financieel instrument kan de schrijver (indien de koper niet overgaat tot uitoefening van de put optie) verplicht worden tot afname van de aandelen waarna ook de mogelijkheid bestaat om invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming door gebruikmaking van de aan aandelen verbonden rechten. Daarnaast is het denkbaar dat de houder van de put optie genegen kan zijn de rechten die verbonden zijn aan de onderliggende aandelen uit te oefenen overeenkomstig de voorkeuren van de schrijver van de put optie. De facto zou de schrijver van de put optie daarmee invloed kunnen hebben op de uitoefening van het stemrecht op de onderliggende aandelen.

Voorts is door enkele respondenten gevraagd of de houder van bepaalde cash settled instrumenten ook een stemmenbelang zou moeten melden.

Na een nadere beschouwing is besloten het melden van de stemmen te laten vervallen. Zoals in het algemene deel van de toelichting reeds uiteen is gezet zal de bank veelal als schrijver van bepaalde cash settled instrumenten de onderliggende aandelen hebben gekocht om haar eigen risico af te dekken. De bank kan genegen zijn de rechten die verbonden zijn aan het onderliggende aandeel uit te oefenen overeenkomstig de voorkeuren van de houder van bepaalde cash settled instrumenten. Dit hoeft niet in alle situaties het geval te zijn. Indien de rechten die verbonden zijn aan het onderliggende aandeel niet overeenkomstig de voorkeuren van de houder van bepaalde cash settled instrumenten worden uitgeoefend maar er wel een melding is gedaan van het stemmenbelang, zou dit kunnen leiden tot een vervuiling van het door de AFM beheerde register.

Daarnaast zou een melding van de stemmen in de praktijk tot gevolg kunnen hebben dat de houder van bepaalde cash settled instrumenten bij zijn wederpartij zal moeten nagaan of deze zijn positie heeft afgedekt, alvorens

over te kunnen gaan tot een melding van de stemmen. Dit zou kunnen leiden tot onevenredig omvangrijke administratieve lasten voor meldingsplichtigen, terwijl de toegevoegde waarde voor de transparantie minimaal is.

Door een enkele respondent zijn opmerkingen gemaakt over de voorgestelde termijn van vier weken om te voldoen aan de initiële meldingsplicht. In artikel II zijn overgangsregels opgenomen met betrekking tot de invoering van dit wetsvoorstel. Artikel II beoogt het door de AFM beheerde register zo spoedig mogelijk na de inwerkingtreding van dit wetsvoorstel juist en actueel te krijgen. In beginsel dient binnen vier weken te worden voldaan aan deze initiële meldingsplicht. Na het verstrijken van het overgangsrecht dient een ieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt, onverwijld een melding te doen aan de AFM. Voor een nadere toelichting hierop wordt verwezen naar het artikelsgewijze deel van deze memorie van toelichting.

Bruto shortposities

Het consultatiedocument "Voorstel wijziging Wft uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische long posities" bevatte een beknopte questionnaire over de vraag of het wenselijk is een wettelijke regeling te treffen die erin voorziet dat houders van substantiële zeggenschap en kapitaalbelangen of economische longposities ook gelijktijdig hun bruto shortposities openbaar dienen te maken. Een aantal respondenten steunde een wettelijke regeling in het kader van transparantie ten aanzien van bruto short posities. Een aantal respondenten pleitte voor een Europese aanpak. Vermeldenswaard is dat de Europese Commissie een consultatiedocument heeft gepubliceerd over de aanpassing van de richtlijn transparantie¹⁵ waarin wordt ingegaan op empty voting. Er worden hierin technische vragen gesteld over transparantie tussen de registratiedatum en de datum van de algemene vergadering. Het is vooralsnog onbekend of transparantieverplichtingen of andere maatregelen in het kader van empty voting deel zullen uitmaken van een mogelijke herziening van de richtlijn transparantie. Mede gelet hierop is in dit wetsvoorstel niet voorzien in een meldingsplicht voor bruto short posities.

