

Aan de voorzitter en de leden
van de Vaste Commissie voor Financiën
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 200 18
2500 EA DEN HAAG

Amsterdam, 4 juli 2011

Ref: B2011.26

Betreft: Wetsvoorstel introductie meldingsplicht bepaalde cash settled instrumenten
(kamerstukken 32 783)

Geachte dames en heren,

Eumedion heeft met veel belangstelling kennis genomen van het wetsvoorstel tot wijziging van de wet op het financieel toezicht in verband met de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde cash settled instrumenten. De voorgestelde meldingsplicht leidt ertoe dat cash settled equity instrumenten samen met aandelen en rechten op aandelen, meetellen voor het over- en onderschrijden van een drempelwaarde die tot een meldingsplicht bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) leidt.

Eumedion steunt de introductie van de regeling en daarmee in hoofdlijnen het wetsvoorstel. Wel hebben wij enkele bezwaren tegen enkele onderdelen van het wetsvoorstel en de toelichting. Bovendien mist het wetsvoorstel enkele elementen. Het commentaar is hieronder uitgewerkt.

1. Belang van het wetsvoorstel

Met het wetsvoorstel wordt de potentiële problematiek van *hidden ownership*¹ aangepakt. Aan *hidden ownership* zijn verschillende nadelen verbonden voor de kapitaalmarkt in het algemeen en voor de beursvennootschap en haar aandeelhouders in het bijzonder. Ten eerste komt er geen

¹ De situatie dat het economisch belang dat een bepaalde partij in een beursvennootschap houdt groter is dan haar juridische belang in die vennootschap.

efficiënte prijsvorming tot stand, omdat de kapitaalmarkt geen volledige informatie heeft over de opbouw van bepaalde belangen. Ten tweede kan een partij heimelijk een groot economisch belang opbouwen en de vennootschap na verloop van tijd door een 'bliksemoverval' voor voldongen feiten plaatsen (bijvoorbeeld door vlak voor de stemregistratiedatum van de algemene vergadering het economisch belang 'om te zetten' in een juridisch belang). Ten derde kan een partij relatief goedkoop en eenvoudig een groot belang veilig stellen.

De regeling heeft het nadeel van nieuwe administratieve lasten voor beleggers, waaronder de deelnemers van Eumedion. Desondanks prevaleert voor Eumedion het belang van grotere transparantie over zeggenschapsverhoudingen en van een efficiënte prijsvorming, welke gemoed is met maatregelen tegen vormen van *hidden ownership*.

2. Gevolgen voor beleggen via mandjes of indexen onduidelijk

Nog niet duidelijk is wat de gevolgen van het wetsvoorstel zullen zijn voor economische long posities die worden gehouden door (indirect) te beleggen in mandjes of indexen van aandelen in beursvennootschappen. Dit is een groot gemis omdat veel institutionele beleggers mede vanuit kostenoverwegingen en risicospreiding een aanzienlijk deel van hun beleggingen op die wijze vormgeven.

De toelichting (p. 8) merkt hierover tamelijk summier op: "Het is aan de AFM om te bepalen onder welke omstandigheden een mandje of een index van aandelen onder de meldingsplicht valt." Eumedion meent dat duidelijkheid over de vraag of een belangrijke beleggingsconstructie wel of niet onder de regeling valt uit de wet zelf dan wel een algemene maatregel van bestuur ter uitvoering van de wet moet volgen. Eumedion is van mening dat indien het mandje of index is samengesteld aan de hand van een groot aantal aandelen, ervoor moet worden gekozen om dergelijke posities niet mee te tellen. Het monitoren van deze posities is voor institutionele beleggers zeer bewerkelijk, terwijl de *exposure* op het aandeel van de betreffende beursgenoteerde vennootschap in de regel gering is. De administratieve lasten zullen in dat geval de baten van transparantie overstijgen.

3. Calculatiemethode niet duidelijk geregeld

Het wetsvoorstel regelt *dat* bepaalde cash settlement instrumenten, leidende tot een economische long positie, meetellen voor de drempels voor openbaarmaking. In *welke mate* zij meetellen is echter niet geregeld. Het wetsvoorstel bepaalt niet welke calculatiemethode beleggers moeten hanteren voor het bepalen van de "met aandelen vergelijkbare waarde" van cash settled instrumenten.

