

DE TRANSPARANTIELACUNE GEDICHT?

*Een kritische beschouwing van de meldingsplichten
uit de short selling-Verordening
en het wetsvoorstel Corporate Governance*

Masterscriptie Ondernemingsrecht aan de Zuidas

**Vrije Universiteit Amsterdam
Faculteit der Rechtsgeleerdheid**

Student: Stefan Wissing
Studentnummer: 2079437
Datum: 27 augustus 2012

Scriptiebegeleider: prof. dr. A.F. Verdam
Tweede beoordelaar: prof. dr. W.J.M. van Veen

In the kingdom of glass everything is transparent, and there is no place to hide a dark heart.

– Vera Nazarian, *The Perpetual Calendar of Inspiration*

Inhoudsopgave

Lijst van gebruikte afkortingen en verkorte aanduidingen.....	IX
Inleiding	1
1 Meldingsplichten voor beleggers in Nederland.....	3
1.1 Achtergrond	3
1.1.1 Van Wmz naar Wft.....	3
1.1.2 Doelstelling van de meldingsplichten in de Wft.....	3
1.1.2.1 Doelstellingen op Europees niveau.....	3
1.1.2.2 Doelstellingen op nationaal niveau.....	4
1.1.2.3 Conclusie: accentverschuiving van efficiëntere effectenmarkten naar verbeterde <i>corporate governance</i>	6
1.2 De verschillende meldingsplichten in de Wft voor personen die beschikken over aandelen en/of stemrechten in uitgevende instellingen	6
1.2.1 Meldingsplichten bij verkrijging of verlies van beschikking over aandelen, stemmen of prioriteitsaandelen.....	7
1.2.2 Aanvullende meldingsplicht voor bestuurders en commissarissen bij (wijzigingen in) beschikking over aandelen of stemmen	8
1.2.3 Meldingsplicht bij noemerwijzigingen	9
1.2.4 Meldingsplichten in twee bijzondere situaties.....	10
1.2.5 Periodieke meldingsplicht bij gewijzigde samenstelling kapitaalbelang of stemmen.....	11
1.3 Beschikken over aandelen en/of stemrechten in uitgevende instellingen nader beschouwd.....	11
1.3.1 Wanneer is sprake van een uitgevende instelling?	12
1.3.2 Wat heeft te gelden als aandelen en stemmen?.....	13
1.3.3 Wie beschikt of wordt geacht te beschikken over aandelen en stemmen?	13

1.3.4	Wie zijn vrijgesteld van de meldingsverplichtingen?.....	15
1.3.5	Wie valt onder het verlichte meldingsregime?	16
1.4	Tijdstip, wijze en registratie van meldingen	17
1.4.1	Tijdstip van ontstaan van de meldingsplicht.....	17
1.4.2	Termijn waarbinnen gemeld moet worden	18
1.4.3	Wijze van melden en te verstrekken gegevens	20
1.4.4	Registratie van meldingen door de AFM.....	21
1.5	Handhaving van de meldingsplichten.....	23
2	De <i>short selling</i>-Verordening: melding netto shortposities	26
2.1	Inleiding	26
2.2	Terminologie: shortposities, <i>short selling</i> en <i>empty voting</i>	27
2.3	Achtergrond van de <i>short selling</i> -Verordening	29
2.4	Tweeledige meldingsplicht bij aanmerkelijke netto shortposities	30
2.5	Bepaling van de netto shortpositie.....	31
2.5.1	(Bruto) shortposities.....	31
2.5.2	(Bruto) longposities	33
2.5.3	Berekening netto shortpositie: tijdstip positiebepaling.....	34
2.5.4	Berekening netto shortpositie: delta gecorrigeerde posities	35
2.5.5	Voorbeeld van bepaling netto shortpositie	36
2.6	Aggregatie in groepsverband en bij fondsbeheerders.....	36
2.6.1	Aggregatie in groepsverband	37
2.6.2	Aggregatie bij fondsbeheerders	38
2.7	Vrijstelling van de meldingsplicht voor <i>marketmakers</i>	38
2.8	Termijn voor en wijze van melding	39
2.9	Handhaving meldingsplicht netto shortposities	40
3	Het (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance	41
3.1	Achtergrond (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance	41
3.2	Inhoud (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance	42

3.3	Verlaging drempel meldingen zeggenschap en kapitaalbelang	43
3.3.1	Nieuwe meldingsdrempel bij 3% van de aandelen en/of stemmen	43
3.3.2	Onderbouwing verlaging eerste meldingsdrempel in algemene zin	44
3.3.3	Onderbouwing verlaging eerste meldingsdrempel naar 3%	46
3.3.3.1	Eerste meldingsdrempel van 3% is niet internationaal gebruikelijk.....	46
3.3.3.2	Aansluiting zoeken bij geografisch omringende landen?	47
3.3.3.3	Ondeugdelijke kosten-baten-analyse	49
3.3.3.4	Wél deugdelijke onderbouwing voor een verlaging naar 3%	53
3.3.4	De meldingsdrempel van 3% in het licht van de vrijstellingen van artikel 5:46 Wft en het verlichte meldingsregime van artikel 5:47 Wft	56
3.3.4.1	Aanpassing vrijstellingen artikel 5:46 Wft aan nieuwe meldingsdrempel van 3%	56
3.3.4.2	Benodigde aanpassing verlicht meldingsregime artikel 5:47 Wft aan nieuwe meldingsdrempel van 3%	56
3.3.4.3	Voorgestelde aanpassing wetsvoorstel Corporate Governance	58
3.3.5	Niet overgenomen: meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf 3%	58
3.3.5.1	Ondeugdelijke argumentatie kabinet tegen meldingsplicht bij elk procentpunt	59
3.3.5.2	Kosten-baten-analyse met betrekking tot meldingsplicht bij elk procentpunt	59
3.4	Verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities	64
3.4.1	Achtergrond meldingsplicht substantiële bruto shortposities	64
3.4.2	Meldingsplicht substantiële bruto shortposities naast meldingsplicht aanmerkelijke netto shortposities.....	65
3.4.3	Vormgeving meldingsplicht substantiële bruto shortposities	66
3.4.4	Enkele kritische kanttekeningen bij voorgestelde meldingsplicht substantiële bruto shortposities	67
3.4.4.1	Te beperkte reikwijdte meldingsplicht.....	68
3.4.4.2	Berekening omvang shortpositie.....	69
3.4.4.3	Toerekeningsregels en vrijstellingen niet van toepassing.....	70
3.4.4.4	Geen initiële meldingsplicht bij beursgang.....	71

3.4.4.5	Afwijkend handhavingsinstrumentarium.....	72
3.4.5	Conclusie ten aanzien van voorgestelde meldingsplicht substantiële bruto shortposities.....	73
3.5	Verhoging (maximale) drempel agenderingsrecht.....	73
3.5.1	Huidige regeling van het agenderingsrecht en de achtergrond daarvan	73
3.5.2	Voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel	75
3.5.3	Een kritische beschouwing van de aangevoerde argumenten voor verhoging van de agenderingsdrempel	76
3.5.3.1	Nevenargument 1: aansluiting bij de eerste meldingsdrempel voor zeggenschapsmeldingen.....	77
3.5.3.2	Nevenargument 2: internationaal meer in de pas gaan lopen	77
3.5.3.3	Hoofddargument: voorkomen herhaling negatieve ervaringen activistische aandeelhouders.....	81
3.5.3.4	Conclusies ten aanzien van de aangevoerde argumenten voor verhoging van de agenderingsdrempel	86
3.6	(Vervallen) meldingsplicht met betrekking tot bezwaren tegen de strategie van de uitgevende instelling.....	87
3.6.1	De strategiemelding in het oorspronkelijke wetsvoorstel.....	88
3.6.1.1	Ontstaan meldingsplicht, termijn & wijze van melden en melden gewijzigde standpunten.....	89
3.6.1.2	Strategie van de uitgevende instelling en vermelding op website	89
3.6.1.3	Inhoud strategiemelding.....	90
3.6.1.4	Handhaving strategiemeldingsplicht.....	90
3.6.2	Kritiek op de voorgestelde strategiemeldingsplicht.....	91
3.6.2.1	Kritiek op vormgeving regeling: <i>pro forma</i> -bezwaren & weinigzeggende meldingen	92
3.6.2.2	Beoogde doelstellingen worden niet bereikt met voorgestelde regeling	93
3.6.3	Intentiemeldingsplicht in de Verenigde Staten.....	94
3.6.3.1	Ontstaan meldingsplicht.....	95
3.6.3.2	Inhoud intentiemelding	95

3.6.3.3	Termijn voor melding intenties.....	98
3.6.3.4	Wijze van melding en openbaarmaking.....	98
3.6.3.5	Gewijzigde intenties.....	98
3.6.3.6	Sanctionering overtredingen.....	98
3.6.4	Intentiemeldingsplicht in Duitsland.....	100
3.6.4.1	Ontstaan meldingsplicht.....	100
3.6.4.2	Inhoud intentiemelding.....	101
3.6.4.3	Termijn voor melding.....	102
3.6.4.4	Wijze van melding en openbaarmaking.....	102
3.6.4.5	Gewijzigde intenties.....	102
3.6.4.6	Sanctionering overtredingen.....	102
3.6.5	Rechtsvergelijking: overeenkomsten en verschillen tussen de voorgestelde Nederlandse regeling en de bestaande regelingen in de VS en Duitsland.....	103
3.6.6	Wettelijke responstijd als alternatief voor een intentiemeldingsplicht?	104
3.6.7	Afsluiting: tweede kans voor de intentiemelding.....	106
4	Overgangsrecht in het wetsvoorstel Corporate Governance met betrekking tot meldingsplichten	108
4.1	Overgangsregeling voor nieuwe eerste meldingsdrempel.....	108
4.1.1	Inhoud overgangsregeling.....	108
4.1.2	Twee tekortkomingen in voorgestelde overgangsregeling: onjuiste term & ontbrekende verwijzing naar vrijstellingen en verlicht regime	109
4.2	Ontbrekende overgangsregeling voor meldingsplicht substantiële bruto shortposities: geen initiële meldingsplicht voor bestaande shortposities	109
4.2.1	Achtergrond overgangsregeling voor nieuwe eerste meldingsdrempel.....	110
4.2.2	Wenselijkheid overgangsregeling voor nieuwe meldingsplicht substantiële bruto shortposities.....	110
4.2.3	Voorstel voor een overgangsregeling voor nieuwe meldingsplicht substantiële bruto shortposities.....	112

4.3	Handhaving van de overgangsregeling uit het wetsvoorstel Corporate Governance	113
4.3.1	Strafrechtelijke handhaving niet mogelijk	113
4.3.2	Bestuursrechtelijke handhaving niet mogelijk.....	114
4.3.3	Civielrechtelijke handhaving beperkt mogelijk	115
4.3.4	Conclusie: lacune in handhavingsinstrumentarium	115
4.3.5	Een voorstel tot herstel van de handhavingslacune	116
	Conclusie.....	117
	Literatuur	123

Lijst van gebruikte afkortingen en verkorte aanduidingen

Aandeelhoudersrichtlijn	Richtlijn 2007/36/EG (<i>PbEU</i> 2007, L 184/17)
AFM	Autoriteit Financiële Markten
AMvB	algemene maatregel van bestuur
Awb	Algemene wet bestuursrecht
BW	Burgerlijk Wetboek
CESR	Committee of European Securities Regulators
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESME	European Securities Markets Expert Group
EUR	euro
Exchange Act	Securities Exchange Act of 1934 (VS)
HR	Hoge Raad
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
Meldingsrichtlijn	Richtlijn 88/627/EEG (<i>PbEG</i> 1988, L 348/62)
mln.	miljoen
Monitoring Commissie	Monitoring Commissie Corporate Governance Code
NLG	Nederlandse gulden
NV	naamloze vennootschap
p.	pagina
par.	paragraaf
PbEG	Publicatieblad van de Europese Gemeenschap
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie
Rb.	rechtbank
resp.	respectievelijk
r.o.	rechtsoverweging
<i>short selling</i> -Verordening	Verordening (EU) nr. 236/2012 (<i>PbEU</i> 2012, L 86/1)
Transparantierichtlijn	Richtlijn 2004/109/EG (<i>PbEU</i> 2004, L 390/38)
USD	US Dollars
vgl.	vergelijk
WED	Wet op de economische delicten
Wft	Wet op het financieel toezicht
Wmz	Wet melding zeggenschap
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz (D)

Inleiding

De afgelopen jaren zijn turbulente jaren geweest voor beleggers en uitgevende instellingen. *Hedge funds* en andere activistische aandeelhouders grepen nieuw verworven aandeelhoudersrechten – zoals het agenderingsrecht – aan om sterker dan voorheen hun stempel te drukken op de strategie en financieringsstructuur van de vennootschap. In een aantal gevallen heeft dit geleid tot hevige conflicten tussen deze activistische aandeelhouders en (het bestuur van) de vennootschap. Denk alleen al aan de conflicten bij Stork, ASM International en ABN AMRO. Daarbij werden de verhoudingen vaak direct op scherp gezet: de uitgevende instellingen raakten vaak pas in een zodanig laat stadium op de hoogte van de zienswijze en plannen van de activistische aandeelhouder(s), dat het bestuur daardoor werd verrast en direct in een verdedigende rol werd gedrukt. Dat met name *hedge funds* daarbij ook nog eens gebruik maken van technieken als *empty voting* en *hidden ownership* om het economische belang en de juridische eigendom van aandelen te splitsen,¹ maakt het geheel er niet transparanter op voor beleggers en uitgevende instellingen. Raaijmakers spreekt in dat verband met recht van een ‘transparantielacune’.²

Met de financiële crisis en de daarop volgende forse koersdalingen, werden beleggers, uitgevende instellingen en toezichthouders daarnaast geconfronteerd met marktpartijen die op grote schaal gingen speculeren op koersdalingen door het innemen van (netto) shortposities. Daarbij hadden noch de toezichthouder, noch uitgevende instellingen en beleggers, zicht op de omvang waarin shortposities werden ingenomen en door welke partijen dit gebeurde. Ook hier dus een gebrek aan transparantie, met verhoogde risico’s op marktmisbruik, neerwaartse koersspiraal en financiële instabiliteit tot gevolg.

Tegen deze achtergrond is in Nederland het wetsvoorstel Corporate Governance³ en op Europees niveau de *short selling*-Verordening⁴ tot stand gekomen, met daarin

¹ Zie daarover onder meer Hu & Black 2006.

² Raaijmakers 2007, p. 72.

³ *Kamerstukken II* 2008/09-2011/12, 32 014, nr. 1-34 en *Kamerstukken I* 2011/12, 32 014, nr. A.

aanvullende meldingsplichten voor beleggers. Deze nieuwe meldingsplichten staan centraal in deze scriptie, waarbij kritisch wordt gekeken naar de onderbouwing en de vormgeving van de meldingsplichten.

De scriptie is als volgt opgebouwd. Hoofdstuk 1 bevat een beschrijving van de meldingsplichten voor beleggers zoals die thans zijn opgenomen in hoofdstuk 5.3 Wft. Hoofdstuk 2 staat in het teken van de *short selling*-Verordening en dan in het bijzonder de daarin vervatte verplichting tot het melden van aanmerkelijke netto shortposities. In hoofdstuk 3 wordt vervolgens gekeken naar het wetsvoorstel Corporate Governance zoals dat op 5 juli 2012 door de Tweede Kamer is aangenomen. Nadat een schets van de achtergrond van dit wetsvoorstel is gegeven, volgt een kritische bespreking van een aantal onderdelen uit het wetsvoorstel, mede in het licht van vergelijkbare regelingen in het buitenland. De 3%-meldingsdrempel, de meldingsplicht voor substantiële bruto shortposities, de verhoging van de (maximale) agenderingsdrempel naar 3%, en de inmiddels uit het wetsvoorstel geschrapte strategiemeldingsplicht, passeren daarbij de revue. Tot slot bevat hoofdstuk 4 een kritische beschouwing van het overgangsrecht uit het wetsvoorstel Corporate Governance.

Het onderzoek voor deze scriptie is afgesloten op 1 augustus 2012.

⁴ Verordening (EU) nr. 236/2012 (*PbEU* 2012, L 86/1).

1 Meldingsplichten voor beleggers in Nederland

1.1 Achtergrond

1.1.1 Van Wmz naar Wft

Ter implementatie van de Europese Meldingsrichtlijn, kwam in 1991 de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Wmz 1991) tot stand. Met de inwerkingtreding van deze wet op 1 februari 1992, kwamen meldingsplichten te rusten op personen die de beschikking krijgen of verliezen over een aandelenpakket van een bepaalde omvang in een ter beurze genoteerde vennootschap.

De Wmz 1991 is nadien tweemaal vervangen: eerst door de Wmz 1996, daarna door de Wmz 2006.⁵ De Wmz 2006 strekte deels tot implementatie van de Europese Transparantierichtlijn. De Wmz 2006 was een kort leven beschoren: op 1 november 2006 trad de wet in werking,⁶ op 1 januari 2007 werd de wet weer ingetrokken⁷ en werden de meldingsplichten opgenomen in hoofdstuk 5.3 van de Wft.⁸

1.1.2 Doel van de meldingsplichten voor aandeelhouders in de Wft

1.1.2.1 Doelstellingen op Europees niveau

De in afdeling 5.3.3 Wft opgenomen regels voor het melden van (wijzigingen in) zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen, zijn in belangrijke mate afkomstig uit de Transparantierichtlijn. Over het doel van deze meldingsplichten uit de Transparantierichtlijn, werd door de Europese Commissie het volgende opgemerkt:

⁵ Hoewel de afkorting 'Wmz' is gebleven, is de citeertitel veranderd ten opzichte van de Wmz 1991 en Wmz 1996. De volledige citeertitel van de Wmz 2006 is 'Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen' en niet langer 'Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen'.

⁶ *Stb.* 2006, 399. Enkele bepalingen van de Wmz 2006 (in het bijzonder de meldingsverplichtingen voor de uitgevende instelling vervat in artikelen 2 t/m 4 Wmz 2006), traden reeds op 1 oktober 2006 in werking.

⁷ Artikel 178 van de Invoerings- en aanpassingswet Wet op het financieel toezicht (*Stb.* 2006, 605), in werking getreden op 1 januari 2007 (*Stb.* 2006, 664).

⁸ Bij deze incorporatie is de inhoud van de meldingsplichten ongewijzigd overgenomen. De parlementaire geschiedenis bij de Wmz 2006 blijft daarom van belang voor de uitleg van de meldingsplichten in de Wft.

“The Transparency Directive obligations on information about major holdings of voting rights have a dual objective: on the one hand, they provide the market with information about significant transactions and trends, therefore contributing to making informed investment decisions, to the prevention of market abuse and ultimately to market efficiency; on the other hand, they facilitate the identification of major shareholders for company law or, more recently, corporate governance purposes.”⁹

Deze tweeledige doelstelling – verbeterde marktefficiëntie én verbeterde *corporate governance* – is echter niet van meet af aan gehanteerd op Europees niveau. Zo werd in de Meldingsrichtlijn van 1988 nog enkel gesproken over bescherming van beleggers in het algemeen en een efficiëntere werking van de effectenmarkten als doelstelling van de zeggenschapsmeldingen.¹⁰ Pas sinds enkele jaren zijn in de stukken van de EU-instellingen overwegingen te vinden, die de meldingsplichten voor aandeelhouders expliciet koppelen aan *corporate governance*-doelstellingen.

1.1.2.2 Doelstellingen op nationaal niveau

Ook de Nederlandse wetgever gaf bij de totstandkoming van de Wmz 1991 aan dat met de meldingsplichten primair beoogd wordt de transparantie van de effectenmarkten te bevorderen, door inzicht te verschaffen in (marktbevingen in) zeggenschaps- en kapitaalbelangen. Deze toegenomen transparantie zou de efficiënte werking van deze markten, alsmede de bescherming van beleggers, ten goede komen.¹¹

Op aandringen van de Tweede Kamer, voegde de regering daar aan toe dat de Wmz 1991 weliswaar primair beoogt om de *belangen van de beleggers* op de effectenmarkt te beschermen door een vergroting van de transparantie, doch dat de Wmz 1991 *de facto* tevens strekt tot de bescherming van *andere belangen*, waaronder het belang van de vennootschap en de belangen van kapitaalverschaffers en werknemers.¹² De bevordering van de transparantie van de effectenmarkt heeft directe gevolgen (en is dus van belang)

⁹ Europese Commissie 2010, p. 15. Onderstrepingen toegevoegd. Zie voor een uitgebreide analyse van deze tweeledige doelstelling: Schouten 2009, p. 131-158.