ARTIKELSGEWIJS

Artikel I, onderdeel A (artikel 5:45 van de Wft)

In dit onderdeel wordt artikel 5:45 van de Wft gewijzigd. Het thans geldende artikel 5:45 van de Wft bevat verschillende manieren waarop de aandelen en/of stemmen waarover een ander beschikt aan een persoon worden toegerekend. Het gaat daarbij om situaties waarin aandelen of stemmen worden toegerekend aan een andere persoon dan degene die de aandelen en stemmen in juridische zin houdt. Artikel 5:45 van de Wft is van toepassing op alle meldingsplichten, waaronder de meldingsplichten uit de artikelen 5:38, eerste lid, en 5:39, eerste lid, van de Wft.

¹⁵ Consultation document on the modernisation of the Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market.

Op grond van het nieuw voorgestelde tiende lid wordt iemand geacht te beschikken over aandelen indien hij een financieel instrument houdt waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel a) of indien hij op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel b) of indien hij een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, vergelijkbare economische positie heeft (artikel 5:45, tiende lid, onderdeel c).

De voorgestelde meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten leidt ertoe dat naast aandelen en financiële instrumenten die een recht ter verwerving van een aandeel belichamen ook voornoemde instrumenten relevant zijn voor het bereiken, over- of onderschrijden van een drempelwaarde. Verrekening van long en short posities is onder de voorgestelde regeling niet toegestaan omdat dit afbreuk zou doen aan de beoogde transparantie.

Het tiende lid, onderdeel a, bepaalt dat iemand wordt geacht te beschikken over aandelen, indien hij een financieel instrument houdt waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b. Het gaat hierbij onder meer om contracts for difference en total equity return swaps. Zoals in het algemene deel van toelichting reeds uiteen is gezet, is het veelal de wederpartij van de houder van het financieel instrument (of een derde) die juridisch gerechtigd is tot de aandelen en de daaraan verbonden stemmen. Het gebruik van voornoemde financiële instrumenten kan echter tot gevolg hebben dat de houder van deze instrumenten invloed kan hebben op de uitoefening van de aan aandelen verbonden rechten. Daarnaast kunnen deze instrumenten de houder ervan onder omstandigheden in de gelegenheid stellen om, eenvoudiger dan zonder het instrument het geval zou zijn, een belang te verwerven in een uitgevende instelling. Hierbij kan worden gedacht aan de situatie waarin door de betrokken contractspartijen toch wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen ondanks dat door deze partijen geen recht op verwerving van een aandeel bij afwikkeling overeen is gekomen.

De toevoeging van "of daaraan verbonden uitkeringen" is noodzakelijk om tevens de situatie waarin de waardeinstijging van een financieel instrument niet alleen afhankelijk is van de waardeinstijging van de onderliggende aandelen maar ook van uitkeringen daarop onder het bereik van de voorgestelde meldingsplicht te brengen. Bij een total return equity swap is de betaling niet alleen gerelateerd aan de waardeinstijging van het onderliggende aandeel maar tevens aan de uitkeringen die verbonden zijn aan de onderliggende aandelen. Zonder de toevoeging "of daaraan verbonden uitkeringen" zouden total return equity swaps ten onrechte buiten de reikwijdte van de voorgestelde regeling vallen.

De zinsnede "waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen" is toegevoegd om te verduidelijken dat de waardeinstijging in sommige gevallen niet uitsluitend wordt bepaald door de

waardestijgingen van de betrokken onderliggende aandelen. De uiteindelijke waardestijging van het financiële instrument kan wel degelijk beïnvloed zijn door eventuele waardedalingen van de onderliggende aandelen. Het gaat erom dat er per saldo sprake is van een waardestijging. Daarnaast zal de waardestijging van een financieel instrument ten opzichte van de waardestijging van de onderliggende aandelen niet in alle gevallen één op één overeenkomen. De omvang van de meldingsplicht is afhankelijk van de mate waarin de koers van het financieel instrument reageert op de koers van de onderliggende aandelen. Door voornoemde toevoeging kan adequater inzicht worden geboden in het daadwerkelijke belang dat iemand houdt.

Indien een financieel instrument als bedoeld in artikel 5:45, tiende lid, van de Wft afloopt, valt dat onder het verliezen van beschikking over aandelen. Immers hierdoor wijzigt de teller waardoor er een meldingsplicht kan ontstaan. Ook in deze situaties dient de houder van een financieel instrument waarvan de waardestijging mede afhankelijk is van de waardestijging van de onderliggende aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te voldoen aan de meldingsplicht.