Internationaal wordt er onderscheid gemaakt tussen de nominale calculatiemethode en de *delta-adjusted* calculatiemethode. De *delta adjusted* calculatiemethode geeft als beste weer wat het "met aandelen vergelijkbare economische effect" is van de cash settled opties, ongeacht het tijdstip en de koers. Ook is het risico op dubbele openbaarmakingen van dezelfde aandelenpositie kleiner bij de *delta-adjusted* methode dan bij de nominale methode.

Eumedion beveelt aan bij of krachtens de wet duidelijk te maken welke calculatiemethode moet worden gehanteerd zodat voor beleggers duidelijk wordt wanneer zij wel of niet een meldingsdrempel over- of onderschrijden. Eumedion heeft daarbij een initiële voorkeur voor de *delta adjusted* methode.

Wij gaan ervan uit dat ook de regering een voorkeur heeft voor deze *delta adjusted* methode, gelet op de passage op pagina 12 van de toelichting: "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". Wij zouden u willen aanbevelen aan de regering te vragen of deze waarneming juist is en zo ja, om dit in het wetsvoorstel expliciet te maken en of dan ook niet moet worden bekeken deze methode van toepassing te laten zijn op de melding van callopties; financiële instrumenten die nu reeds onder de meldingsplicht vallen.

4. Specificatie van de melding

Eumedion deelt de in het wetsvoorstel gekozen benadering dat de meldingsplicht zich dient uit te strekken tot alle geaggregeerde combinaties van economische en juridische belangen voor zover een wettelijke meldingsgrens wordt over- of overschreden.

Eumedion meent dat de regeling verder aan kracht wint als daarnaast door de melder op het meldingsformulier een splitsing moet worden gemaakt in de soorten financiële instrumenten die deze partij houdt. Deze splitsing zou ook te zien moeten zijn in het openbare register van de AFM; het online register 'substantiële deelnemingen'. De toelichting geeft er geen blijk van dat dit de bedoeling is, maar vermeldt op pagina 9 uitsluitend dat het "aan de AFM is om het meldingsformulier vast te stellen". Eumedion meent dat het wenselijk dat in het verdere parlementaire proces een beleidsmatig standpunt wordt ingenomen over de specificatie van de melding, welke de AFM vervolgens in een meldingsformulier verder kan uitwerken.

5. Uitbreiding wetsvoorstel gewenst: maatregelen tegen hidden ownership in overnamesituaties

Eumedion heeft de voorkeur om een 'compleet' wetsvoorstel te hebben om *hidden ownership* tegen te gaan. Om dit te bereiken dienen er daarom bij voorkeur twee specifieke maatregelen

tegen *hidden ownership* in overnamesituaties aan het wetsvoorstel te worden te worden toegevoegd. Het betreft het volgende:

- De grens voor het zgn. verplichte bod (30 procent van de stemrechten) wordt nu alleen berekend aan de hand van stemrechten. Derivaten als cash settled equity swaps en cash settled opties worden derhalve niet meegerekend. Overwogen dient te worden om deze constructies in de berekening van de verplicht bod grens te betrekken, aangezien het kan voorkomen dat de partij die de onderliggende aandelen houdt zich schikt naar het stemgedrag van de wederpartij.
- Een partij kan worden vrijgesteld van de verplicht bodregeling indien hij de controle verwerft als gevolg van een vrijwillig bod. Nederland kent niet de additionele voorwaarde om het vrijwillige bod tegen een billijke prijs uit te brengen om voor de vrijstelling in aanmerking te komen. Overwogen dient te worden om een dergelijke voorwaarde te introduceren. In Duitsland is de vrijstelling wel al voorwaardelijk van een billijke prijs. In 2009 heeft het ministerie van Financiën al aangekondigd dit te zullen regelen.² Tot op heden is er geen concrete wettelijke regeling bekend gemaakt.

Wij zijn uiteraard beschikbaar om deze brief desgewenst nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers (e-mail: wouter.kuijpers@eumedion.nl, tel. 020 708 5882).

Met vriendelijke groet,



Riens Abma
Directeur

² Kamerstukken II 2008/09, 31 083, nr. 33.