¹⁰ Overweging 1 van de Meldingsrichtlijn. Zie ook *Kamerstukken II* 2002/03, 28 985, nr. 3, p. 1.

¹¹ *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 2. Ook in de parlementaire geschiedenis van de Wmz 1996, de Wmz 2006 en Hoofdstuk 5.3 van de Wft, is deze doelstelling terug te vinden. Zie *Kamerstukken II* 1995/96, 24 626, nr. 3, p. 3 (Wmz 1996), *Kamerstukken II* 2002/03, 28 985, nr. 3, p. 1 (Wmz 2006) en *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 17, p. 332 (Hoofdstuk 5.3 Wft).

¹² *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 5, p. 2 en *Kamerstukken II* 1990/91, 21 492, nr. 8, p. 1-2.

voor de vennootschap en alle hierbij betrokkenen en dus niet voor beleggers alleen, aldus de regering.¹³ In dat verband sprak de regering de hoop uit dat de extra transparantie door het inzicht in stemrechten en kapitaalbelangen van grootaandeelhouders, ook zou bijdragen aan een afname van beschermingsconstructies in de statuten van beursvennootschappen, dan wel ertoe zou bijdragen dat overnames van beursvennootschappen zich meer in de openbaarheid gaan afspelen.¹⁴

In het kader van de totstandkoming van de Wmz 2006, werd door de regering nader aangeduid welke gevolgen een vergrote transparantie van de zeggenschaps- en kapitaalverhoudingen heeft en hoe extra transparantie bijdraagt aan een efficiëntere werking van de effectenmarkten:

“De door de richtlijn melding zeggenschap en de Wmz 1996 vergrote transparantie in de zeggenschap en kapitaalverhoudingen in beursvennootschappen betekent dat partijen die actief zijn op de effectenmarkten (niet alleen beleggers, maar ook vennootschappen en andere partijen) onder meer inzicht krijgen in de mate waarin de aandelen in een bepaalde vennootschap vrij verhandelbaar zijn en in het bestaan van concentraties van aandelen of stemmen alsmede belangenverstrengelingen. Daarenboven worden ontwikkelingen in de zeggenschap en de kapitaalbelangen in vennootschappen zichtbaar voor deze partijen. Door deze toegevoegde informatie zijn zij in staat om beter geïnformeerd en onderbouwd een beoordeling te maken van de effecten waarin zij mogelijk transacties willen verrichten. Op deze wijze draagt de vergrote transparantie bij aan een verbetering van de werking van de effectenmarkten.”¹⁵

Daar werd aan toegevoegd dat de meldingsplichten voor aandeelhouders niet enkel de werking van de effectenmarkten verbeteren, maar tevens een bijdrage leveren aan de gewenste *corporate governance*.¹⁶

Deze bijdrage aan de gewenste *corporate governance* door meldingsplichten voor aandeelhouders, komt ook heel nadrukkelijk terug in het thans aanhangige wetsvoorstel

¹³ *Handelingen II* 1990/91, 79, p. 4458.

¹⁴ *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 2. Vgl. *Handelingen II* 1990/91, 79, p. 4452, waar door de Partij van de Arbeid wordt opgemerkt dat de meldingsplichten naar verwachting zullen bijdragen aan het vroegtijdig signaleren en tegengaan van een sluipende overval / vijandig overnamebod.

¹⁵ *Kamerstukken II* 2002/03, 28 985, nr. 3, p. 2. Zie ook *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 6.

¹⁶ *Kamerstukken II* 2003/04, 28 985, nr. 5, p. 3.

Corporate Governance. Dit wetsvoorstel komt in hoofdstuk 3 en 4 nog uitgebreid ter sprake. Hier kan worden volstaan met de opmerking dat de in dit wetsvoorstel opgenomen verscherping van de meldingsplicht voor aandeelhouders, primair wordt gerechtvaardigd met het argument dat door deze meldingsplichten het bestuur van een beursvennootschap weet wie haar grotere aandeelhouders zijn en gericht met hen kan communiceren.¹⁷

1.1.2.3 Conclusie: accentverschuiving van efficiëntere effectenmarkten naar verbeterde corporate governance

Uit het voorgaande blijkt dat zowel op nationaal als op Europees niveau, de afgelopen twee decennia een accentverschuiving zichtbaar is in hetgeen met de meldingsplichten voor aandeelhouders beoogd wordt.

Bij de totstandkoming van de Meldingsrichtlijn en de Wmz 1991 lag de focus op verbetering van de werking van de effectenmarkten en bescherming van beleggers in het algemeen. Bescherming van de belangen van de vennootschap (het bestuur) en de aandeelhouders in de vennootschap, vormde hooguit een nevensdoel, een mooie bijkomstigheid.

Met de toegenomen aandacht voor *corporate governance*, is ook bij de meldingsplichten voor aandeelhouders de nadruk sterker komen te liggen op de gunstige effecten daarvan op de *corporate governance*. Daarmee is de bescherming van de belangen van de vennootschap (het bestuur) en de aandeelhouders in de vennootschap meer centraal komen te staan.

1.2 De verschillende meldingsplichten in de Wft voor personen die beschikken over aandelen en/of stemrechten in uitgevende instellingen

Hoofdstuk 5.3 van de Wft bevat een groot aantal meldingsplichten voor verschillende categorieën van personen. Hieronder worden de verschillende meldingsplichten

¹⁷ *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 7.* Zie ook *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 1*, waar wordt opgemerkt dat het wetsvoorstel (waaronder de voorgestelde verscherping van de meldingsplicht voor aandeelhouders) gericht is op een versterking van het Nederlandse systeem van *corporate governance*.

besproken waar personen die beschikken over aandelen en/of stemrechten in uitgevende instellingen, mee te maken kunnen krijgen.

1.2.1 Meldingsplichten bij verkrijging of verlies van beschikking over aandelen, stemmen of prioriteitsaandelen¹⁸

In afdeling 5.3.3 Wft is een aantal meldingsplichten opgenomen voor aandeelhouders en (andere) stemgerechtigden die de beschikking krijgen of verliezen over (i) een kapitaalbelang van een zekere omvang, (ii) een bepaalde mate van zeggenschap, en/of (iii) prioriteitsaandelen.

Een verplichting tot onverwijlde melding aan de AFM rust op een ieder die:

- i. de beschikking krijgt of verliest over aandelen van een uitgevende instelling, waardoor naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal waarover hij beschikt de waarde van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% of 95% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt;¹⁹
- ii. de beschikking krijgt of verliest over stemmen in een uitgevende instelling, waardoor naar hij weet of behoort te weten, het percentage van de stemmen waarover hij beschikt de waarde van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% of 95% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt;²⁰
- iii. de beschikking krijgt of verliest over één of meer aandelen met een bijzonder statutair recht inzake de zeggenschap in een uitgevende instelling.²¹

De meldingsplichten onder i. en ii. geven – samen met de nog te bespreken meldingsplicht uit artikel 5:48 Wft – aanleiding tot het overgrote merendeel van de

¹⁸ De term ‘prioriteitsaandelen’ wordt hier gebruikt ter aanduiding van aandelen waaraan de statuten bijzondere zeggenschapsrechten verbinden. Vgl. Van Schilfgaarde/Winter 2009, p. 140.

¹⁹ Artikel 5:38, eerste en derde lid Wft. De in het derde lid genoemde percentages worden ook wel aangeduid als drempelwaarden.

²⁰ Artikel 5:38, tweede en derde lid Wft.

²¹ Artikel 5:40 Wft. Aan deze meldingsplicht is voldaan als terzake van dezelfde verkrijging of hetzelfde verlies reeds een melding is gedaan op grond van artikel 5:38, eerste lid Wft, aldus artikel 5:40, tweede volzin Wft. Verkrijgt een persoon bijvoorbeeld prioriteitsaandelen en vormen deze tezamen 10% van het geplaatste kapitaal van de uitgevende instelling, dan rust op deze aandeelhouder dus in beginsel een dubbele meldingsplicht. Maakt de aandeelhouder op grond van artikel 5:38, eerste lid Wft onverwijld melding aan de AFM van de verkrijging, dan heeft hij daarmee ook voldaan aan zijn meldingsplicht onder 5:40 Wft. Maakt de aandeelhouder daarentegen enkel op grond van artikel 5:40 Wft melding van de verkrijging, dan heeft hij daarmee nog niet voldaan aan zijn meldingsplicht onder artikel 5:38, eerste lid Wft. Verzuimt de aandeelhouder in het geheel om melding te maken van de verkrijging, dan heeft hij niet voldaan aan zowel artikel 5:38, eerste lid Wft als artikel 5:40 Wft.

meldingen bij de AFM. Dat aandeel zal nog verder toenemen, als het wetsvoorstel Corporate Governance inwerking treedt. Dit wetsvoorstel voegt aan de meldingsplichten onder i. en ii. een extra drempelwaarde van drie procent toe.²²

1.2.2 Aanvullende meldingsplicht voor bestuurders en commissarissen bij (wijzigingen in) beschikking over aandelen of stemmen

Een aanvullende meldingsplicht geldt voor een bijzondere categorie van aandeelhouders: artikel 5:48 Wft legt een meldingsplicht op aan bestuurders en commissarissen van NV's waarvan (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt. In tegenstelling tot 'gewone' aandeelhouders en 'gewone' stemgerechtigden, moeten deze bestuurders en commissarissen melding maken van *elk* aandeel en *elke* stem in de (gelieerde) uitgevende instelling²³ waarover zij beschikken, alsmede *elke* wijziging daarin.^{24, 25} Aangezien optie- en/of aandeelpakketten vaak deel uitmaken van het beloningspakket van bestuurders van beursvennootschappen, zal het geen verbazing wekken dat een behoorlijk aandeel van de meldingen die de AFM jaarlijks ontvangt voortkomt uit deze meldingsplicht voor bestuurders en commissarissen.²⁶

²² Deze voorgestelde wijziging wordt in meer detail besproken in hoofdstuk 3.

²³ De uitgevende instelling is de NV waarvan de meldingsplichtige bestuurder of commissaris is. Blijkens artikel 5:48, tweede lid Wft is een gelieerde uitgevende instelling een andere naamloze vennootschap naar Nederlands recht waarvan de (certificaten van) aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, en a) waarmee de uitgevende instelling in een groep is verbonden of waarin de uitgevende instelling een deelneming heeft en waarvan de meest recent vastgestelde omzet ten minste tien procent van de geconsolideerde omzet van de uitgevende instelling bedraagt, of b) die rechtstreeks of middellijk meer dan 25% van het kapitaal van de uitgevende instelling verschaft. Anders dan Grundmann-van de Krol zou ik menen dat het vereiste dat de meest recent vastgestelde omzet ten minste tien procent van de geconsolideerde omzet van de uitgevende instelling dient te bedragen, terugslaat op zowel de situatie dat de uitgevende instelling een deelneming in de NV heeft, als de situatie dat de uitgevende instelling en de NV in een groep verbonden zijn. De door Grundmann-van de Krol gemaakte driedeling (Grundmann-van de Krol 2010, p. 409) strookt niet met de tweedeling in artikel 5:48, tweede lid Wft.

²⁴ Artikel 5:48, derde lid Wft bevat de meldingsplicht voor nieuw aangewezen of benoemde bestuurders en commissarissen. Artikel 5:48, zesde en zevende lid Wft bevat de meldingsplichten in geval van wijzigingen in het kapitaalbelang en/of stemrecht. Artikel 5:48, vierde en vijfde lid Wft bevat meldingsplichten voor zittende bestuurders en commissarissen van een naamloze vennootschap die een uitgevende instelling wordt. Het is mogelijk dat de bestuurder van een uitgevende instelling een rechtspersoon is. In dat geval 'pakt de Wft door' naar onder meer de achterliggende natuurlijke personen die het dagelijks beleid van deze rechtspersoon-bestuurder bepalen (artikel 5:48, negende lid Wft).

²⁵ Ten overvloede: belangen in niet-genoteerde naamloze vennootschappen, zoals niet-genoteerde dochtermaatschappijen, hoeven niet te worden gemeld.

²⁶ Artikel 5:60 Wft legt een meldingsplicht op aan bepaalde nauw bij de uitgevende instelling betrokken personen ter zake van onder meer transacties in aandelen van die uitgevende instelling. Het gaat dan om

1.2.3 Meldingsplicht bij noemerwijzigingen

Ook een ‘noemerwijziging’ kan aanleiding geven tot een meldingsplicht. Van een ‘noemerwijziging’ is sprake als er een wijziging plaatsvindt in het geplaatst kapitaal²⁷ of als het totale aantal stemmen op het geplaatst kapitaal wijzigt²⁸. Als gevolg van dergelijke wijzigingen kan sprake zijn van het passief bereiken, overschrijden of onderschrijden van een drempelwaarde: het percentage kapitaalbelang en/of stemrecht waarover de aandeelhouder of (andere) stemgerechtigde beschikt, zal immers wijzigen als gevolg van de noemerwijziging.²⁹

Leidt een dergelijke noemerwijziging er toe dat het percentage van het kapitaal of van de stemmen waarover een persoon beschikt, naar hij weet of behoort te weten³⁰, de waarde van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% of 95% bereikt, overschrijdt of onderschrijdt, dan is deze persoon verplicht daarvan melding te maken bij de AFM op

transacties die, alleen of tezamen, ten minste EUR 5.000 bedragen. De meldingsplicht geldt onder meer voor bestuurders, commissarissen en bepaalde leidinggevenden. Hebben deze personen naar aanleiding van de transactie reeds een melding gedaan op grond van artikel 5:38 of 5:48 Wft, dan is daarmee ook aan de meldingsplicht van artikel 5:60 Wft voldaan (artikel 7 Besluit marktmisbruik Wft). Omdat de primair aan deze meldingsplicht ten grondslag liggende ratio een heel andere is, te weten het preventief tegengaan van marktmisbruik door *insiders*, blijft deze meldingsplicht hier verder buiten beschouwing.

²⁷ Bijvoorbeeld door uitgifte van nieuwe aandelen, door intrekking van ingekochte aandelen of door afstempeling van bestaande aandelen. Inkoop van eigen aandelen leidt niet tot een noemerwijziging: het geplaatst kapitaal wijzigt daardoor immers niet. Evenmin ontstaat een noemerwijziging bij emissie van converteerbare obligaties of opties. Op het moment dat conversie plaatsvindt van een converteerbare obligatie, treedt wel een noemerwijziging op.

²⁸ Bijvoorbeeld doordat een statutaire stemrechtbeperking wordt ingevoerd. Inkoop van eigen aandelen leidt niet tot een wijziging van het totale aantal stemmen op het geplaatst kapitaal; de desbetreffende stemmen kunnen enkel niet worden uitgeoefend (*Kamerstukken II* 2004/05, 28 985, nr. 7, p. 19).

²⁹ Het percentage kapitaalbelang wordt berekend door het kapitaalbelang waarover een persoon beschikt, te delen door het totale geplaatste kapitaal en dat te vermenigvuldigen met 100%. Daaruit blijkt dat het percentage kan wijzigen door een wijziging in het kapitaalbelang waarover een persoon beschikt (een tellerwijziging, waarmee de meldingsplicht uit artikel 5:38, eerste lid Wft correspondeert) of door een wijziging van het totale geplaatste kapitaal (een noemerwijziging, waarmee de meldingsplicht uit artikel 5:39, eerste lid jo. 5:34 Wft correspondeert). Het percentage van de stemmen wordt op vergelijkbare wijze berekend, door het aantal stemmen waarover een persoon beschikt, te delen door het totale aantal stemmen op het geplaatst kapitaal en dat te vermenigvuldigen met 100%. Ook hier geldt dat het percentage kan wijzigen door een wijziging in het aantal stemmen waarover een persoon beschikt (een tellerwijziging, waarmee de meldingsplicht uit artikel 5:38, tweede lid Wft correspondeert) of door een wijziging van het totaal aantal stemmen op het geplaatst kapitaal (een noemerwijziging, waarmee de meldingsplicht uit artikel 5:39, eerste lid jo. 5:35 Wft correspondeert).

³⁰ ‘Behoort te weten’ verwijst naar de situatie dat een persoon geen weet heeft van de noemerwijziging, omdat hij het register niet heeft gecheckt en ook anderszins niet op de hoogte is geraakt van de wijziging. De wetgever vindt dat ook in dat geval binnen vier dagen gemeld moet worden, omdat de persoon op dat moment behoort te weten dat zijn belang een drempelwaarde bereikt of passeert.

uiterlijk de vierde handelsdag nadat de noemerwijziging is verwerkt in het register.³¹ In het wetsvoorstel Corporate Governance wordt voorgesteld om ook voor deze meldingsplicht een extra drempelwaarde van 3% in te voeren.³²

1.2.4 Meldingsplichten in twee bijzondere situaties

Daarnaast gelden meldingsplichten voor twee bijzondere situaties.

Het gaat ten eerste om het geval dat een rechtspersoon een notering verkrijgt en aldus een uitgevende instelling wordt. Artikel 5:43 Wft bepaalt dat in dat geval een (onverwijld) meldingsplicht rust op een ieder die op dat moment beschikt over ten minste 5% van de aandelen of één of meer prioriteitsaandelen van deze uitgevende instelling, alsmede op een ieder die op dat moment ten minste 5% van de stemrechten in de uitgevende instelling kan uitoefenen. In het wetsvoorstel Corporate Governance wordt voorgesteld om deze ondergrens te verlagen naar 3%.³³

Daarnaast gaat het om een meldingsplicht voor het geval dat een gecontroleerde onderneming³⁴ (die is vrijgesteld van meldingsplichten³⁵) ophoudt een gecontroleerde onderneming te zijn. Artikel 5:42 Wft bepaalt dat in dat geval een onverwijld meldingsplicht komt te rusten op de voormalig gecontroleerde onderneming, voorzover zij beschikt over ten minste 5% van de aandelen of één of meer prioriteitsaandelen van een uitgevende instelling, of zij ten minste 5% van de stemmen kan uitbrengen in een uitgevende instelling. Ook hier geldt dat in het wetsvoorstel Corporate Governance wordt voorgesteld om deze ondergrens te verlagen naar 3%.³⁶

³¹ Artikel 5:39 Wft. Verzuimt de uitgevende instelling overeenkomstig artikel 5:34 en/of 5:35 Wft melding te maken van een noemerwijziging, dan ontstaat ook geen meldingsplicht onder artikel 5:39 Wft.

³² Waarover meer in hoofdstuk 3.

³³ Waarover meer in hoofdstuk 3.

³⁴ Onder een gecontroleerde onderneming moet blijkens artikel 1:1 Wft worden verstaan: een dochtermaatschappij de zin van artikel 2:24a BW of een onderneming waarover een persoon overheersende zeggenschap kan uitoefenen.

³⁵ De vrijstelling van de meldingsplicht voor gecontroleerde ondernemingen, volgt uit artikel 5:45, derde lid Wft. Dit artikel bepaalt dat een gecontroleerde onderneming niet geacht wordt te beschikken over aandelen en stemmen. Het is de moedermaatschappij of de persoon met overheersende zeggenschap die wordt geacht te beschikken over die aandelen en stemmen en op wie dus eventueel een meldingsplicht rust.

³⁶ Waarover meer in hoofdstuk 3.

1.2.5 Periodieke meldingsplicht bij gewijzigde samenstelling kapitaalbelang of stemmen

Onder bepaalde omstandigheden geldt een periodieke meldingsplicht voor houders van ten minste 5% van de aandelen of van ten minste 5% van de stemrechten in een uitgevende instelling.

Artikel 5:41 Wft bepaalt dat dergelijke personen een meldingsplicht hebben als hun deelneming op 31 december om 24.00 uur een afwijkende samenstelling heeft ten opzichte van de vorige melding, doordat opties of andere waardebewijzen zijn omgewisseld in (certificaten van) aandelen of omgekeerd, doordat aandelen zijn omgewisseld in certificaten of omgekeerd, of doordat rechten ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van stemmen zijn uitgeoefend. Melding moet plaatsvinden binnen vier weken.