In onderdeel b is voorzien in een uitbreiding van de meldingsplicht voor degene die op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, te kopen. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het schrijven van put opties. Degene die een put optie schrijft gaat daarmee een afnameverplichting aan. Degene die een put optie schrijft heeft in beginsel niet de mogelijkheid invloed uit te oefenen op het beleid van de uitgevende instelling door uitoefening van de aan aandelen verbonden rechten. Echter bij het aflopen van het financieel instrument kan de schrijver verplicht worden tot afname van de aandelen, waarna ook de mogelijkheid bestaat invloed uit te oefenen op het beleid van de uitgevende instelling door uitoefening van de aan aandelen verbonden rechten. Daarnaast is het denkbaar dat de houder van de put optie genegen kan zijn de rechten die verbonden zijn aan de onderliggende aandelen uit te oefenen overeenkomstig de voorkeuren van de schrijver van de put optie. De facto zou de schrijver van de put optie daarmee invloed kunnen hebben op de uitoefening van het stemrecht op de onderliggende aandelen. De opname van onderdeel b wordt noodzakelijk geacht omdat anders de mogelijkheid zou bestaan dat de meldingsplicht zou kunnen worden omzeild door middel van het schrijven van een optie.

Met oog op de financiële innovatie is het denkbaar dat de meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 van de Wft zouden kunnen worden omzeild door gebruik te maken van andere constructies dan financiële instrumenten. Om dit te voorkomen en teneinde in internationaal verband niet uit de pas te lopen, wordt in onderdeel c een meldingsplicht voorgesteld voor degene die een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, vergelijkbare economische positie heeft. Met de formulering "met een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b vergelijkbare economische positie" worden die contracten bedoeld waarmee een economische long positie in een uitgevende instelling kan worden gecreëerd. Voor het begrip aandeel is een verwijzing opgenomen naar artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b van de Wft. Dit artikel bevat reeds een uitgebreide definitie van het begrip aandeel.

Artikel II (overgangsrecht)

In dit artikel zijn overgangsregels opgenomen met betrekking tot de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten. Met dit artikel wordt beoogd het door de AFM beheerde register van meldingen zo spoedig mogelijk na de inwerkingtreding van dit wetsvoorstel juist en actueel te krijgen.

In dit artikel is in het eerste lid, onderdeel a, de initiële meldingsplicht geregeld voor personen die op het tijdstip van inwerkingtreding van dit wetsvoorstel de beschikking hebben over tenminste drie procent van het kapitaal en daarvan niet eerder melding hebben gedaan aan de AFM. Dit betekent dat degenen die thans beschikken over minder dan drie procent van het kapitaal en door de inwerkingtreding van deze wet geen drempelwaarde bereiken of overschrijden niet onder deze initiële meldingsplicht vallen.

In dit artikel is in het eerste lid, onderdeel b, de initiële meldingsplicht geregeld voor personen die op het tijdstip van inwerkingtreding van dit wetsvoorstel de beschikking hebben over tenminste drie procent van het kapitaal en daarvan reeds eerder melding hebben gedaan aan de AFM. In het eerste lid, onderdeel b, is geregeld dat een initiële melding alleen dan hoeft te worden verricht indien door de inwerkingtreding van deze wet het aantal en de soort aandelen gewijzigd zijn ten opzichte van de laatst gedane melding.

In beginsel dient binnen vier weken te worden voldaan aan deze initiële meldingsplicht. Indien het belang van de betreffende meldingsplichtige binnen deze termijn wijzigt en hij op grond van andere in de Wft opgenomen artikelen een onverwijld melding heeft gedaan (bijvoorbeeld het bereiken, over- of onderschrijden van een meldingsplichtige drempelwaarde, zoals genoemd in de artikelen 5:38 en 5:39 van die wet), hoeft een melding op basis van het eerste lid niet meer plaats te vinden (tweede lid, tweede volzin). Hierdoor kan de meldingsplichtige in die situatie volstaan met slechts één (onverwijld) melding (in plaats van twee meldingen) en worden de met deze meldingen gemoeide administratieve lasten beperkt.

DE MINISTER VAN FINANCIËN,