Ook voor deze meldingsplicht wordt in het wetsvoorstel Corporate Governance voorgesteld om de ondergrens te verlagen naar 3%.³⁷

1.3 Beschikken over aandelen en/of stemrechten in uitgevende instellingen nader beschouwd

In de vorige paragraaf is een overzicht gegeven van de meldingsplichten voor personen die beschikken over aandelen en/of stemmen in een uitgevende instelling. Die meldingsplichten ontstaan wanneer zich bepaalde wijzigingen voordoen: er is sprake van een verkrijging of verlies van beschikking waardoor een drempelwaarde gepasseerd wordt, er worden prioriteitsaandelen verkregen of afgestoten, een aandeelhouder wordt aangesteld als bestuurder, een bestuurder verkrijgt of verliest de beschikking over aandelen of stemmen, het geplaatst kapitaal wijzigt, een NV verkrijgt een beursnotering, et cetera. De besproken meldingsplichten hebben echter met elkaar gemeen dat het moet gaan om *beschikking* (hebben, verkrijgen of verliezen) over *aandelen en/of stemmen in uitgevende instellingen*.

³⁷ Waarover meer in hoofdstuk 3.

In deze paragraaf wordt nader gekeken naar de reikwijdte van de meldingsplichten, door aandacht te besteden aan de vraag wanneer sprake is van een uitgevende instelling (par. 1.3.1), wat heeft te gelden als aandelen en stemmen (par. 1.3.2), wanneer iemand geacht wordt over aandelen en stemmen te beschikken (par. 1.3.3), wie zijn vrijgesteld van de meldingsplicht (par. 1.3.4) en wie onder het verlichte meldingsregime vallen (par. 1.3.5).

1.3.1 Wanneer is sprake van een uitgevende instelling?

Voor alle meldingsplichten uit hoofdstuk 5.3 Wft, geldt dat deze slechts ontstaan bij zeggenschap en/of kapitaalbelangen *in uitgevende instellingen*. Onder uitgevende instellingen worden verstaan:

- naamloze vennootschappen naar Nederlands recht waarvan aandelen en/of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt³⁸; en
- rechtspersonen opgericht naar het recht van een staat die geen EU/EER-lidstaat³⁹ is, waarvan aandelen en/of certificaten zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland geëxploiteerde of beheerde gereguleerde markt.⁴⁰

In afwijking daarvan geldt voor de meldingsplicht van bestuurders en commissarissen, dat alleen de eerste categorie rechtspersonen (Nederlandse NV's met notering) wordt aangemerkt als uitgevende instelling.⁴¹ Voor bestuurders van in Nederland genoteerde rechtspersonen opgericht naar het recht van een staat die geen EU/EER-lidstaat is, geldt dus geen meldingsplicht op grond van 5:48 Wft.

³⁸ Artikel 1:1 Wft bevat een definitie van 'gereguleerde markt'. Die definitie is niet beperkt tot markten in EU/EER-lidstaten. Perrick geeft evenwel aan dat de wetgever wel de bedoeling heeft gehad om het begrip te beperken tot markten in Nederland of een andere EU/EER-lidstaat (Perrick 2010, p. 684). In de Leidraad voor Aandeelhouders van de AFM wordt het begrip gereguleerde markt ook beperkt tot markten in EU/EER-lidstaten (AFM 2012, p. 7) en wordt vermeld dat de meldingsverplichtingen niet van toepassing zijn op een NV met een notering in een niet-EU/EER-staat (AFM 2012, p. 9). Deze beperking van de reikwijdte van de meldingsverplichtingen, door een beperking van het begrip 'gereguleerde markt', blijkt evenwel niet uit de wetstekst.

³⁹ Artikel 5:33, eerste lid, aanhef en onder a Wft spreekt over 'lidstaat'. In artikel 1:1 Wft is gedefinieerd dat onder een lidstaat niet alleen EU-lidstaten worden begrepen maar ook staten, niet zijnde EU-lidstaten, die partij zijn bij de EER-overeenkomst (te weten: IJsland, Noorwegen en Liechtenstein).

⁴⁰ Artikel 5:33, eerste lid, aanhef en onder a Wft.

⁴¹ Artikel 5:48, eerste lid Wft.

1.3.2 Wat heeft te gelden als aandelen en stemmen?

De besproken meldingsplichten hebben betrekking op het krijgen of verliezen van beschikking over *aandelen* en/of *stemmen*. In dat verband bepaalt artikel 5:33, eerste lid, aanhef en onder b Wft, dat onder ‘aandeel’ verstaan moet worden:

- een verhandelbaar aandeel als bedoeld in artikel 2:79, lid 1 BW;
- een certificaat van een aandeel (of een ander daarmee gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs);⁴²
- elk ander verhandelbaar waardebewijs dat recht geeft op verwerving van een aandeel of een certificaat van een aandeel;⁴³ en
- een optie ter verwerving van een aandeel of een certificaat van een aandeel.⁴⁴

De eerste twee categorieën ‘aandelen’ vertegenwoordigen het *reëel kapitaalbelang*, de laatste twee categorieën vormen het *potentieel kapitaalbelang* waarover iemand beschikt.

Onder ‘stemmen’ wordt verstaan: stemmen die op aandelen kunnen worden uitgebracht (*reëel stemrecht*), alsmede rechten ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van stemmen (*potentieel stemrecht*).⁴⁵ Het gaat alleen om stemmen die ook daadwerkelijk kunnen worden uitgebracht.⁴⁶

1.3.3 Wie beschikt of wordt geacht te beschikken over aandelen en stemmen?

Er is pas sprake van een meldingsplicht als iemand *beschikt* of *geacht wordt te beschikken* over aandelen of stemmen. Dat roept de vraag op wanneer sprake is van ‘beschikken’ en ‘geacht worden te beschikken’.

Iemand *beschikt* over aandelen die hij voor eigen rekening en risico houdt, en over de stemmen die hij als aandeelhouder, pandhouder of vruchtgebruiker kan uitbrengen

⁴² Ongeacht of de certificaten van aandelen al dan niet met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven.

⁴³ Gedacht kan worden aan een converteerbare obligatie.

⁴⁴ Zie ook artikel 1a Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft. Perrick stelt voor de toepassing van hoofdstuk 5.3 Wft ‘rechten op overdracht van aandelen op grond van een obligatoire overeenkomst, zoals een koopovereenkomst’ gelijk aan ‘een optie’ (Perrick 2010, p. 687).

⁴⁵ Artikel 5:33, eerste lid, aanhef en onder d Wft. Stemrechten verbonden aan royeerbare certificaten kwalificeren als potentieel stemrecht (*Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 6).

⁴⁶ Als de uitgevende instellingen eigen aandelen houdt, kan op die aandelen geen stemrecht worden uitgebracht (artikel 2:118, zevende lid BW). Bij inkoop van eigen aandelen verkrijgt de uitgevende instelling dus geen beschikking over ‘stemmen’ in de zin van hoofdstuk 5.3 Wft, waardoor ook geen meldingsplicht voor de uitgevende instelling ontstaat.

(rechtstreeks kapitaalbelang en stemrecht).⁴⁷ Daarbij moet worden bedacht dat het hierbij gaat om de ruime definitie van aandelen en stemmen, zoals die hiervoor is besproken. Ook bij het voor eigen rekening en risico houden van converteerbare obligaties is dus sprake van een rechtstreeks kapitaalbelang en stemrecht (en wel een rechtstreeks potentieel kapitaalbelang/stemrecht). Ook een certificaathouder beschikt over een rechtstreeks kapitaalbelang.⁴⁸

Daarnaast duidt de wet een groot aantal gevallen aan, waarin een persoon wordt *geacht te beschikken* over aandelen en stemmen (*middellijk kapitaalbelang en stemrecht*). Iemand wordt geacht te beschikken over:

- de aandelen die zijn gecontroleerde onderneming houdt, alsmede de stemmen die zijn gecontroleerde onderneming kan uitbrengen;⁴⁹
- de aandelen die door een derde voor zijn rekening worden gehouden, alsmede de stemmen die deze derde kan uitbrengen;⁵⁰
- de stemmen waarover een derde beschikt, indien hij met deze derde een overeenkomst heeft gesloten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het uitbrengen van de stemmen;⁵¹

⁴⁷ Artikel 5:41, eerste en tweede lid Wft.

⁴⁸ Zie AFM 2012, p. 13-16. Bij certificaten van aandelen is dus zowel het administratiekantoor meldingsplichtig (houdt zelf de aandelen en beschikt over de stemmen daarop) als ook de certificaathouder (houdt zelf de certificaten en beschikt over een potentieel stemrecht als het royeerbare certificaten betreft of een reëel stemrecht als een stemvolmacht is verstrekt).

⁴⁹ Artikel 5:45, derde lid Wft. Zie ook noot 35. In een aantal specifieke gevallen is deze toerekeningsregel niet van toepassing, zie artikel 5:45, elfde lid Wft jo. artikelen 8b en 10 Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft.

⁵⁰ Artikel 5:45, vierde lid Wft. Gedacht kan worden aan aandelen die in bewaring zijn gegeven bij een effectenbewaarbedrijf. Het effectenbewaarbedrijf (de derde) houdt de aandelen voor rekening van de belegger.

⁵¹ Artikel 5:45, vijfde lid Wft. Een incidentele stemovereenkomst die zal gelden voor één enkele algemene vergadering van aandeelhouders, kwalificeert niet als *'acting in concert'*. Van een duurzaam beleid is pas sprake wanneer de (mondelinge of schriftelijke) stemovereenkomst voor meerdere algemene vergaderingen van aandeelhouders zal gelden. Ook opeenvolgende stemovereenkomsten voor opeenvolgende vergaderingen, waardoor materieel een duurzaam gemeenschappelijk beleid wordt gevoerd, vallen onder artikel 5:45, vijfde lid Wft (*Kamerstukken II 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 8*). De overeenkomst kan ook besloten liggen in feitelijke gedragingen, waaruit de betrokkenen over en weer mogen afleiden dat zij hun stemrecht voor meerdere vergaderingen op een gemeenschappelijke wijze zullen uitoefenen (AFM 2012, p. 18). Is sprake van een duurzame stemovereenkomst, dan zal iedere partij bij die overeenkomst de stemmen van alle andere partijen bij de overeenkomst als middellijk stemrecht moeten melden. Als de AFM aanwijzingen heeft van het bestaan van een stemovereenkomst, kan dat aanleiding geven tot het vorderen van inlichtingen. Onder meer de omstandigheid dat partijen de uitgevende instelling brieven sturen met gelijke strekking, dat zij gezamenlijk gerechtelijke procedures initiëren of de uitgevende instelling gezamenlijk benaderen, dat het feitelijk stemgedrag van partijen bij herhaling overeenstemming vertoont,

- de stemmen die hij als gevolmachtigde naar eigen goeddunken kan uitbrengen;⁵²
- de stemmen waarover een derde beschikt met wie hij een overeenkomst heeft gesloten waarin een tijdelijke en betaalde overdracht van deze stemmen is geregeld;⁵³ en
- de aandelen die ‘ten grondslag liggen’ aan bepaalde *cash settled* instrumenten, geschreven *put*-opties en instrumenten die een met aandelen vergelijkbare (*long*) positie creëren.⁵⁴

Voorts worden de aandelen (en daaraan verbonden stemmen) die een bewaarder van een beleggingsfonds houdt, toegerekend aan de beheerder en niet aan de bewaarder.⁵⁵ Aandelen en stemmen die deel uitmaken van een gemeenschap, worden in beginsel toegerekend aan de deelgenoten naar evenredigheid van hun gerechtigheid in de gemeenschap.⁵⁶

1.3.4 Wie zijn vrijgesteld van de meldingsverplichtingen?

Artikel 5:46 Wft bepaalt dat een aantal categorieën van instellingen onder bepaalde voorwaarden zijn vrijgesteld van de meldingsplichten van afdeling 5.3.3 Wft. Het gaat dan bijvoorbeeld om (zuivere) clearinginstellingen en nationale centrale banken die gedurende korte periode⁵⁷ in de regelmatige uitoefening van hun bedrijf aandelen en de

en/of dat partijen publiekelijk te kennen geven dat zij samenwerken, kunnen voor de AFM aanwijzingen vormen dat sprake is van een duurzame stemovereenkomst (AFM 2012, p. 18-19).

⁵² Artikel 5:45, negende lid Wft. Vereist is dat de gevolmachtigde het stemrecht kan uitoefenen zonder instructies van de volmachtgever of iemand anders. De volmachtgever blijft beschikken over het stemrecht (een volmacht werkt immers niet privaat) en blijft zelf dus ook meldingsplichtig. Mogelijk bestaat een uitzondering op de meldingsplicht voor de volmachtgever, als het gaat om een stemvolmacht aan een houder van met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten. Een dergelijke volmacht werkt in beginsel wel privaat (artikel 2:118a, eerste lid BW), zij het dat de volmacht onder bepaalde omstandigheden kan worden beperkt, uitgesloten of herroepen (artikel 2:118a, tweede en derde lid BW). Zie ook Perrick 2010, p. 705-707. De toerekening geschiedt overigens enkel als de vertegenwoordiger naar eigen goeddunken stemmen kan uitbrengen *uit hoofde van volmacht*. Gaat het om een vertegenwoordiger uit anderen hoofde, zoals een executeur of bewindvoerder, dan vindt geen toerekening plaats.

⁵³ Artikel 5:45, zesde lid Wft. Bij overdracht om niet, vindt geen toerekening plaats.

⁵⁴ Artikel 5:45, tiende lid Wft. Alleen het kapitaalbelang hoeft gemeld te worden. Bij de *cash settled* instrumenten, bedoeld onder artikel 5:45, tiende lid, onderdeel a Wft, gaat het onder meer om *contracts for difference* en *total equity return swaps*. Zie over deze per 1 januari 2012 ingevoerde meldingsplicht voor bepaalde synthetische kapitaalbelangen onder meer Jalink 2012.

⁵⁵ Artikel 5:45, zevende lid Wft.

⁵⁶ Artikel 5:45, achtste lid Wft. Het gaat bij de gemeenschap bijvoorbeeld om een maatschap.

⁵⁷ Artikel 8c Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft bepaalt in dat verband dat sprake is van een korte periode, wanneer het gaat om een periode van ten hoogste drie handelsdagen nadat de beschikking is verkregen of verloren.

daaraan verbonden stemrechten houden, en om bewaarnemers van aandelen die de aan die aandelen verbonden stemmen niet naar eigen goeddunken kunnen uitbrengen.

Ook geldt geen meldingsplicht voor beleggers in ‘open-end’ beleggingsmaatschappijen: deze beleggingsmaatschappijen kwalificeren niet als uitgevende instelling, zodat ook de meldingsplichten niet van toepassing zijn.⁵⁸

1.3.5 Wie valt onder het verlichte meldingsregime?

In artikel 5:47 Wft is een verlicht meldingsregime neergelegd met betrekking tot aandelen en stemmen in een uitgevende instelling die is opgericht naar het recht van een staat die niet tot de EER behoort, en waarvan aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland én een of meer andere EU/EER-lidstaten, en waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst⁵⁹ is.⁶⁰ Onder dit verlichte meldingsregime zijn de periodieke meldingsplicht en de meldingsverplichtingen met betrekking tot prioriteitsaandelen niet van toepassing.⁶¹ Bovendien gelden minder drempelwaarden voor het doen van een melding bij verkrijging of verlies van beschikking over aandelen en/of stemmen.⁶²

Dit verlichte regime is een uitvloeisel van artikel 3, lid 2 van de Transparantierichtlijn. Hierin is bepaald dat de lidstaat van ontvangst geen strengere meldingsplichten mag voorschrijven dan voorzien in de Transparantierichtlijn. Overal waar de Nederlandse meldingsplichten dus verder gaan dan de informatievereisten van de Transparantierichtlijn, zal op die meldingsplichten een uitzondering gemaakt moeten

⁵⁸ Artikel 5:33, tweede lid Wft.

⁵⁹ Als bedoeld in artikel 2, lid 1, onderdeel j van de Transparantierichtlijn. De tekst van artikel 5:47 Wft verwijst ten onrechte naar artikel 2, lid 1, onderdeel n.

⁶⁰ Zie daarover onder andere Perrick 2010, p. 685 en AFM 2012, p. 9-10.

⁶¹ Artikel 5:47, onderdeel a Wft verklaart artikelen 5:41 Wft (periodieke meldingsplicht), 5:40 en 5:42 Wft (meldingsplicht prioriteitsaandelen) niet van toepassing. Naar de letter van de wet, wordt heel artikel 5:42 Wft niet van toepassing verklaard en daarmee dus ook de ‘initiële’ meldplicht voor een voormalig gecontroleerde onderneming die over een substantiële deelneming beschikt. Dat lijkt echter niet de bedoeling te zijn geweest van de wetgever. Vgl. Perrick 2010, p. 685.

⁶² Artikel 5:47, onderdelen b en c Wft. De bestaande drempelwaarden van 40%, 60% en 95% (en de nieuwe 3%-drempel) gelden niet. Als de meldingsplichtige een uitgevende instelling is die verplicht is tot melding als gevolg van het verkrijgen of verliezen van de beschikking over eigen aandelen, gelden zelfs alleen de drempelwaarden van 5% en 10%.

worden voor aandelen en stemmen in een uitgevende instelling waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst is.⁶³

1.4 Tijdstip, wijze en registratie van meldingen

Hiervoor is besproken in welke gevallen een meldingsplicht bestaat. In deze paragraaf wordt achtereenvolgens aandacht besteed aan het tijdstip waarop de meldingsplicht ontstaat (par. 1.4.1), de termijn waarbinnen vervolgens gemeld moet worden (par. 1.4.2), de wijze waarop de melding verricht moet worden en de daarbij te verstrekken gegevens (par. 1.4.3) en de verwerking en registratie van de melding door de AFM (par. 1.4.4).

1.4.1 Tijdstip van ontstaan van de meldingsplicht

Het moment van ontstaan van de meldingsplicht, zal vaak geen problemen opleveren. Twijfel kan echter bestaan over het tijdstip waarop een persoon de beschikking verkrijgt of verliest over aandelen en/of stemmen, wanneer aan die verkrijging (of afstoting) een overeenkomst ten grondslag ligt.⁶⁴ In dat geval ontstaat de meldingsplicht op het moment waarop de obligatoire overeenkomst (de verbintenis) tot stand komt.⁶⁵ Dat is immers het moment waarop (potentieel) kapitaalbelang en/of stemrecht wordt verkregen. Het moment waarop de (goederenrechtelijke) levering plaatsvindt, en het moment waarop

⁶³ Terzijde zij opgemerkt dat het huidige artikel 5:47 Wft tekort schiet. Hoewel in het Commissie-voorstel voor de Transparantierichtlijn een meldingsplicht met betrekking tot zowel stemrecht als kapitaalbelang was opgenomen (zie Europese Commissie 2003, p. 51), is in de Transparantierichtlijn géén meldingsplicht met betrekking tot kapitaalbelang opgenomen. Bij het opstellen van artikel 5:47 Wft (en diens voorloper, artikel 14 Wmz 2006) is de wetgever uitgegaan van het Commissie-voorstel (zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2002/03, 28 985, nr. 3, p. 21). Daarbij heeft de wetgever onderkend dat de Transparantierichtlijn niet toelaat dat een lidstaat van ontvangst strengere meldingsplichten oplegt dan de richtlijn voorschrijft (zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2005/06, 28 985, nr. 14, p. 1 en *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 41, p. 91). Hoewel vervolgens in artikel 5:47 Wft wel het aantal drempelwaarden beperkt is, heeft de wetgever nagelaten om de meldingsplicht van artikel 5:38, eerste lid Wft, en de meldingsplicht van artikel 5:39, eerste lid Wft voor zover deze betrekking heeft op het kapitaalbelang waarover een persoon beschikt, niet van toepassing te verklaren in artikel 5:47 Wft. Dat is niet in overeenstemming met de Transparantierichtlijn: Nederland mag geen meldingsplicht opleggen aan houders van een bepaald kapitaalbelang (zonder stemrecht) in een uitgevende instelling waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst is.

⁶⁴ De problematiek omtrent *securities lending*-overeenkomsten en *repurchase agreements* en de daaruit voortvloeiende meldingsplichten, blijft hier buiten beschouwing. Zie daarvoor AFM 2012, p. 22-23.

⁶⁵ *Kamerstukken II* 2004/05, 28 985, nr. 3, p. 35. In die zin ook Rb. Amsterdam 16 september 2009, *JOR* 2009, 328, r.o. 6.1.2.

betaling plaatsvindt, zijn niet relevant.⁶⁶ Het moment van totstandkoming van de overeenkomst, is niet alleen voor de verkrijgende partij het beslissende moment voor het ontstaan van de meldingsplicht, maar ook voor de afstotende partij die daardoor een drempel onderschrijft.⁶⁷

Een extra complicatie doet zich in de praktijk voor bij *voorwaardelijke* overeenkomsten. Gaat het om een overeenkomst onder *opschortende voorwaarde*, dan ontstaat de meldingsplicht pas op het moment waarop de voorwaarde wordt vervuld. Gaat het om een overeenkomst onder *ontbindende voorwaarde*, dan ontstaat de meldingsplicht op het moment van sluiten van de overeenkomst en ontstaat een nieuwe meldingsplicht als de ontbindende voorwaarde zou worden vervuld.⁶⁸

1.4.2 Termijn waarbinnen gemeld moet worden

Als eenmaal duidelijk is wanneer de meldingsplicht ontstaat, dan is de vervolgvraag binnen welke termijn de melding moet worden gedaan.

Bij enkele meldingsplichten is een concrete meldingstermijn opgenomen:

- een melding als gevolg van een noemerwijziging moet worden gedaan uiterlijk op de vierde dag nadat de noemerwijziging in het AFM-register is verwerkt,⁶⁹

⁶⁶ Een uitzondering geldt voor stockdividend: bij verkrijging van stockdividend ontstaat de meldingsplicht pas op het moment van levering (*Kamerstukken II 2004/05*, 28 985, nr. 6, p. 14-15). Als de goederenrechtelijke levering plaatsvindt vóórdat de overeenkomst tot stand komt, is het leveringsmoment wél het moment waarop de meldingsplicht ontstaat (*Kamerstukken II 1995/96*, 24 626, nr. 6, p. 11).

⁶⁷ *Kamerstukken II 1995/96*, 24 626, nr. 6, p. 11. Dat op het moment van sluiten van de overeenkomst ook voor de afstotende partij een meldingsplicht ontstaat, ligt niet direct voor de hand en blijkt ook niet uit de wetstekst. Zowel voor als na het sluiten van de overeenkomst beschikt de afstotende partij immers over een reëel kapitaalbelang en/of stemrecht. Pas op het moment van levering verliest de afstotende partij zijn kapitaalbelang en/of stemrecht. Voor de verkrijgende partij geldt wel dat zij reeds beschikking verkrijgt op het moment van sluiten van de overeenkomst: vanaf dat moment beschikt de verkrijgende partij immers over een potentieel kapitaalbelang en/of stemrecht! Om te voorkomen dat ten aanzien van dezelfde transactie de betrokken partijen op verschillende momenten meldingsplichtig zouden worden, is in de toelichting op de meldingsplicht bepaald dat voor zowel de verkrijgende als de afstotende partij het moment van sluiten van de overeenkomst bepalend is. Een verkoper die tot op het moment van levering het stemrecht kan blijven uitoefenen, moet dus desondanks tot 'afmelding' overgaan zodra de overeenkomst is gesloten. Deze gang van zaken lijkt niet bevorderlijk voor de transparantie.

⁶⁸ *Kamerstukken II 2004/05*, 28 985, nr. 6, p. 15.

⁶⁹ Artikel 5:39, eerste lid, tweede volzin Wft. Het is in beginsel de eigen verantwoordelijkheid van de meldingsplichtige om op de hoogte te geraken van noemerwijzigingen. Om te voorkomen dat aandeelhouders continu in het register 'geplaatst kapitaal uitgevende instellingen' moeten kijken om te zien of zich noemerwijzigingen hebben voorgedaan, heeft de AFM een alerteringsdienst voor haar registers in het leven geroepen. Middels deze alerteringsdienst kan een persoon die daar om heeft verzocht, per e-mail updates ontvangen van registerwijzigingen ten aanzien van voor hem relevante uitgevende instellingen.

- een periodieke melding moet binnen vier weken na afloop van het kalenderjaar worden gedaan;⁷⁰ en
- een melding als gevolg van een aanwijzing of benoeming als bestuurder of commissaris moet worden gedaan binnen twee weken na de aanwijzing of benoeming.⁷¹

Voor de meeste hiervoor besproken meldingsplichten geldt echter dat melding ‘onverwijld’ na het ontstaan van de meldingsplicht dient te geschieden.⁷² De wetgever heeft niet nader toegelicht wat onder ‘onverwijld’ moet worden verstaan. De interpretatie van de AFM is dat ‘onverwijld’ betekent dat de tijd tussen het tijdstip van het ontstaan van de meldingsplicht en het tijdstip waarop de AFM de melding ontvangt, zo kort mogelijk dient te zijn⁷³, waarbij rekening wordt gehouden met de omstandigheden van het geval.⁷⁴

Wel rust op de meldingsplichtige pas een verplichting tot onverwijld melding, zodra hij *weet of behoort te weten* dat een meldingsplicht is ontstaan. *Wetenschap* is bijvoorbeeld aanwezig als de meldingsplichtige een transactiebevestiging van de bank ontvangt.

⁷⁰ Artikel 5:41 Wft.

⁷¹ Artikel 5:48, derde lid Wft.

⁷² Onverwijld melding is vereist bij meldingen op grond van artikelen 5:38, 5:40, 5:42, 5:43 en 5:48, leden 4-7 Wft.

⁷³ Uit Rb. Amsterdam 16 september 2009, *JOR* 2009, 328, r.o. 4, blijkt dat de officier van justitie heeft bepleit dat onverwijld betekent ‘zo snel mogelijk’ en dat met het melden ‘geen dagen kan worden gewacht’. De rechtbank overweegt in r.o. 6.1.4 dat onverwijld melden betekent dat ‘de tijd die ligt tussen het moment van weten of behoren te weten en het moment dat de melding wordt verzonden zo kort mogelijk dient te zijn’. Opvallend is dat de rechtbank kijkt naar het moment van verzending, terwijl de AFM in haar interpretatie kijkt naar het moment van ontvangst van de melding. Bij melding via internet of fax zullen die momenten (vrijwel) samenvallen, al komt de opvatting van de rechtbank strikt genomen juist voor, mede gelet op het bepaalde in artikel 6:9, tweede lid Awb (verzendtheorie). In Rb. Amsterdam 26 mei 2006, *Ondernemingsrecht* 2006, 176, r.o. 2.4 wordt in het kader van de meldingsverplichting van het toenmalige artikel 46b Wte 1995 (de voorloper van het huidige artikel 5:60 Wft) overwogen dat het begrip onverwijld ‘een zeker tijdvak markeert waarbinnen (straffeloos) een melding kan en moet worden gedaan’. Ik zou willen aannemen dat in de praktijk een melding binnen 1 à 2 dagen na het moment van weten of behoren te weten, in het algemeen zal gelden als een onverwijld gedane melding. Voor een niet-professionele meldingsplichtige die voor het eerst een meldingsformulier in moet vullen, zou ik willen aannemen dat een meldingstermijn van 3 à 4 dagen ook nog acceptabel wordt geacht. Uit Hof Amsterdam 6 februari 2012, *JOR* 2012, 83 volgt dat een melding door een bestuurder 5 dagen na het moment van weten of behoren te weten, niet geldt als onverwijld melding.

⁷⁴ AFM 2012, p. 30. In de visie van de AFM is een relevante omstandigheid bijvoorbeeld of iemand reeds beschikte over een ‘kritisch’ percentage kapitaalbelang en/of stemrecht in een uitgevende instelling. Is dat het geval, dan mag volgens de AFM worden verwacht dat deze persoon anticipeert op het ontstaan van een meldingsplicht door zich op de hoogte te houden van de gevolgen van eigen handelingen voor het percentage kapitaalbelang/stemrecht.

Plaatst iemand een algemene aankooporder bij een bank om aandelen te kopen als de koers onder een bepaalde waarde zakt en verstuurt de bank niet onmiddellijk een transactiebevestiging, dan kan het zijn dat de koper op het tijdstip van verkrijging geen wetenschap heeft van zijn meldingsplicht. Ook wie een nalatenschap aanvaardt, zonder kennis van de omvang van het (meldingsplichtige) aandelenpakket dat daarvan onderdeel uitmaakt, zal op het moment van verkrijging geen wetenschap hebben van zijn meldingsplicht. Voor dergelijke gevallen geldt dat een meldingsplichtige uiterlijk twee handelsdagen nadat hij de beschikking heeft verkregen of verloren over aandelen en/of stemmen *behoort te weten* dat op hem een meldingsplicht rust.⁷⁵

1.4.3 Wijze van melden en te verstrekken gegevens

Voor alle meldingsplichtigen geldt dat zij uitsluitend hoeven te melden aan de AFM; melding aan de uitgevende instelling is niet vereist.⁷⁶ De melding aan de AFM kan volledig digitaal geschieden: meldingsplichtigen kunnen via het besloten deel van de website van de AFM hun melding doorgeven via elektronische formulieren.⁷⁷

Het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft bevat regels met betrekking tot de gegevens die bij een melding aan de AFM verstrekt moeten worden. Voor de meldingsplichtige blijkt ook uit de meldingsformulieren zelf welke gegevens verstrekt moeten worden bij elk type melding. Het gaat daarbij voornamelijk om de volgende gegevens (indien van toepassing):⁷⁸

- a. NAW-gegevens van de meldingsplichtige;
- b. naam van de aandeelhouder, als die zelf niet meldingsplichtig is;⁷⁹
- c. datum waarop de meldingsplicht is ontstaan;

⁷⁵ Artikel 5a Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft.

⁷⁶ Onder de Wmz 1996 gold wel de verplichting tot melding aan de uitgevende instelling, naast melding aan de AFM.

⁷⁷ Voor wie niet langs elektronische weg wil of kan melden, zijn op de site van de AFM meldingsformulieren in Word- en PDF-formaat beschikbaar om uit te printen en vervolgens in te vullen en op te sturen naar de AFM.

⁷⁸ Zie voor een gedetailleerd overzicht van de gegevens die bij elk type melding verstrekt moeten worden, artikelen 5, 6, 7, 8 en 9 van het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft.

⁷⁹ Van een dergelijke situatie zal bijvoorbeeld sprake zijn bij aandelen die worden gehouden door een gecontroleerde onderneming: de moedermaatschappij of de persoon met overheersende zeggenschap heeft een meldingsplicht, terwijl op de aandeelhouder (i.e. de gecontroleerde onderneming) geen meldingsplicht rust (artikel 5:45, derde lid Wft).

- d. naam van de (gelieerde) uitgevende instelling;
 - e. aantal en soort⁸⁰ (prioriteits)aandelen en/of stemmen in de uitgevende instelling waarover de meldingsplichtige beschikte op het tijdstip waarop de meldingsplicht is ontstaan;⁸¹ en
 - f. aard van het bijzondere zeggenschapsrecht verbonden aan het prioriteitsaandeel;
- (alleen bij meldingen door bestuurders/commissarissen als gevolg van een wijziging:)
- g. aantal en soort aandelen en/of stemmen in de (gelieerde) uitgevende instelling vóór en ná de wijziging;⁸²
 - h. aantal en soort aandelen en/of stemmen in de (gelieerde) uitgevende instelling waarover de beschikking is verkregen of verloren; en
 - i. waarde waartegen de bestuurder/commissaris de beschikking over deze aandelen en/of stemmen heeft verkregen of verloren.

1.4.4 Registratie van meldingen door de AFM

Nadat de AFM een melding heeft ontvangen, doet zij daarvan onverwijld melding aan de desbetreffende uitgevende instelling en aan de meldingsplichtige.⁸³ Daarbij verstrekt de AFM nog geen informatie over de inhoud van de melding.

Afhankelijk van de vraag of de melding naar het oordeel van de AFM volledig en juist, dan wel onvolledig of onjuist is, zijn er vervolgens twee mogelijkheden.

⁸⁰ Qua soort moet niet slechts een onderscheid worden gemaakt tussen gewone, preferente of prioriteitsaandelen, maar ook tussen de verschillende soorten aandelen genoemd in artikel 5:33, eerste lid, onder b (aandelen, certificaten van aandelen, opties of andere waardebewijzen die recht geven op verwerving van een aandeel/certificaat). Aldus de toelichting bij het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft (*Stb.* 2006, 509, p. 14). Op de meldingsformulieren heeft dit vereiste aldus vormgekregen, dat het kapitaalbelang en stemrecht moet worden uitgesplitst naar reëel of potentieel, en rechtstreeks of middellijk kapitaalbelang/stemrecht.

⁸¹ Het gaat dus niet om het aantal en de soort *op het moment van melden*, maar om het aantal en de soort *op het moment van het ontstaan van de meldingsplicht*.

⁸² Het meldingsformulier zoals beschikbaar gesteld door de AFM, vraagt om het aantal en de soort aandelen en/of stemmen vóór en ná de wijziging. Dit is strikt genomen niet in overeenstemming met het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft. Artikel 9, derde lid, onder d en vierde lid, onder d van dat Besluit bepalen immers dat slechts het aantal en de soort aandelen en/of stemmen ná de wijziging gemeld hoeven te worden, niet ook het aantal en de soort vóór de wijziging.

⁸³ Artikel 5:49, eerste lid Wft. Deze 'ontvangstmededeling' strekt voor de meldingsplichtige tot bewijs dat hij aan zijn meldingsplicht heeft voldaan.

Is de melding naar het oordeel van de AFM volledig en juist, dan draagt zij zorg voor de inschrijving van de gemelde gegevens in het register.⁸⁴ Meldingen op grond van artikelen 5:38 - 5:43 Wft, worden door de AFM verwerkt in het register substantiële deelnemingen; meldingen op grond van artikel 5:48 Wft, worden verwerkt in het register bestuurders en commissarissen. De verwerking van de melding in het register vindt plaats binnen één werkdag volgend op de werkdag waarop de AFM de melding heeft ontvangen. In het register worden de hiervoor in paragraaf 1.4.3 onder a t/m i weergegeven gegevens opgenomen, met uitzondering van de adresgegevens van meldingsplichtige natuurlijke personen.⁸⁵ Deze registers zijn door een ieder via de website van de AFM te raadplegen.⁸⁶ Nadat de melding in het register is verwerkt, doet de AFM onverwijld mededeling van de inhoud van de melding aan de desbetreffende uitgevende instelling.⁸⁷

Is sprake van een onvolledige melding of heeft de AFM het vermoeden dat anderszins sprake is van een onjuiste melding,⁸⁸ dan kan de AFM inlichtingen vorderen omtrent de onvolledige melding⁸⁹ en/of een aanwijzing geven om binnen een door de AFM gestelde redelijke termijn alsnog een juiste melding te doen⁹⁰. Om te voorkomen dat het register wordt vervuild met onjuiste meldingen en aldus tot misleiding zou kunnen leiden van het beleggend publiek,⁹¹ kan de AFM de verwerking van de (vermoedelijk) onjuiste of onvolledige melding in het register opschorten voor de duur van het vorderen van inlichtingen. Van die opschorting stelt de AFM de desbetreffende uitgevende instelling

⁸⁴ Artikel 1:107, derde lid, onderdeel c, onder 1° Wft.

⁸⁵ Artikel 1:107, derde lid, onderdeel c, onder 1° Wft. Adresgegevens van natuurlijke personen worden niet opgenomen vanuit het oogpunt van bescherming van de persoonlijke levenssfeer (AFM 2012, p. 31).

⁸⁶ Via <<http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx>>. Vanwege deze eenvoudige digitale toegankelijkheid van het register, schrijft de wet niet langer publicatie in een landelijk verspreid dagblad voor (vgl. artikel 7, tweede lid Wmz 1996).

⁸⁷ Artikel 5:49, tweede lid Wft. Omdat de melding op dat moment reeds is verwerkt in het openbare register, kwalificeert de mededeling van de AFM niet als koersgevoelige informatie die door de uitgevende instelling bekendgemaakt dient te worden (*Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 597-598*).

⁸⁸ Van een onvolledige melding kan sprake zijn als het meldingsformulier niet volledig is ingevuld en er dus vereiste gegevens ontbreken. Van een vermoeden dat sprake is van een onjuiste melding kan bijvoorbeeld sprake zijn als de gemelde gegevens niet overeenkomen met informatie die de AFM uit andere bronnen heeft, zoals berichtgeving in de media.

⁸⁹ Artikel 1:74, eerste lid Wft.

⁹⁰ Artikel 5:51, eerste lid Wft.

⁹¹ *Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 598*.

en de meldingsplichtige op de hoogte.⁹² De verwerking van de melding in het register vindt alsnog plaats binnen één werkdag volgend op de werkdag waarop de inlichtingen zijn verkregen of, als juiste melding achterwege blijft, zodra de AFM verwerking mogelijk acht.⁹³

1.5 Handhaving van de meldingsplichten

Voor de hiervoor besproken meldingsplichten, geldt dat zowel publiekrechtelijke als privaatrechtelijke handhaving mogelijk is. Zonder al te diep in te gaan op het handhavingsinstrumentarium, zijn de volgende wijze van handhaving mogelijk voor alle hiervoor besproken meldingsplichten:

- *Bestuursrechtelijke handhaving*: de AFM heeft de mogelijkheid om handhavend op te treden bij niet-naleving van de in afdelingen 5.3.3 en 5.3.5 Wft opgenomen meldingsplichten. Bij niet of onjuist melden kan de AFM een aanwijzing geven om binnen een redelijke termijn alsnog een (juiste) melding te doen,⁹⁴ welke aanwijzing versterkt kan worden met een last onder dwangsom.⁹⁵ De AFM kan bij overtreding van de meldingsplichten ook een bestuurlijke boete opleggen.⁹⁶

⁹² Artikel 5:51, tweede lid Wft. Opmerkelijk is dat het ‘opschortingsrecht’ van artikel 5:51, tweede lid Wft naar de letter van de wet enkel bestaat wanneer de AFM inlichtingen vordert ex artikel 1:74 Wft. Ik zou menen dat het de bedoeling van de wetgever is geweest om de AFM ook het recht te geven de verwerking van de melding in het register op te schorten, wanneer zij een aanwijzing ex artikel 5:51, eerste lid Wft geeft tot verbetering van een onjuiste melding. Het achterliggende doel van artikel 5:51 Wft is immers om de juistheid van het register te bevorderen (*Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 598). Daarmee valt niet te rijmen dat de AFM verplicht zou zijn om een onjuiste melding te verwerken, als zij ten aanzien van die melding enkel een aanwijzing tot verbetering geeft zonder inlichtingen te vorderen. Perrick en Grundmann-van de Krol signaleren deze vraag naar de reikwijdte van het ‘opschortingsrecht’ niet bij de bespreking van artikel 5:51 Wft (Perrick 2010, p. 713-714 en Grundmann-van de Krol 2010, p. 428-429).

⁹³ Artikel 5:49, derde lid jo. artikel 5:51, derde lid Wft.

⁹⁴ Artikel 5:51 Wft.

⁹⁵ Artikel 1:79, eerste lid, onderdeel a Wft.

⁹⁶ Artikel 1:80, eerste lid, onderdeel a Wft. Het basisbedrag van de op te leggen boete bedraagt EUR 500.000 (artikel 1:81, tweede lid Wft jo. artikel 10 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector). Het basisbedrag kan op grond van de ernst, de duur en de verwijtbaarheid echter worden verhoogd of verlaagd (artikel 2 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector), waardoor een bestuurlijke boete tussen EUR 0 en EUR 1.000.000 opgelegd kan worden. Bij recidive binnen een periode van vijf jaar, kan een boete van maximaal EUR 2.000.000 worden opgelegd (artikel 1:81, eerste lid Wft). Is het door de overtreding verkregen voordeel groter dan EUR 2.000.000, dan mag de bestuurlijke boete worden vastgesteld op maximaal twee maal het verkregen voordeel (artikel 1:81, derde lid Wft).

- *Strafrechtelijke handhaving*: op grond van artikel 1, onder 2^o WED, vormt overtreding van de in afdelingen 5.3.3 en 5.3.5 Wft opgenomen meldingsplichten een economisch delict. Wordt dit delict opzettelijk begaan, dan is sprake van een misdrijf, welke bestraft kan worden met een gevangenisstraf van ten hoogste twee jaren, een taakstraf of een geldboete van de vierde categorie.⁹⁷ Is geen sprake van opzet, dan kwalificeert het delict als een overtreding, welke bestraft kan worden met hechtenis van ten hoogste zes maanden, een taakstraf of een geldboete van de vierde categorie.⁹⁸ Bovendien kunnen bijkomende straffen en maatregelen worden opgelegd,⁹⁹ waarbij met name de mogelijkheid van verbeurdverklaring van de aandelen, als ook de mogelijkheid van stillegging van de onderneming waarin het delict is begaan voor de duur van maximaal één jaar, vermeldenswaardig zijn.¹⁰⁰ Strafrechtelijke vervolging vindt plaats door het Openbaar Ministerie.¹⁰¹
- *Civielrechtelijke handhaving*: uitgevende instellingen, houders van prioriteitsaandelen en aandeelhouders die alleen of tezamen beschikken over een substantiële deelneming, kunnen bij niet-naleving van de in afdelingen 5.3.3 en 5.3.5 Wft opgenomen meldingsplichten op grond van artikel 5:52 Wft een civiele vordering instellen tegen de meldingsplichtige.¹⁰² De rechtbank is bevoegd om de meldingsplichtige te veroordelen tot alsnog melden, maar de rechter kan ook meer ingrijpende maatregelen treffen zoals schorsing van het stemrecht op de aandelen voor ten hoogste drie jaar, vernietiging van besluiten van de algemene vergadering van aandeelhouders, of een bevel aan de meldingsplichtige om zich voor ten hoogste vijf jaar te onthouden van het verkrijgen van aandelen of stemmen.¹⁰³

⁹⁷ Het gaat om een boete van maximaal EUR 19.500 voor natuurlijke personen en EUR 78.000 voor rechtspersonen. Zie artikel 23, vierde en zevende lid van het Wetboek van Strafrecht.

⁹⁸ Artikel 2, eerste lid WED jo. artikel 6, eerste lid WED.

⁹⁹ Artikel 6, tweede lid WED.

¹⁰⁰ Artikel 7, onderdelen c en d WED. Zie artikelen 7 en 8 WED voor alle mogelijke bijkomende straffen en maatregelen.

¹⁰¹ Zie voor een voorbeeld van strafrechtelijke vervolging wegens (ernstige) niet-nakoming van de meldingsplicht voor bestuurders: Hof Amsterdam 6 februari 2012, *JOR* 2012, 83.

¹⁰² Daarnaast bestaat voor een ieder die schade heeft geleden ten gevolge van de niet-naleving van een meldingsplicht, de mogelijkheid om een vordering uit onrechtmatige daad in te stellen.

¹⁰³ Artikel 5:52, vierde lid Wft.

Deze drie handhavingswijzen zijn complementair en vormen tezamen een effectief en afschrikwekkend handhavingsinstrumentarium: normaliter zullen de bestaande meldingsplichten langs bestuursrechtelijke weg worden gehandhaafd door de AFM (die hoge boetes op kan leggen), maar voor ernstige gevallen kan naar het strafrecht worden gegrepen. Civielrechtelijke handhaving is aangewezen bijvoorbeeld als de AFM en het Openbaar Ministerie niet overgaan tot handhaving vanwege capaciteitsproblemen, als publiekrechtelijke handhaving op problemen stuit omdat de meldingsplichtige in het buitenland woonachtig is of als door niet-melding de vennootschappelijke orde ernstig verstoord is en het belang van de vennootschap vergt dat besluiten worden vernietigd en/of stemrechten tijdelijk worden geschorst.

2 De *short selling*-Verordening: melding netto shortposities

2.1 Inleiding

De financiële crisis heeft geleid tot hevige koersdalingen op de beurzen wereldwijd. De AEX-index verloor in 2008 meer dan 50% van zijn waarde, waarmee 2008 de boeken in ging als het slechtste beursjaar ooit.¹⁰⁴ Vooral de beurskoersen van *financials* (banken en verzekeraars) stonden onder grote druk. Kortetermijn-speculatie op koersdalingen, door het innemen van zogenaamde shortposities, nam toe in populariteit.¹⁰⁵ Mede vanwege de risico's die dit 'short gaan' meebrengt voor de stabiliteit van de financiële markten, zeker in turbulente tijden waarin de financiële markten toch al onder druk staan, kwam deze beleggingstechniek ook in de belangstelling te staan van de AFM en de Europese en nationale wetgever. Los daarvan spelen shortposities ook een rol bij het fenomeen van *empty voting* en zijn shortposities van belang bij het bepalen van het daadwerkelijk economisch belang van aandeelhouders.

Vanaf medio 2008 zijn diverse tijdelijke en permanente maatregelen doorgevoerd op nationaal en Europees niveau die verband houden met het innemen van shortposities, waaronder de introductie van meldingsplichten voor personen die beschikken over shortposities van een zekere omvang.

De in het wetsvoorstel Corporate Governance opgenomen verplichting tot het melden van bruto shortposities¹⁰⁶, komt in het volgende hoofdstuk aan de orde. In dit hoofdstuk zal aandacht worden besteed aan de Europese *short selling*-Verordening¹⁰⁷ en de daarin opgenomen verplichting tot het melden van netto shortposities van een zekere omvang. Daartoe wordt eerst een aantal relevante begrippen nader toegelicht (par. 2.2).

¹⁰⁴ 'Historisch slecht jaar op Damrak krijgt passend einde', *Het Financieele Dagblad* 2 januari 2009.

¹⁰⁵ 'Speculeren op koersdaling weer populair', *Het Financieele Dagblad* 22 juli 2008.

¹⁰⁶ De term bruto shortpositie verwijst naar de shortpositie waarover een persoon beschikt, zonder deze positie te salderen met een eventuele longpositie. Van een netto short- of longpositie is sprake als wel een saldering heeft plaatsgevonden.

¹⁰⁷ Voluit: Verordening betreffende *short selling* en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps (Verordening (EU) nr. 236/2012 (*PbEU* 2012, L 86/1)). Waar dat niet tot verwarring leidt, zal deze verordening in dit hoofdstuk ook wel kortweg worden aangeduid als 'de Verordening'.

Vervolgens wordt de achtergrond van de *short selling*-Verordening besproken (par. 2.3). De rest van het hoofdstuk (par. 2.4 - 2.9) staat in het teken van de vormgeving van de in de Verordening opgenomen meldingsplicht.

2.2 Terminologie: shortposities, short selling en empty voting

In het kader van de in dit hoofdstuk te bespreken *short selling*-Verordening en de in het volgende hoofdstuk te bespreken verplichting tot het melden van bruto shortposities, is het van belang om eerst een aantal van de gebruikte termen nader toe te lichten. Daarbij gaat het om de betekenis van de begrippen ‘shortpositie’, ‘*short selling*’ en ‘*empty voting*’ en de verhouding tussen die begrippen.

Het innemen van een shortpositie in een bepaald aandeel, ook wel *short* gaan of shorten, verwijst naar de situatie dat een belegger – bijvoorbeeld door aankoop of verkoop van bepaalde financiële instrumenten – een zodanige positie inneemt dat hij een financieel voordeel heeft bij een koersdaling van het onderliggende aandeel.

Short selling is één van de manieren waarop iemand *short* kan gaan. *Short selling* wordt doorgaans omschreven als het verkopen van aandelen die de verkoper (nog) niet bezit.¹⁰⁸

Short selling kan gedekt of ongedekt (*naked*) gebeuren.

Bij een gedekte *short sale*, heeft de verkoper de aandelen op het moment van de verkoop ‘geleend’ onder een *securities lending*-overeenkomst, of heeft hij in ieder geval een leenovereenkomst gesloten op grond waarvan hij op het moment dat hij moet leveren, kan beschikken over de geleende aandelen. Bij een *short sale* wordt gespeculeerd op een koersdaling. De verkoper leent aandelen en verkoopt deze tegen de op dat moment geldende koers. Op een later moment koopt hij hetzelfde aantal aandelen weer in op de markt, om die vervolgens terug te kunnen leveren aan de uitlener. Als de koers in de tussentijd gedaald is, kan hij de aandelen tegen een lagere prijs op de markt kopen, dan de verkoopprijs die hij voor de aandelen heeft ontvangen. De *short seller* heeft dus een financieel voordeel bij een koersdaling, zodat sprake is van een shortpositie.¹⁰⁹

¹⁰⁸ Zie CESR 2010a, p. 5.

¹⁰⁹ Zie bijvoorbeeld Duynstee & Peters 2011, p. 158-159.

Bij *naked short selling* gaat het om de verkoop van aandelen, waarbij de verkoper deze aandelen ten tijde van de verkoop nog niet geleend heeft en evenmin middels een leenovereenkomst zeker heeft gesteld dat hij over de aandelen kan beschikken op het moment dat hij moet leveren.¹¹⁰

Short selling is echter slechts één van de vele manieren waarop een shortpositie kan worden ingenomen. Zo kan ook het aankopen van *put*-opties worden aangemerkt als een shortpositie: eigenschap van *put*-opties is immers dat zij in waarde stijgen als de koers van het onderliggende aandeel daalt. De houder van een *put*-optie heeft dus een financieel voordeel bij een koersdaling van het onderliggende aandeel, zodat sprake is van een shortpositie.

Short selling (en meer in het algemeen: het innemen van shortposities) wordt vaak in verband gebracht met *empty voting*. *Empty voting* betreft de situatie dat een persoon stemrechten op aandelen uitoefent, zonder dat hij een corresponderend economisch belang heeft. Het innemen van een shortpositie (naast een longpositie), kan leiden tot *empty voting*. Een aandeelhouder die beschikt over drie procent van de aandelen en de stemrechten, kan door het innemen van een shortpositie van eveneens drie procent zijn economisch belang terug brengen naar (nagenoeg) nul procent. De aandeelhouder beschikt dan nog steeds over de stemrechten op zijn aandelen, maar daar staat voor hem (nagenoeg) geen economisch belang meer tegenover.

Empty voting kan problematisch zijn. Bij gebreke aan een corresponderend economisch belang, heeft de aandeelhouder geen prikkel om zijn stemrecht uit te oefenen met het oog op waardecreatie (met een koersstijging tot gevolg). Hij kan zich bij het uitoefenen van zijn stemrecht bijvoorbeeld laten leiden door zijn belangen in een andere vennootschap.¹¹¹ Heeft de aandeelhouder een netto shortpositie, dan heeft hij zelfs een prikkel om zijn stemrecht uit te oefenen met het oog op waardestructie (met een koersdaling tot gevolg).¹¹²

¹¹⁰ Zie Peeters 2012, p. 191.

¹¹¹ Een vennootschap waarmee gefuseerd moet worden, waar een grote order naar toe moet gaan, et cetera.

¹¹² Zie Schouten 2010, p. 102.

2.3 Achtergrond van de *short selling*-Verordening

Op het hoogtepunt van de financiële crisis in september 2008, zijn door tal van (toezichhoudende) autoriteiten maatregelen getroffen om *short selling* in bepaalde effecten te beperken of zelfs geheel te verbieden, teneinde systeemrisico's te voorkomen. Bij gebreke aan een communautaire regeling dienaangaande, liepen de genomen maatregelen in de verschillende lidstaten sterk uiteen.¹¹³ Sommige lidstaten namen geen maatregelen;¹¹⁴ lidstaten die wel maatregelen troffen beperkten of verboden *short selling* in alle aandelen of alleen aandelen van *financials*, beperkten of verboden *naked short selling* en/of gingen over tot een openbare of vertrouwelijke meldingsplicht. Het accent is daarbij gaandeweg verschoven van verboden of beperkingen, naar meldingsplichten. Zo ook in Nederland, waar aanvankelijk een verbod gold¹¹⁵ maar waar momenteel alleen nog een meldingsplicht geldt die verplicht tot het vertrouwelijk aan de AFM melden van netto shortposities in beursgenoteerde *financials* als de netto shortpositie de waarde van 0,25%, 0,35%, 0,45%, enzovoort bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt.¹¹⁶

Teneinde de regels voor *short selling* te harmoniseren en aldus te zorgen voor meer consistentie tussen de lidstaten op dit terrein (hetgeen bijdraagt aan de goede werking van de interne markt),¹¹⁷ is op 14 maart 2012 de *short selling*-Verordening tot stand gekomen.¹¹⁸ Deze Verordening is in belangrijke mate gebaseerd op een tweetal adviezen van CESR.¹¹⁹ De maatregelen die worden voorgeschreven in de Verordening, zijn van toepassing met ingang van 1 november 2012.¹²⁰

Omdat *short selling* in normale marktomstandigheden de marktliquiditeit vergroot, efficiëntere prijsvorming mogelijk maakt en aldus bijdraagt aan een efficiënte werking

¹¹³ CESR 2010a, p. 3. Zie ook overweging 1 van de *short selling*-Verordening.

¹¹⁴ Onder andere Finland, Spanje, Tsjechië en Zweden.

¹¹⁵ Op grond van de Tijdelijke Regeling Inzake Short Selling, *Stcrt.* 2008, 197. Zie over deze regeling onder meer Oppelaar 2008 en Dorst & Van Swieten 2009.

¹¹⁶ Op grond van de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities, *Stcrt.* 2009, 97. Deze regeling is thans nog van kracht (zie *Stcrt.* 2009, 20429). Zie over deze regeling onder meer Hijink 2009.

¹¹⁷ Overweging 2 van de *short selling*-Verordening.

¹¹⁸ In het navolgende wordt enkel ingegaan op de in de Verordening opgenomen regels omtrent het *shorten* van aandelen. De eveneens in de Verordening opgenomen regels omtrent het *shorten* van overheidsschulden en de regels omtrent bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps, vallen buiten het bestek van deze scriptie.

¹¹⁹ CESR 2010a en 2010b.

¹²⁰ Artikel 48 van de *short selling*-Verordening.

van de financiële markten,¹²¹ bevat de Verordening geen beperking of verbod op *short selling* of het innemen van shortposities onder normale omstandigheden.¹²² Wel beoogt de Verordening de transparantie ten aanzien van aanmerkelijke netto shortposities te vergroten, door introductie van een meldingsplicht.

2.4 Tweeledige meldingsplicht bij aanmerkelijke netto shortposities

Teneinde de transparantie te vergroten, introduceert de *short selling*-Verordening een meldingsplicht met betrekking tot aanmerkelijke netto shortposities in aandelen van alle ondernemingen (niet slechts banken en verzekeraars) waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op handelsplatform in de EU¹²³, tenzij het belangrijkste handelsplatform voor de handel in die aandelen buiten de EU gelegen is.¹²⁴

De in de Verordening opgenomen meldingsplicht vormt een tweeledig systeem:

- i. bereikt, overschrijdt of onderschrijdt de netto shortpositie in aandelen van de onderneming de waarde van 0,2%, 0,3% of 0,4%¹²⁵ van het geplaatst kapitaal, dan moet de houder van deze netto shortpositie daarvan vertrouwelijk melding maken aan de nationale toezichthouder;¹²⁶
- ii. bereikt, overschrijdt of onderschrijdt de netto shortpositie in aandelen van de onderneming de waarde van 0,5% of elke 0,1% daarboven (0,6%, 0,7%, enzovoort) van het geplaatst kapitaal, dan moet de houder van deze netto shortpositie daarvan melding maken aan de nationale toezichthouder en wordt deze melding bovendien aan het publiek openbaar gemaakt.¹²⁷

¹²¹ Overweging 5 van de *short selling*-Verordening.

¹²² Behoudens een (kleine) beperking van ongedekte shorttransacties in artikel 12 van de Verordening. In geval van crisissituaties mogen nationale toezichthouders (of de ESMA) shorten wél beperken of zelfs verbieden. Zie Hoofdstuk V van de *short selling*-Verordening, in het bijzonder artikelen 20, 23 en 28.

¹²³ Dat kan zowel de handel op een gereglementeerde markt, als de handel op een multilaterale handelsfaciliteit betreffen. Zie artikel 2, lid 1, onderdeel 1 van de *short selling*-Verordening.

¹²⁴ Artikel 16 van de *short selling*-Verordening.

¹²⁵ Dat deze drempelwaarden veel lager liggen dan de drempels voor melding van substantiële bruto longposities, heeft er mee te maken dat de invloed van netto shortposities op de handel meer gerelateerd is aan de dagelijkse transactievolumes dan aan het totale aantal geplaatste aandelen. Omdat het dagelijkse transactievolume op de markt normaliter slechts een fractie van het totale aantal geplaatste aandelen betreft, kan van een netto shortpositie van 0,2% al een aanmerkelijke invloed op de handel uitgaan. De meldingsdrempels voor netto shortposities liggen om die reden lager. Zie Peeters 2012, p. 195-196.

¹²⁶ Artikel 5 van de *short selling*-Verordening.

¹²⁷ Artikel 6 van de *short selling*-Verordening.

Voor Nederland zal deze systematiek er toe leiden dat kleinere netto shortposities die de drempels van 0,2%, 0,3% en 0,4% bereiken of passeren, alleen vertrouwelijk aan de AFM¹²⁸ gemeld hoeven te worden. Doel van deze vertrouwelijke melding, is dat de toezichthouder op die manier beter in staat is om die positie te monitoren en zo nodig een onderzoek in kan stellen naar shorttransacties die een systeemrisico kunnen creëren of die marktmisbruik kunnen vormen.

Grotere netto shortposities die de drempels van 0,5% en elke 0,1% daarboven bereiken of passeren, zullen eveneens aan de AFM gemeld moeten worden, maar deze meldingen zullen vervolgens ook aan de markt openbaar worden gemaakt via de website van de AFM. Deze openbaarmaking is er op gericht om andere marktdeelnemers te voorzien van nuttige informatie over aanmerkelijke individuele netto shortposities in aandelen.¹²⁹

2.5 Het bepalen van de netto shortpositie

Om te bepalen of een meldingsdrempel wordt bereikt of gepasseerd, moet de netto shortpositie worden bepaald. Daartoe moeten eerst de (bruto) shortpositie en de (bruto) longpositie worden berekend, waarna de netto shortpositie kan worden berekend. Zonder al te diep in te gaan op deze zeer technische materie, zal hierna op hoofdlijnen iets worden gezegd over welke financiële instrumenten en transacties aanleiding geven tot een short- of longpositie en de wijze waarop de omvang van de short- of longpositie berekend moet worden.

2.5.1 (Bruto) shortposities

Op grond van de Verordening, behoren tot de (bruto) shortposities van een rechtspersoon of een natuurlijk persoon:

- a) alle shorttransacties in aandelen, en
- b) alle transacties die een ander financieel instrument dan een onder a) bedoeld financieel instrument tot stand brengen of daarmee verband houden en waarvan het gevolg of een van de gevolgen is dat de natuurlijke of rechtspersoon die de

¹²⁸ Vgl. artikel 1:25, derde lid Wft, dat bepaalt dat de AFM bij algemene maatregel van bestuur kan worden belast met de uitvoering en handhaving van de bij of krachtens een Europese verordening gestelde regels.

¹²⁹ Zie overweging 7 van de *short selling*-Verordening voor deze doelstellingen.

transactie aangaat een financieel voordeel geniet in het geval de koers of de waarde van het aandeel daalt.

Een shorttransactie wordt in de Verordening gedefinieerd als *elke verkoop* van een aandeel dat de verkoper niet in eigendom heeft op het moment dat hij de verkoopovereenkomst sluit. Aandelen die de verkoper heeft geleend op het moment dat hij de verkoopovereenkomst sluit, heeft hij niet in eigendom, zodat verkoop van geleende aandelen geldt als een shorttransactie.¹³⁰ Aandelen waarvan de verkoper (laatste) vruchtgebruiker is op het moment van het sluiten van de verkoopovereenkomst, worden wel geacht in eigendom aan hem toe te behoren, zodat verkoop daarvan geen shorttransactie is.¹³¹

Uit de definitie van het begrip ‘shortpositie’, volgt dat dit niet alleen shortposities omvat die zijn ontstaan door het verhandelen van aandelen op handelsplatforms, maar tevens shortposities die zijn ontstaan door het verhandelen van aandelen buiten de beurzen om, als ook shortposities die zijn ontstaan door het gebruik van derivaten (op of buiten de beurs), zoals certificaten, opties, *warrants*, *futures*, indexgerelateerde instrumenten, *contracts for difference*, *swaps* en *spread bets*. Anders gezegd gaat het om alle transacties in (of verband houdend met) financiële instrumenten, op of buiten een handelsplatform, die een financieel voordeel opleveren bij een daling van de koers of de waarde van het (onderliggende) aandeel.¹³²

Van een aantal transacties is echter expliciet aangegeven dat deze niet kwalificeren als shorttransactie. Zo wordt een *repurchase agreement* tussen twee partijen, waarbij een partij aan een andere partij een effect verkoopt tegen een bepaalde prijs onder de verbintenis dat het effect op een later tijdstip tegen een andere (vooraf bepaalde) prijs wordt teruggekocht, niet aangemerkt als een shorttransactie. Een overdracht van effecten

¹³⁰ Of de verkoper een overeenkomst heeft gesloten om het aandeel te lenen met het oog op het leveren ervan bij de afwikkeling. Zie artikel 2, lid 1, onder b van de *short selling*-Verordening.

¹³¹ Vruchtgebruiker is de belegger die het economische risico van het verwerven van het aandeel draagt. Zie artikel 2, lid 2 van de *short selling*-Verordening jo. artikel 3, lid 1 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening. De gefinaliseerde versie van deze gedelegeerde Verordening is nog niet beschikbaar, maar de tekst is al wel te raadplegen via <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20120705-regulation_nl.pdf>.

¹³² Vgl. artikel 10, lid 3 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

uit hoofde van een effectenuitleenovereenkomst, kwalificeert evenmin als een shorttransactie. Datzelfde geldt voor het aangaan van een *futures*- of ander derivatencontract waarin wordt overeengekomen om effecten op een toekomstig tijdstip tegen een bepaalde prijs te verkopen.¹³³

Evenzo geldt dat shortposities in financiële instrumenten die een recht doen ontstaan op onuitgegeven aandelen en inschrijvingsrechten, converteerbare obligaties en andere vergelijkbare instrumenten, niet als shortpositie worden beschouwd voor de bepaling van de netto shortpositie.¹³⁴

2.5.2 (Bruto) longposities

Voor het bepalen van de (bruto) longposities, bepaalt de Verordening dat moet worden gekeken naar:

- a) alle aandelen die worden gehouden, en
- b) alle transacties die een ander financieel instrument dan een aandeel tot stand brengen of daarmee verband houden en waarvan het gevolg of een van de gevolgen is dat de natuurlijke of rechtspersoon die de transactie aangaat een financieel voordeel geniet in het geval de koers of de waarde van het aandeel stijgt.

Tot de aandelen die een persoon houdt, behoren niet slechts de aandelen die hij in eigendom heeft, maar tevens de aandelen waarvan hij vruchtgebruiker is en de aandelen ten aanzien waarvan hij een uitvoerbare vordering heeft om de eigendom overgedragen te krijgen.¹³⁵

Het is opmerkelijk dat niet is bepaald dat voor de bepaling van de bruto longpositie, geen rekening wordt gehouden met longposities in financiële instrumenten die een recht doen ontstaan op onuitgegeven aandelen en inschrijvingsrechten, converteerbare obligaties en andere vergelijkbare instrumenten.

¹³³ Artikel 2, lid 1, onder b, punten i), ii) en iii) van de *short selling*-Verordening.

¹³⁴ Artikel 7, aanhef en onder b) van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

¹³⁵ Artikel 3, lid 7, onder a van de *short selling*-Verordening jo. artikel 4 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

Neem bijvoorbeeld het houden van een *call*-optie op converteerbare obligaties. Een *call*-optie is een ‘ander financieel instrument dan een aandeel’. Bovendien geldt dat een converteerbare obligatie meer waard wordt, als de koers stijgt van het aandeel waarin de obligatie geconverteerd kan worden. Ook een *call*-optie op een dergelijke obligatie zal dan in waarde stijgen als de koers van het aandeel stijgt. Er is dus ook sprake van ‘een financieel voordeel [voor de houder] in het geval de koers of de waarde van het aandeel stijgt’. Daarmee zouden *call*-opties op een converteerbare obligatie deel uitmaken van de bruto longpositie voor de bepaling van de netto shortpositie.

Dat is opvallend (en onwenselijk) omdat in de spiegelbeeldige situatie (een *put*-optie op een converteerbare obligatie), de *put*-optie geen deel uitmaakt van de bruto shortpositie.¹³⁶ Dat strookt ook niet met de overweging van de Europese Commissie, dat een restrictievere aanpak voor het specificeren van longposities dan voor het specificeren van shortposities in aandelen noodzakelijk is.¹³⁷

Net zoals is bepaald dat shortposities in financiële instrumenten die een recht doen ontstaan op onuitgegeven aandelen en inschrijvingsrechten, converteerbare obligaties en andere vergelijkbare instrumenten, niet als shortpositie worden beschouwd voor de bepaling van de netto shortpositie,¹³⁸ zo had hetzelfde bepaald moeten worden ten aanzien van longposities in dergelijke financiële instrumenten.¹³⁹

2.5.3 Berekening netto shortpositie: tijdstip positiebepaling

Bij het berekenen van de omvang van de eventuele netto shortpositie, moet worden gekeken naar alle (bruto) long- en shortposities waarover een persoon beschikt om 24.00 uur (lokale tijd). Dat tijdstip is van toepassing op alle transacties, ongeacht of de transacties al dan niet tijdens de normale handelstijden hebben plaatsgevonden.¹⁴⁰ Anders dan bij de zeggenschapsmeldingen het geval is, ontstaat dus geen meldingsplicht zodra één of meer drempelwaarden worden bereikt of gepasseerd. In plaats van een verplichting

¹³⁶ Zie noot 134.

¹³⁷ Overweging 4 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

¹³⁸ Artikel 7, aanhef en onder b) van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

¹³⁹ Vgl. ESMA 2012, p. 13.

¹⁴⁰ Artikel 9, lid 2 van de *short selling*-Verordening.

tot permanente monitoring van de omvang van de netto shortpositie, is gekozen voor een systeem waarbij éénmaal daags¹⁴¹ (op een gefixeerd tijdstip) bekeken moet worden of de omvang van de netto shortpositie een drempelwaarde bereikt of passeert. Het gevolg hiervan is dat eventuele *intraday* netto shortposities van 0,2% of meer, geen aanleiding geven tot een meldingsplicht, mits de netto shortposities vóór middernacht zijn teruggebracht naar minder dan 0,2%.

2.5.4. Berekening netto shortpositie: delta gecorrigeerde posities

Voor de berekening van de netto shortpositie die een persoon houdt in het uitgegeven aandelenkapitaal van een onderneming, bepaalt de Verordening dat elke (bruto) longpositie die hij heeft in dat kapitaal, in mindering moet worden gebracht op enige shortpositie die hij heeft in dat kapitaal.¹⁴²

Bij het berekenen van de netto shortpositie, wordt uitgegaan van een zogenaamd ‘delta gecorrigeerd model’. Dit model komt er op neer dat elke derivaten- en aandelenpositie (*long* en *short*) wordt verantwoord op voor delta gecorrigeerde basis. Een aandelenpositie heeft daarbij een delta van 1. Om de delta van een derivaat te berekenen, moet worden nagegaan wat de volatiliteit is van het derivaat ten opzichte van (kleine) koersveranderingen van het onderliggende aandeel. Door deze delta correcties worden de (prijrisico’s van) derivatenposities in feite uitgedrukt in equivalente aandelenposities.¹⁴³ Als van alle gehouden posities de delta gecorrigeerde positie is bepaald, wordt de som van alle delta gecorrigeerde longposities afgetrokken van de som van alle delta gecorrigeerde shortposities, om zo uit te komen op de (delta gecorrigeerde) netto longpositie.¹⁴⁴

¹⁴¹ Eigenlijk: eenmaal per handelsdag. Op niet-handelsdagen hoeft de netto shortpositie niet bepaald te worden. Dit volgt uit de formulering van artikel 9, lid 2 van de *short selling*-Verordening, dat bepaalt dat het gaat om de posities ‘middernacht aan het eind van de handelsdag’. Overigens kan de netto shortpositie op niet-handelsdagen wél wijzigen: bij de netto shortpositie moet immers ook rekening gehouden worden met posities die buiten de beurs om zijn verkregen of afgestoten.

¹⁴² Artikel 3, lid 4 van de *short selling*-Verordening.

¹⁴³ Preciezer gezegd: als de houder van een derivaten-shortpositie een aandelen-longpositie zou nemen die qua omvang precies gelijk is aan de delta gecorrigeerde shortpositie, dan zou dit een perfecte afdekking vormen van het prijrisico van de derivaten-shortpositie.

¹⁴⁴ Artikel 3, lid 7, onder b van de *short selling*-Verordening jo. artikel 10, lid 1 en Bijlage II van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

2.5.5 Voorbeeld van bepaling netto shortpositie

Een klein cijfervoorbeeld om een en ander te verduidelijken. Stel dat iemand beschikt over 50.000 aandelen Fugro en 500.000 (aangekochte) *put*-opties¹⁴⁵ in Fugro. Stel voorts dat de actuele beurskoers van Fugro EUR 50,00 is en dat een stijging van de beurskoers met EUR 0,10 zou leiden tot een waardedaling van elke optie van EUR 0,05. De netto shortpositie wordt dan als volgt berekend:

- De bruto longpositie bestaat uit 50.000 aandelen Fugro. De delta van een aandelenpositie is 1. De delta gecorrigeerde bruto longpositie bestaat dus eveneens uit 50.000 aandelen Fugro.
- De bruto shortpositie bestaat uit 500.000 aangekochte *put*-opties in Fugro (betrekking hebbend op 500.000 onderliggende aandelen Fugro). Aangezien een koersstijging van één onderliggend aandeel met EUR 0,10 zou leiden tot een waardedaling van EUR 0,05 per optie, bedraagt de delta (-)0,5.¹⁴⁶ De delta gecorrigeerde bruto shortpositie is dan (equivalent aan) 250.000 aandelen Fugro.¹⁴⁷
- De netto shortpositie is (equivalent aan) 200.000 aandelen Fugro, hetgeen een netto shortpositie van circa 0,24% van het geplaatst kapitaal van Fugro betreft. Deze netto shortpositie zou dus meldingsplichtig zijn.

2.6 Aggregatie in groepsverband en bij fondsbeheerders

Netto shortposities worden in beginsel berekend door te kijken naar de door één natuurlijke persoon of één rechtspersoon gehouden long- en shortposities. Long- en shortposities kunnen echter worden gehouden door verschillende entiteiten binnen een concern of in verschillende door dezelfde fondsbeheerder beheerde fondsen. Wanneer de meldingsplicht beperkt zou zijn tot de netto shortposities van de afzonderlijke groepsmaatschappijen en de afzonderlijke fondsen, kan de meldingsplicht worden ontweken door grote netto shortposities te spreiden over entiteiten binnen een groep of

¹⁴⁵ Voor de eenvoud wordt er hier van uitgegaan dat één *put*-optie betrekking heeft op één aandeel.

¹⁴⁶ Namelijk: $-0,05$ (de verandering in de koers van de optie) gedeeld door $0,10$ (de verandering in de koers van het onderliggende aandeel), levert een delta van $-0,5$ (waarbij het minteken aangeeft dat het een shortpositie is).

¹⁴⁷ Met andere woorden: het prijsrisico van deze bruto shortpositie van 500.000 aangekochte *put*-opties, zou perfect worden afgedekt door een aandelen-longpositie van 250.000 aandelen.

over verschillende fondsen. De Europese regelgever heeft het gevaar van dit ontwijkgedrag onderkend, en heeft daarom bepaald dat onder omstandigheden de shortposities van fondsen en van entiteiten in een groep¹⁴⁸ moeten worden geaggregeerd om zo tot een ‘groeps netto shortpositie’ en een ‘fondsbeheerder netto shortpositie’ te komen.¹⁴⁹

2.6.1 Aggregatie in groepsverband

Wanneer verschillende entiteiten binnen één groep short- en/of longposities hebben met betrekking tot een bepaalde uitgevende instelling, geldt de volgende regeling.

Voor elke juridische entiteit waaruit de groep is samengesteld, wordt afzonderlijk de (individuele) netto shortpositie berekend. Daarnaast geldt dat de netto short- en longposities van alle juridische entiteiten waaruit de groep bestaat, worden geaggregeerd en gesaldeerd om te komen tot een ‘groeps netto shortpositie’.¹⁵⁰

Als nu de ‘groeps netto shortpositie’ een meldingsdrempel bereikt of passeert, dan moet deze gewijzigde ‘groeps netto shortpositie’ worden gemeld door de groep.¹⁵¹ De gewijzigde netto shortposities van de verschillende entiteiten binnen de groep, hoeven dan niet gemeld te worden (ook niet als deze een drempelwaarde bereiken of passeren).

Als daarentegen de ‘groeps netto shortpositie’ géén meldingsdrempel bereikt of passeert, maar een of meer individuele netto shortposities wél, dan zijn (enkel) de entiteiten waarvan de individuele netto shortpositie een drempel passeert/bereikt gehouden tot melding van deze gewijzigde individuele netto shortposities.¹⁵²

¹⁴⁸ Daarbij moet worden aangetekend dat het groepsbegrip uit de Verordening, afwijkt van het Nederlandse groepsbegrip uit artikel 2:24b BW. Voor de toepassing van de *short selling*-Verordening wordt onder een ‘groep’ verstaan: de juridische entiteiten die gecontroleerde ondernemingen zijn in de zin van de Transparantierichtlijn en de afzonderlijke natuurlijke of rechtspersoon die deze gecontroleerde ondernemingen controleert. Zie artikel 2, lid 1 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening. Deze definitie komt (nagenoeg) overeen met de definitie van gecontroleerde onderneming in artikel 1:1 Wft.

¹⁴⁹ Artikel 3, lid 7, onder c van de *short selling*-Verordening jo. artikelen 12 en 13 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

¹⁵⁰ Artikel 13, lid 1 en 2 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening.

¹⁵¹ Onduidelijk is of deze ‘groepsmelding’ uitsluitend mag worden verricht door de controlerende persoon.

¹⁵² Artikel 13, lid 3 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening. Een klein voorbeeld ter illustratie. Stel dat een groep bestaat uit NV A en BV B, waarbij de netto shortpositie van NV A van 0,35% naar 0,25% daalt, terwijl de netto shortpositie van BV B gelijk blijft op 0,24%. In dat geval passeert zowel de groeps netto shortpositie als de individuele netto

Deze regeling is er op gericht om dubbele meldingen zoveel mogelijk te voorkomen: ofwel de netto shortpositie wordt gemeld op groepsniveau, ofwel de groepsentiteiten moeten afzonderlijk hun individuele netto shortposities melden, maar niet allebei.

2.6.2 Aggregatie bij fondsbeheerders

Een vergelijkbare aggregatieplicht geldt voor fondsen en beleggingsportefeuilles onder beheer van één en dezelfde fondsbeheerder. Daarvoor geldt dat de afzonderlijke netto shortposities van de fondsen en portefeuilles worden geaggregeerd, voor zover voor deze fondsen en portefeuilles eenzelfde beleggingsstrategie wordt gevoerd.¹⁵³ Als moet worden geaggregeerd, dan hoeven alleen de geaggregeerde netto shortposities te worden gemeld door de fondsbeheerder; de individuele netto shortposities van een fonds hoeven niet gemeld te worden (ook niet als een individuele netto shortpositie een drempelwaarde passeert en de geaggregeerde netto shortpositie niet).¹⁵⁴

2.7 Vrijstelling van de meldingsplicht voor *marketmakers*

De door de *short selling*-Verordening geïntroduceerde meldingsplicht geldt voor alle houders van aanmerkelijke netto shortposities in aandelen, ongeacht of zij binnen of buiten de EU woonachtig of gevestigd zijn.¹⁵⁵ Overeenkomstig het advies van CESR,

shortpositie van NV A een drempelwaarde. De groep moet de gewijzigde groeps netto shortpositie melden, terwijl de gewijzigde individuele netto shortpositie van NV A niet gemeld hoeft te worden. Zou nou de netto shortpositie van BV B niet gelijk blijven, maar op dezelfde dag stijgen van 0,24% naar 0,34%, dan geldt dat de beide individuele netto shortposities een drempelwaarde passeren, terwijl de groeps netto shortpositie gelijk blijft en dus geen drempelwaarde passeert. In dat geval moeten zowel NV A als BV B hun eigen netto shortposities melden. Zie ook de voorbeelden in ESMA 2012, p. 31-33.

¹⁵³ Artikel 12, lid 3 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening. Heeft een fondsbeheerder dus het beheer over in totaal tien fondsen waarmee wordt belegd in een bepaalde uitgevende instelling, waarbij voor zes fondsen een bepaalde beleggingsstrategie wordt gevoerd en voor de overige vier fondsen een andere beleggingsstrategie, dan moeten de netto shortposities van de zes fondsen worden geaggregeerd tot een ‘fondsbeheerder netto shortpositie’ en moeten daarnaast de netto shortposities van de andere vier fondsen worden geaggregeerd tot een tweede (afzonderlijke) ‘fondsbeheerder netto shortpositie’.

¹⁵⁴ Artikel 12, lid 4 van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening. Vgl. ESMA 2012, p. 28. Op dit punt wijkt de aggregatieplicht voor fondsen af van de aggregatieplicht voor groepen. Als de ‘groeps netto shortpositie’ geen drempelwaarde bereikt of passeert, moeten de individuele netto shortposities die een drempelwaarde bereiken of passeren door de desbetreffende groepsentiteit worden gemeld. Als daarentegen de ‘fondsbeheerder netto shortpositie’ geen drempelwaarde bereikt of passeert, hoeven óók de gewijzigde individuele netto shortposities van de afzonderlijke fondsen niet gemeld te worden, ook niet als die individuele netto shortposities wel een drempelwaarde bereiken of passeren.

¹⁵⁵ Artikel 10 van de *short selling*-Verordening.

geldt evenwel een algehele vrijstelling van de meldingsplicht voor activiteiten van *marketmakers*.¹⁵⁶ Deze vrijstelling wordt gemotiveerd door te wijzen op de cruciale rol van *marketmakers* bij het verzekeren van de liquiditeit van de financiële markten en de noodzaak voor *marketmakers* om ter vervulling van deze rol voor korte termijnen shortposities in te nemen, zonder dat deze posities publiekelijk bekend worden.¹⁵⁷

Hoewel uit deze motivering wel blijkt waarom *marketmakers* worden uitgezonderd van de verplichting tot openbare melding, wordt niet duidelijk waarom *marketmakers* ook worden uitgezonderd van de verplichting tot vertrouwelijke melding aan enkel de AFM. Ook uit de adviezen van CESR wordt niet duidelijk waarom een vrijstelling van de verplichting tot vertrouwelijke melding wenselijk is.

2.8 Termijn voor en wijze van melding

Een meldingsplichtige netto shortpositie dient uiterlijk de volgende handelsdag om 15.30 uur lokale tijd gemeld te worden. De melding moet worden verricht bij de bevoegde autoriteit in de lidstaat waar het (onderliggende) aandeel voor het eerst tot de handel op een gereguleerde markt is toegelaten. Is het (onderliggende) aandeel tegelijk op meer dan één gereguleerde markt voor het eerst tot de handel toegelaten, dan moet de melding worden verricht in de lidstaat waar de omzet van het (onderliggende) aandeel het hoogst is.¹⁵⁸

Elke melding of openbaarmaking moet de identiteit van de houder van de netto shortpositie bevatten, alsmede de omvang van de desbetreffende netto shortpositie, de uitgevende instelling ten aanzien van wie de netto shortpositie bestaat en de datum waarop de netto shortpositie tot stand is gekomen, is veranderd of heeft opgehouden te bestaan.¹⁵⁹ De melding hoeft enkel de omvang van de netto shortpositie te bevatten en

¹⁵⁶ Artikel 17 van de *short selling*-Verordening. De *marketmaker* zal wel ten minste 30 dagen voordat hij voor het eerst van de vrijstelling gebruik wenst te maken, de AFM in kennis moeten stellen van het voornemen om gebruik te gaan maken van de vrijstelling (artikel 17, vijfde lid). Het begrip 'activiteiten van *marketmakers*' is gedefinieerd in artikel 2, lid 1, onder k) van de *short selling*-Verordening. Vgl. over de vrijstelling voor activiteiten van *marketmakers*: CESR 2010a, p. 10-11 en CESR 2010b, p. 7-8.

¹⁵⁷ Overweging 26 van de *short selling*-Verordening. Zie ook CESR 2010a, p. 10-11 en CESR 2010b, p. 7-8.

¹⁵⁸ Artikel 2, lid 1, onder j, punt v) van de *short selling*-Verordening jo. artikel 2, punt 7 en artikel 10 van Verordening (EG) nr. 1287/2006 (*PbEU* L 241/1).

¹⁵⁹ Artikel 9, lid 1 van de *short selling*-Verordening.

niet tevens een uitsplitsing daarvan in de verschillende bruto posities die de melder houdt.¹⁶⁰

De openbaarmaking van meldingen (bij het bereiken of passeren van de 0,5%-drempel of elke 0,1% daarboven), geschiedt via de bevoegde autoriteit. De informatie uit de meldingen komt op een centrale, vrij toegankelijke website te staan die wordt beheerd door, of onder toezicht staat van, de bevoegde autoriteit.¹⁶¹ Naar verwachting zal dit betekenen dat in Nederland de informatie in een nieuw ‘netto shortpositie-meldingsregister’ op de website van de AFM komt te staan.

2.9 Handhaving meldingsplicht netto shortposities

Om toezicht te houden op de naleving van de meldingsplicht en onderzoek te verrichten naar mogelijke overtredingen, bepaalt de *short selling*-Verordening dat de bevoegde autoriteiten, in overeenstemming met het nationale recht, onder andere beschikken over de bevoegdheid om toegang te verkrijgen tot documenten, inlichtingen te verlangen van een ieder en onaangekondigde inspecties te verrichten.¹⁶²

De sancties en bestuursrechtelijke maatregelen die gelden voor overtreding van de meldingsplicht, moeten op nationaal niveau worden vastgesteld. Deze sancties en bestuursrechtelijke maatregelen moeten doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn. Voor Nederland geldt dat de toezichthouder ter zake van een overtreding van de in de *short selling*-Verordening opgenomen meldingsplicht, een last onder dwangsom en een bestuurlijke boete kan opleggen.¹⁶³ Mogelijk kiest de Nederlandse wetgever daarnaast voor strafbaarstelling, door artikel 1 van de WED aan te vullen met de meldingsplichten uit artikelen 5 tot en met 8 van de Verordening.

¹⁶⁰ Op grond van artikel 9, lid 1 van de *short selling*-Verordening is de melder wel verplicht om gedurende vijf jaar gegevens bij te houden over de bruto posities die een aanmerkelijke netto shortpositie vormen (ten behoeve van eventuele boekencontrole door de toezichthouder, bijvoorbeeld bij vermoedens van overtreding van de meldingsplicht).

¹⁶¹ Artikel 9, lid 4 van de *short selling*-Verordening. Op de website van ESMA komen links te staan naar al deze nationale websites.

¹⁶² Artikel 33, lid 2 van de *short selling*-Verordening.

¹⁶³ Artikel 1:79, eerste lid, onder b Wft (last onder dwangsom) en artikel 1:80, eerste lid, onder b Wft (bestuurlijke boete). Vereist is wel dat bij AMvB wordt bepaald dat deze artikelen van toepassing zijn op de verplichtingen uit de *short selling*-Verordening. Dat kan bijvoorbeeld in het uitvoeringsbesluit (de AMvB ter uitvoering van de Verordening) gebeuren, dat voorzover bekend nog niet is vastgesteld.

3 Het (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance

3.1 Achtergrond (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance

In december 2006 heeft de Monitoring Commissie een consultatiedocument gepubliceerd met daarin haar overwegingen en voorlopige opvattingen over (kort gezegd) de rol van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen en het toepassingsbereik van de Nederlandse Corporate Governance Code.¹⁶⁴ Naar aanleiding van de ontvangen reacties,¹⁶⁵ heeft de Monitoring Commissie in mei 2007 advies uitgebracht over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Corporate Governance Code.¹⁶⁶

In het advies onderkent de Monitoring Commissie dat aandeelhouders zich actiever zijn gaan opstellen, hetgeen in enkele gevallen heeft geleid tot conflicten tussen vennootschap en aandeelhouders over de strategie van de onderneming. Dit toegenomen aandeelhoudersactivisme noopt volgens de Monitoring Commissie echter niet tot een fundamentele wijziging van het Nederlandse *corporate governance*-stelsel. Wel meent de Monitoring Commissie dat nadere ‘spelregels’ nodig zijn om de processen tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders zorgvuldig te laten verlopen. Deze nadere ‘spelregels’ heeft de Monitoring Commissie opgesteld in de vorm van enerzijds aanbevelingen tot nadere uitwerkingen van de Corporate Governance Code¹⁶⁷ en anderzijds aanbevelingen aan de wetgever.¹⁶⁸

Het advies van de Monitoring Commissie vormt de basis voor het op 18 juli 2009 aan de Tweede Kamer toegezonden wetsvoorstel Corporate Governance.¹⁶⁹ Op 5 juli 2012 is een

¹⁶⁴ Monitoring Commissie 2006.

¹⁶⁵ Te raadplegen via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/reacties_consultatiedocument>.

¹⁶⁶ Monitoring Commissie 2007.

¹⁶⁷ Op 10 december 2008 is een geactualiseerde Corporate Governance Code gepubliceerd, waarin deze nadere ‘spelregels’ gedeeltelijk zijn opgenomen. De geactualiseerde Corporate Governance Code is op 3 december 2009 gepubliceerd in *Stcrt.* 2009, 18499 en bij Koninklijk Besluit van 10 december 2009 (*Stb.* 2009, 545) aangewezen als gedragscode in de zin van artikel 2:391, vijfde lid BW.

¹⁶⁸ Monitoring Commissie 2007, p. 3.

¹⁶⁹ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 1 - 4.

geamendeerde vorm van het wetsvoorstel Corporate Governance met algemene stemmen aangenomen door de Tweede Kamer.¹⁷⁰

3.2 Inhoud (geamendeerde) wetsvoorstel Corporate Governance

Het geamendeerde wetsvoorstel Corporate Governance bestaat uit de volgende vier onderdelen:

- i) introductie van een additionele (eerste) meldingsdrempel bij 3% van het geplaatst kapitaal of de stemrechten voor het melden van kapitaalbelangen en zeggenschap;
- ii) introductie van een meldingsplicht voor personen die beschikken over substantiële bruto shortposities van 3% of meer;
- iii) introductie van een regeling voor identificatie van en communicatie met investeerders; en
- iv) een verhoging van de (maximale) agenderingsdrempel van 1% naar 3% van het geplaatst kapitaal, waarbij het alternatieve beurswaardecriterium komt te vervallen.

De verhoogde wettelijke agenderingsdrempel zal voor alle NV's gelden; de eerste drie onderdelen hebben louter betrekking op beurs-NV's.

De onderdelen i), ii) en iv)¹⁷¹ zullen hierna achtereenvolgens in paragrafen 3.3 - 3.5 besproken worden.¹⁷² Tot slot zal in paragraaf 3.6 aandacht worden besteed aan de

¹⁷⁰ *Kamerstukken I* 2011/2012, 32 014, nr. A. De volledige titel van het wetsvoorstel luidt: "Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007". Hierna zal steeds worden gesproken over 'het wetsvoorstel Corporate Governance', of kortweg 'het wetsvoorstel'.

¹⁷¹ Hoewel onderdeel iv) op zichzelf geen meldingsplicht betreft, wordt als argument vóór de verhoging van de agenderingsdrempel aangevoerd, dat een gelijktrekking van de drempel voor het agenderingsrecht met de eerste meldingsdrempel ertoe zou leiden dat voor de uitgevende instelling en beleggers duidelijk wordt wie gebruik kan maken van het agenderingsrecht. In zoverre wordt dit onderdeel gekoppeld aan de meldingsplichten en is ook dit onderdeel (mede) gericht op vergroting van de transparantie op de financiële markt. In hoeverre dit juist is, komt in par. 3.5 ter sprake.

¹⁷² De (tamelijk technische en complexe) regeling voor identificatie van investeerders, blijft hier verder buiten beschouwing. Deze identificatieregeling heeft weinig te maken (en ook weinig gemeen) met de bestaande en nieuwe meldingsplichten: het initiatief tot identificatie moet uitgaan van de uitgevende instelling, de regeling kent een heel andere systematiek en de verkregen informatie over de samenstelling van het aandeelhoudersbestand wordt niet openbaar gemaakt. Anders dan de meldingsplichten, draagt de regeling daardoor niet bij aan een verhoging van de transparantie op de financiële markt, maar zal alleen

inmiddels uit het wetsvoorstel geschrapte verplichting tot het melden of bezwaar bestaat tegen de strategie van de uitgevende instelling. Het in het wetsvoorstel Corporate Governance opgenomen overgangsrecht, komt in hoofdstuk 4 aan bod.

3.3 Verlaging drempel meldingen zeggenschap en kapitaalbelang

Zoals in het eerste hoofdstuk reeds is aangegeven, geldt onder de huidige regels een drempel van 5% van het geplaatste kapitaal of van de stemrechten als laagste drempelwaarde voor het melden van een kapitaalbelang en/of zeggenschap in uitgevende instellingen. In het wetsvoorstel Corporate Governance wordt een lagere eerste meldingsdrempel geïntroduceerd.

3.3.1 Nieuwe meldingsdrempel bij 3% van de aandelen en/of stemmen

In lijn met het voorstel van de Monitoring Commissie, wordt aan de huidige drempelwaarden een nieuwe drempel van 3% toegevoegd.¹⁷³ Het betreft een nieuwe laagste drempel zowel voor de meldingsplicht bij verkrijging of verlies van beschikking over aandelen en/of stemmen (artikel 5:38 Wft), als voor de meldingsplicht bij noemerwijzigingen (artikel 5:39 Wft). Ook de drempelwaarde van 5% zal blijven bestaan, evenals de overige thans bestaande drempelwaarden van 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%.¹⁷⁴

het bestuur meer informatie verkrijgen over het aandeelhoudersbestand. Kort wel één opmerking over deze regeling. Ter bescherming van de privacy van kleine investeerders, is middels een amendement (*Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 33) bepaald dat de aangezochte tussenschakels (banken, effectenintermediairs, et cetera) geen informatie mogen verstrekken over investeerders “die elk minder dan [0,5%] van het geplaatste kapitaal van een uitgevende instelling vertegenwoordigen”. Deze bepaling zal tot problemen leiden. Als de bepaling zo moet worden uitgelegd dat een tussenschakel geen informatie mag verstrekken over cliënten die op een effectenrekening *bij de desbetreffende tussenschakel* minder dan 0,5% van de aandelen houden, dan zou de identificatieregeling makkelijk te omzeilen zijn door het aandelenbelang te verspreiden over verschillende effectenrekening, zodat nergens de drempel van 0,5% wordt overschreden. Als de bepaling daarentegen zo moet worden uitgelegd dat tussenschakels geen informatie mogen verstrekken over cliënten die *in totaal (dus op alle effectenrekeningen bij alle tussenschakels tezamen)* minder dan 0,5% van de aandelen houden, dan is de regeling praktisch onuitvoerbaar. Een tussenschakel weet immers niet of een cliënt ook nog effecten van dezelfde soort bij een andere tussenschakel aanhoudt en weet dan niet of hij de gegevens wel of niet mag verstrekken.

¹⁷³ Artikel I, onderdelen C en D wetsvoorstel Corporate Governance (*Kamerstukken I* 2011/12, 32 014, nr. A).

¹⁷⁴ De drempelwaarden van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% en 75% worden dwingend voorgeschreven door de Transparantierichtlijn. Het was daarom ook niet mogelijk geweest om de drempelwaarde van 5% te vervangen door een drempelwaarde van 3%.

Door een wijziging van de definitie van het begrip ‘substantiële deelneming’,¹⁷⁵ zal de nieuwe 3%-drempel ook gaan gelden voor alle overige meldingsplichten uit afdeling 5.3.3 Wft waar thans een 5%-drempel geldt.¹⁷⁶ Dit betreft zowel de periodieke meldingsplicht (artikel 5:41 Wft), als de meldingsplichten in bijzondere situaties (artikelen 5:42 en 5:43 Wft).

Een (waarschijnlijk onbedoeld) gevolg van de voorgestelde verlaging van de drempelwaarde in de definitie van ‘substantiële deelneming’, is dat daarmee ook de drempel voor het instellen van een actie ex artikel 5:52 Wft omlaag gaat naar 3%.

De nieuwe 3%-drempel zal overigens niet gaan gelden voor de meldingsplicht onder het verlichte meldingsregime van artikel 5:47 Wft. Dit heeft te maken met het feit dat de Transparantierichtlijn een laagste drempelwaarde van 5% bevat voor de meldingsplicht en dwingend voorschrijft dat de lidstaten geen strengere meldingsplichten mogen opleggen dan opgenomen in de Transparantierichtlijn.¹⁷⁷ Daardoor mag voor die meldingsplicht de drempel niet worden verlaagd, hetgeen dus ook niet gebeurt.

3.3.2 Onderbouwing verlaging eerste meldingsdrempel in algemene zin

Het kabinet en de Monitoring Commissie voeren een aantal argumenten aan voor de voorgestelde invoering van een lagere eerste drempelwaarde bij meldingen van zeggenschap en/of kapitaalbelang in uitgevende instellingen. Als argumenten die pleiten voor een verlaging van de drempel *in algemene zin*, wordt aangevoerd dat (i) een lagere eerste drempel ertoe leidt dat het bestuur van een beursgenoteerde vennootschap eerder kan weten wie de grotere aandeelhouders zijn (waardoor het bestuur gericht met hen kan communiceren) en (ii) een lagere eerste drempel (potentiële) aandeelhouders beter in staat stelt om bij beleggingsbeslissingen voldoende kennis te hebben van (wijzigingen in) stemverhoudingen en belangrijke kapitaalbewegingen.¹⁷⁸

Hier valt weinig op af te dingen: een lagere eerste drempel leidt vanzelfsprekend tot meer transparantie, waar zowel het bestuur van de vennootschap, als (potentiële)

¹⁷⁵ Artikel I, onderdeel B wetsvoorstel Corporate Governance (*Kamerstukken I* 2011/12, 32 014, nr. A).

¹⁷⁶ Daarbij geldt dat de vrijstellingen in artikel 5:46 Wft niet ‘verlaagd’ worden. Zie daarover par. 3.3.4.1.

¹⁷⁷ Artikel 9, lid 1 resp. artikel 3, lid 2 Transparantierichtlijn. Zie verder par. 3.3.4.2.

¹⁷⁸ Monitoring Commissie 2007, p. 17 en *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 7.

medeaandeelhouders hun voordeel mee kunnen doen.¹⁷⁹ Hooguit kan worden opgemerkt dat het tweede argument geen stand houdt bij een zeer lage eerste drempelwaarde. De ESME merkt in dat verband het volgende op:

“The desire to provide the markets with all potentially relevant information should not result in immaterial disclosures that distract the attention of the market from the disclosures that reveal significant changes in the structure of voting control. More transparency does not necessarily result in more efficient markets (...).”¹⁸⁰

Het mag echter worden verwacht dat dit ‘afleidingseffect’ pas optreedt bij een zeer lage drempel, die zou resulteren in jaarlijks honderden zeggenschapsmeldingen per uitgevende instelling. Overigens kan zelfs in dat geval het ‘afleidingseffect’ eenvoudig worden voorkomen, door het online register met zeggenschapsmeldingen uit te rusten met een degelijke zoekfunctie, waarbij ook zoekopdrachten naar ‘meldingen van meer dan x procent’ mogelijk zijn.

Tegenover de beide argumenten die pleiten vóór een verlaging van de meldingsdrempel in algemene zin, staan echter ook argumenten die in algemene zin pleiten tégen elke verlaging van de meldingsdrempel. Als belangrijkste tegenargumenten, worden genoemd (i) de onwenselijkheid van een ‘nationale kop’ op de Transparantierichtlijn in verband met het streven naar een interne financiële markt in de EU en (ii) de hogere kosten die samenhangen met een verlaging van de meldingsdrempel door een toename van het aantal meldingen en het aantal meldingsplichtigen.¹⁸¹

In algemene zin kan dus worden gezegd dat er voor- en nadelen verbonden zijn aan een verlaging van de meldingsdrempel. Meer transparantie heeft voordelen, maar gaat tevens gepaard met hogere kosten. Mede gelet op de reacties in de consultatierondes, menen de Monitoring Commissie en het kabinet dat extra transparantie wenselijk is, ook als dat leidt tot hogere (mits niet disproportionele) lasten. De vraag *óf* de eerste meldingsdrempel omlaag moet, wordt daarmee positief beantwoord. Onder andere de gang van zaken rond

¹⁷⁹ Dat effectenmarkten in algemene zin profiteren van openbaarmakingsverplichtingen en de daarmee samenhangende toegenomen transparantie, wordt door de Europese Commissie onderbouwd met een verwijzing naar La Porta, Lopez de Silanes & Schleifer, ‘What works in securities law?’, *The Journal of Finance*, volume LXI-1, February 2006. Zie Europese Commissie 2008, p. 8.

¹⁸⁰ ESME 2007, p. 5.

¹⁸¹ Europese Commissie 2008, p. 6-8.

ABN AMRO, heeft duidelijk gemaakt dat een vergaande mate van feitelijke invloed kan uitgaan van een aandeelhouder met minder dan vijf procent van de aandelen. Dit zal met name het geval kunnen zijn in grotere beursgenoteerde vennootschappen, met een sterk verspreid aandelenbezit en zonder ‘loyale’ grootaandeelhouders.

Gelet op die feitelijke invloed, de toegenomen transparantie aan de kant van de vennootschap en de onmogelijkheid voor uitgevende instellingen om in de statuten af te wijken van de wettelijke meldingsdrempel¹⁸², komt een verlaging van de eerste (wettelijke) meldingsdrempel mij wenselijk voor.

3.3.3 Onderbouwing verlaging eerste meldingsdrempel naar 3%

De volgende vraag is *in welke mate* de eerste meldingsdrempel verlaagd moet worden. Zowel de Monitoring Commissie als het kabinet stellen een eerste drempelwaarde van 3% voor. De onderbouwing van de keuze voor deze drempelwaarde is echter bijzonder mager. Ter motivering van de keuze voor een drempel van 3%, stelt het kabinet dat (i) een drempel van 3% internationaal gebruikelijk is, althans wordt toegepast in sommige ons omringende landen (zoals het Verenigd Koninkrijk en Duitsland) en (ii) bij een drempel van 3% de voordelen die samenhangen met het vergroten van de transparantie opwegen tegen het nadeel van hogere administratieve lasten terwijl dat bij een verdere verlaging niet meer het geval is.¹⁸³ Op deze beide argumenten valt echter wel een en ander af te dingen.

3.3.3.1 Een eerste meldingsdrempel van 3% is niet internationaal gebruikelijk

Anders dan het kabinet aanvankelijk stelde,¹⁸⁴ is een eerste meldingsdrempel van 3% niet internationaal gebruikelijk. Van de 27 EU-lidstaten, hanteren slechts vijf lidstaten een eerste meldingsdrempel van 3%. Het gaat om Duitsland, Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Spanje en Tsjechië. Twee lidstaten hanteren een drempel van 2% (Italië en

¹⁸² Vgl. ESME 2007, p. 5: juist in landen waar uitgevende instellingen niet in de statuten een lagere meldingsdrempel op mogen nemen, klinkt de roep om een verlaging van de eerste (wettelijke) meldingsdrempel naar 3%. Het is ook opvallend dat van de elf EU-lidstaten waarin het uitgevende instellingen niet is toegestaan om statutair een lagere meldingsdrempel voor te schrijven, er vijf een 3% drempel kennen (Europese Commissie 2008, p. 25).

¹⁸³ Zie *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 5 en *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 7. Zie ook Monitoring Commissie 2007, p. 17.

¹⁸⁴ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 5.

Portugal), terwijl de overige 19 lidstaten een eerste meldingsdrempel van 5% hanteren.¹⁸⁵ Ook in de VS geldt een eerste meldingsdrempel van 5%.¹⁸⁶ Een eerste meldingsdrempel van 3% valt dus niet aan te merken als ‘internationaal gebruikelijk’.

3.3.3.2 Aansluiting zoeken bij geografisch omringende landen?

In latere parlementaire stukken¹⁸⁷ geeft het kabinet, in navolging van de Monitoring Commissie, aan dat met een drempel van 3% aansluiting wordt gezocht bij de eerste meldingsdrempel in sommige ons omringende landen, waaronder Duitsland en het Verenigd Koninkrijk. Dat is op zichzelf juist: zowel Duitsland als het Verenigd Koninkrijk hanteren een eerste drempelwaarde van 3%. Het argument overtuigt om een aantal redenen echter niet.

Geografische nabijheid geen relevant aanknopingspunt voor rechtsvergelijking

Ten eerste maakt het kabinet een vergelijking met Duitsland en het Verenigd Koninkrijk vanwege de geografische nabijheid: het kabinet acht deze landen relevant omdat zij ons *omringen*. Geografische nabijheid is in dit geval echter geen relevant aanknopingspunt voor een correcte rechtsvergelijking. Een Europese investeerder die besluit om over de grens te gaan beleggen, zal zijn keuze voor het beleggingsland niet baseren op geografische nabijheid. Met alle girale effectensystemen van vandaag de dag, wordt de keuze om te beleggen in een uitgevende instelling met notering in Nederland, Duitsland of Frankrijk, niet primair ingegeven door welk land dichterbij ligt.

Op andere onderdelen van de meldingsplicht ook géén aansluiting bij omringende landen

Ten tweede wordt niet duidelijk, waarom wél aansluiting gezocht moet worden bij ons omringende landen als het aankomt op de eerste drempelwaarde, terwijl er op andere onderdelen van de meldingsplicht juist voor is gekozen om géén aansluiting te zoeken bij ons omringende landen. Zo bestaan tussen de drempelwaardenstructuur in Nederland, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk aanzienlijke verschillen. In aanvulling op de (verplichte) drempelwaarden uit de Transparantierichtlijn, kent Duitsland een eerste

¹⁸⁵ *Kamerstukken II* 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 9-10. Zie ook Europese Commissie 2008, p. 25.

¹⁸⁶ §13(d) Exchange Act.

¹⁸⁷ Zie bijvoorbeeld *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 7.

drempelwaarde van 3% en een aanvullende drempelwaarde van 95%. Nederland kent daarnaast ook nog aanvullende drempelwaarden van 40% en 60%. Het Verenigd Koninkrijk gaat nog verder, door aanvullende drempelwaarden bij elk procentpunt boven 3% (dus: 3%, 4%, 5%, 6%, ..., 99%, 100%). Ook voor het overige bestaan duidelijke verschillen tussen de Nederlandse meldingsplichten en de Duitse/Engelse meldingsplichten. Zo moet in Nederland onverwijld worden gemeld, terwijl het Verenigd Koninkrijk en Duitsland een termijn van twee resp. vier handelsdagen hanteren.¹⁸⁸ Daarnaast hoeft in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland alleen melding gemaakt te worden wanneer het aantal stemmen waarover een persoon beschikt een drempelwaarde bereikt of passeert, terwijl in Nederland zowel een wijziging in het aantal stemmen als in het kapitaalbelang waarover een persoon beschikt aanleiding kan geven tot een melding.¹⁸⁹

Zowel qua drempelwaardenstructuur, als qua meldingstermijn en het al dan niet melden van kapitaalbelang, bestaan dus duidelijke verschillen tussen de Nederlandse regeling en de Duitse en Engelse regeling. Gelet op die verschillen, die gehandhaafd blijven onder het wetsvoorstel, en de irrelevantie van geografische nabijheid, is een verwijzing naar de gehanteerde meldingsdrempel in 'ons omringende landen' weinig overtuigend.

Keuze voor eerste drempelwaarde mede afhankelijk van 'aandeelhouderlandschap'

Dit geldt temeer omdat de keuze voor een 'optimale' drempelwaarde mede afhankelijk is van het 'aandeelhouderlandschap' in een bepaald land. De Europese Commissie merkt daarover het volgende op:

“For instance, a one-size-fits-all approach for the initial threshold for disclosure (e.g. 5%) may not accommodate all situations, nor provide a similar level of transparency. In the United Kingdom (UK), the "median largest block" in listed industrial companies was around 10% in 2001, while in France it was 20%, in Italy 55% and in Germany 57%. Therefore, an initial threshold for major holdings disclosure set at 5% in the UK is not likely to capture important shareholders' movements of interest to the market. The UK, indeed, opted to maintain its preexisting 3% initial threshold (followed by subsequent disclosures for every 1% increase). From this point of view, the lower 3% threshold in

¹⁸⁸ Europese Commissie 2008, p. 26-27.

¹⁸⁹ Europese Commissie 2008, p. 26.

the UK aims to achieve a sufficient degree of transparency, which is the object of the Directive, given the particular ownership structure of its listed companies.”¹⁹⁰

De lagere eerste meldingsdrempels in Italië, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, lijken dus samen te hangen met het ‘aandeelhouderlandschap’. In Italië en Duitsland is sprake van sterk geconcentreerd aandeelhouderschap, waardoor er naast de grootaandeelhouder maar weinig personen zullen zijn met een aandelenbelang van 5% of meer. Om dan meer dan één zeggenschapsmelding per uitgevende instelling te krijgen, is het nodig om de eerste meldingsdrempel te verlagen naar twee of drie procent. Omgekeerd geldt dat in het Verenigd Koninkrijk sprake is van een sterk gespreid aandelenbezit, waardoor eveneens maar relatief weinig personen zullen beschikken over een belang van 5% of meer. Ook dan ligt het voor de hand om de eerste meldingsdrempel te verlagen om toch voldoende transparantie te bewerkstelligen. In landen zonder sterk gespreid of sterk geconcentreerd aandelenbezit, is een verlaging van de eerste meldingsdrempel minder dringend.

Voor een werkelijk zinnige rechtsvergelijking, zou dus het ‘aandeelhouderlandschap’ in de verschillende EU-lidstaten in kaart gebracht moeten worden, waarna gekeken kan worden of landen met een vergelijkbaar ‘aandeelhouderslandschap’ als Nederland wel of geen eerste meldingsdrempel van drie procent hanteren. Een dergelijk omvangrijk onderzoek valt buiten het bestek van deze scriptie.

3.3.3.3 Ondeugdelijke kosten-baten-analyse

Het tweede argument voor de keuze voor een eerste drempel van 3%, met betrekking tot de kosten-baten-afweging, wordt door het kabinet als volgt onder woorden gebracht:

“Het kabinet is van mening dat het nadeel van stijging van de administratieve lasten als gevolg van de verlaging van de meldingsgrens niet opweegt tegen de voordelen die samenhangen met het vergroten van de transparantie.

Wanneer de meldingsdrempel nog lager wordt, wegen de voordelen niet meer op tegen de nadelen.”¹⁹¹

¹⁹⁰ Europese Commissie 2008, p. 9.

¹⁹¹ *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 5.

Bij een meldingsdrempel van 3% zouden de baten dus opwegen tegen de lasten, terwijl dat bij een meldingsdrempel van 1% niet langer het geval zou zijn volgens het kabinet. Dat suggereert dat het kabinet een gedegen (kwantitatieve) analyse heeft gemaakt, waarbij de verwachte kosten zijn afgezet tegen de verwachte baten bij verschillende (eerste) drempelwaarden. Alleen dan kan immers een valide uitspraak worden gedaan over de kosten, de baten en de verhouding daartussen. Maar wie verder leest in de parlementaire stukken, komt er achter dat van een gedegen (kwantitatieve) analyse absoluut geen sprake is.

Geen inzicht in aantal extra zeggenschapsmeldingen bij keuze bepaalde drempel

De baten van een lagere meldingsdrempel, bestaan uit de voordelen die samenhangen met een grotere mate van transparantie. Nu is natuurlijk lastig te kwantificeren wat de precieze baten zijn van bijvoorbeeld 200 extra zeggenschapsmeldingen per jaar. Voor enige zinnige uitspraak over de baten, is echter op z'n minst vereist dat inzicht bestaat in het aantal extra zeggenschapsmeldingen per jaar bij een bepaalde (eerste) meldingsdrempel. Inzicht in het aantal extra zeggenschapsmeldingen is ook nodig om een zinnige uitspraak te kunnen doen over de kosten.

Het kabinet geeft in de parlementaire stukken echter omstandig aan dat het eigenlijk geen deugdelijke inschatting kan maken van het aantal initiële en additionele jaarlijkse meldingen als gevolg van een lagere drempel.

Zo merkt het kabinet op dat de AFM geen inzicht heeft in het aantal meldingen onder de vijf procent en dat het aantal toekomstige meldingsplichtige transacties onzeker is omdat dit mede afhankelijk is van fiscaal beleid en economische activiteit op de financiële markten.¹⁹²

Het aantal meldingen bij de 5%-drempel (omhoog afgerond) wordt vervolgens dan maar genomen als basis voor het aantal meldingen bij een 3%-drempel. Deze schatting berust niet op enig inzicht in het daadwerkelijk aantal aandeelhouders met een belang tussen de 3% en de 5%.

¹⁹² *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 24-25.*

Wanneer echter alleen wordt gekeken naar het aantal 5%-meldingen, zegt dat nog niets over hoeveel personen beschikken over drie procent van de aandelen: op voorhand valt op basis van het aantal aandeelhouders met een (voormalig) belang van 5%-10%, niet te zeggen of er veel of weinig aandeelhouders zullen zijn met een belang van 3%-5%. Het argument dat relatief weinig extra meldingen worden verwacht, omdat beleggers die in staat zijn een belang van ten minste enkele procenten te verwerven uit fiscale overwegingen eerder voor een belang van vijf procent zullen kiezen dan voor een belang van drie procent, gaat voorbij aan de bekende praktijk dat grote institutionele aandeelhouders zonder ‘*control-taking*’-strategie de neiging hebben om hun belang net onder de eerste meldingsdrempel te houden¹⁹³ en houdt ook geen rekening met de enorme extra investering die vaak gepaard gaat met een bijna verdubbeling van het aandelenbelang in een beursgenoteerde vennootschap.¹⁹⁴ Bovendien wordt doorgaans niet in één keer een belang van vijf procent verworven door (institutionele) beleggers, maar worden belangen meer geleidelijk opgebouwd, met als gevolg dat tóch een extra melding (bij drie procent) moet worden gedaan.¹⁹⁵

Vraagtekens bij raming tijd en kosten gemoeid met verrichten meldingen

Tot slot kunnen ook vraagtekens worden geplaatst bij de gemaakte inschatting van de (personeels)kosten voor het doen van één melding. Het kabinet schat de benodigde tijd voor het verrichten van een zeggenschapsmelding op 2,5 uur en komt qua kosten uit op EUR 112,50 per melding. Deze tijds- en kostenraming komt erg laag voor.

Ten eerste is de inschatting van 2,5 uur per melding erg krap. Voor een belegger die met enige regelmaat meldingen doet, met een signaleringssysteem voor drempeloverschrijdingen en een soort ‘vooringevulde *template*’ van het

¹⁹³ Europese Commissie 2008, p. 9-10 en ESME 2007, p. 4-5.

¹⁹⁴ Ter illustratie: de beurswaarde van uitgevende instellingen bedraagt gemiddeld 1,26 miljard euro bij een AMX-notering en gemiddeld 17,6 miljard euro bij een AEX-notering. Een aandelenbelang van 2% extra, komt dan neer op een extra investering van resp. 25 en 352 miljoen euro. Dat zijn zeer substantiële bedragen die de investeerder extra moet investeren om de 5% te bereiken. Er kan niet zomaar worden aangenomen dat een partij die in staat is om 38 miljoen euro te investeren om een belang van 3% te verwerven in een AMX-vennootschap, ook in staat is (en het wenselijk acht) om 63 miljoen euro te investeren zodat een fiscaal gunstig belang van 5% wordt bereikt. Evenzo kan niet zomaar worden aangenomen dat een partij die in staat is om 525 miljoen euro te investeren om een belang van 3% te verwerven in een AEX-vennootschap, ook in staat is (en het wenselijk acht) om 875 miljoen euro te investeren zodat een fiscaal gunstig belang van 5% wordt bereikt.

¹⁹⁵ Vgl. Eumedion 2008, p. 12.

meldingsformulier, zou 2,5 uur wellicht nog kunnen kloppen. Beleggers die weliswaar eerder gemeld hebben, maar dit niet regelmatig doen, zullen doorgaans al meer dan 2,5 uur nodig hebben om een melding te completeren.¹⁹⁶

Een substantieel deel van de 3%-meldingen zal echter afkomstig zijn van beleggers die niet eerder hebben hoeven melden (simpelweg omdat zij nooit een belang van vijf procent of meer hebben gehouden). Deze ‘nieuwe’ meldingsplichtigen die voor het eerst gaan melden, moeten niet alleen het meldingsformulier ‘*from scratch*’ invullen, maar zullen zich ook moeten gaan verdiepen in (of door een deskundige laten voorlichten over) de toepasselijke regelgeving. Dergelijke ‘*first-time disclosers*’ zullen veel meer dan 2,5 uur nodig hebben om hun eerste melding te verrichten.

Ten tweede is een uurtarief van EUR 45 voor een kenniswerker met kennis van de Wft-meldingsregels, onredelijk laag.¹⁹⁷ Een uurtarief van ten minste EUR 100 lijkt een realistischer bedrag.¹⁹⁸

Tot slot zullen door de lagere meldingsdrempel ook meer beleggers een automatisch signaleringssysteem voor drempeloverschrijding moeten (laten) implementeren, om tijdig op de hoogte te raken van een drempeloverschrijding. Dit brengt eenmalige investeringskosten mee, waar het wetsvoorstel evenmin rekening mee houdt.

Naar verwachting zullen de kosten gemoeid met de verlaging van de meldingsdrempel naar 3% dan ook substantieel hoger uitvallen dan in de toelichting bij het wetsvoorstel wordt aangenomen.

Conclusie: géén gedegen afweging gemaakt van voor- en nadelen

Kortom, inzicht in het aantal extra meldingen en de daarmee gemoeide kosten als gevolg van een lagere meldingsdrempel is nodig om een zinnige uitspraak te kunnen doen over zowel de voordelen als de nadelen van een bepaalde lagere meldingsdrempel, maar het kabinet geeft zelf aan dat het daarvan eigenlijk geen deugdelijke inschatting kan maken. En voor zover een inschatting wordt gemaakt, deugt die niet. De onderbouwing van het verwachte aantal extra meldingen bij 3%, schiet (ernstig) tekort. Het verwachte aantal

¹⁹⁶ Eumedion 2008, p. 13.

¹⁹⁷ In het conceptwetsvoorstel dat ter consultatie is voorgelegd, werd nog uitgegaan van een uurtarief van EUR 70 (prijspeil 2008), zo blijkt uit Eumedion 2008, p. 13.

¹⁹⁸ Vgl. Eumedion 2008, p. 13.

extra meldingen bij andere mogelijke drempelwaarden, zoals 1% of 2%, ontbreekt volledig.¹⁹⁹ Nergens in de toelichting bij het wetsvoorstel wordt zelfs maar een poging ondernomen om het voordeel van de toegenomen transparantie bij een lagere meldingsdrempel te kwantificeren. De gemaakte inschatting van de tijd en kosten gemoeid met een melding, lijkt veel te laag. Hoe kan dan een gedegen afweging zijn gemaakt tussen ‘het nadeel van stijging van de administratieve lasten’ (waarvan men eigenlijk niet weet hoeveel die zullen bedragen) enerzijds en de toename van de transparantie (waarvan men eigenlijk niet weet hoe groot die zal zijn) anderzijds?

3.3.3.4 Wél deugdelijke onderbouwing voor een verlaging naar 3%

De door het kabinet gegeven onderbouwing van de verlaging naar 3% (en niet een andere drempelwaarde), is dus niet overtuigend. Dat neemt niet weg dat wel heel valide argumenten aanwezig zijn om te kiezen voor een drempel van 3% (en niet 1%, 2% of 4%).

Drempel van 3% in internationaal perspectief

Een eerste drempelwaarde van 4% wordt noch in de EU, noch in de VS gehanteerd. Met een eerste drempelwaarde van 1% of 2%, zou Nederland een internationale uitzonderingspositie innemen, die de aantrekkelijkheid van het Nederlandse investeringsklimaat niet ten goede komt.²⁰⁰

In het ESME-rapport over de Transparantierichtlijn, wordt opgemerkt dat ESME geen voorstander is van een verlaging van de eerste meldingsdrempel tot minder dan 3%.²⁰¹

Een eerste drempelwaarde van 3% ligt ook voor de hand omdat het Europees Parlement de Europese Commissie in een resolutie heeft opgeroepen om de eerste drempelwaarde in de Transparantierichtlijn te verlagen van 5% naar 3%.²⁰² Als dan toch een ‘nationale kop’

¹⁹⁹ Vgl. *Kamerstukken II 2009/10*, 32 014, nr. 8, p. 7: “Het is niet goed mogelijk om een door deze leden gevraagde kwantificering van het aantal meldingen bij een drempelwaarde van één procent te geven.”

²⁰⁰ Vgl. *Kamerstukken II 2009/10*, 32 014, nr. 8, p. 7. Een drempelwaarde van 1% zou er toe leiden dat Nederland binnen de EU het strengste meldingsregime zou hanteren. Een drempelwaarde van 2% wordt weliswaar toegepast in Italië en Portugal, maar deze landen hebben ook geen echte ‘internationaal concurrerende’ financiële markten met veel buitenlandse investeerders.

²⁰¹ ESME 2007, p. 5.

²⁰² Europees Parlement 2008, p. 7.

op de Transparantierichtlijn wordt gezet, dan is dat het minst bezwaarlijk als die ‘nationale kop’ naar verwachting tijdelijk van aard zal zijn (gelet op de resolutie van het Europees Parlement) en als zoveel mogelijk aansluiting wordt gezocht bij de overige ‘nationale koppen’ van andere lidstaten (zodat de divergentie beperkt blijft).

Dat geldt temeer nu de 3% wordt gehanteerd in de twee EU-lidstaten met de internationaal gezien meest belangrijke financiële markten.²⁰³ Ook in dat opzicht ligt een eerste meldingsdrempel van 3% voor de hand.

Kosten-baten-analyse (1): Inschatting verwacht aantal extra meldingen

Wanneer een reële inschatting gemaakt moet worden van het aantal te verwachten extra meldingen, ligt het voor de hand om onderzoek te doen naar het aantal meldingen in landen die reeds een 3%-drempel kennen. Als bijvoorbeeld wordt gekeken naar het Verenigd Koninkrijk, levert dat het volgende beeld op. In 2010 werden in het Verenigd Koninkrijk ongeveer 12.000 zeggenschapsmeldingen gedaan met betrekking tot circa 2.500 uitgevende instellingen.²⁰⁴ Van die 12.000 meldingen, kwamen er bijna 2.400 voort uit het passeren van de 3%-drempel, terwijl bijna 3.000 meldingen voortkwamen uit het passeren van de 5%-drempel.²⁰⁵ In Nederland werden in 2010 435 zeggenschapsmeldingen geregistreerd door de AFM met betrekking tot 135 uitgevende instellingen.²⁰⁶ Ongeveer 250 meldingen kwamen voort uit het passeren van de 5%-

²⁰³ Dat de voorgestelde verlaging van de eerste drempelwaarde wordt onderbouwd door een verwijzing naar de gehanteerde drempel in Duitsland en het Verenigd Koninkrijk, is op zichzelf genomen dus een relevante rechtsvergelijking. Dit heeft echter niet te maken met de geografische nabijheid van deze landen, als wel met de internationale importantie van de Britse en Duitse financiële markten.

²⁰⁴ Het gaat om circa 2000 Britse vennootschappen met een notering aan de *London Stock Exchange* en circa 500 vennootschappen van buiten de EU met een notering aan de *London Stock Exchange*. In de RNS-database (te raadplegen via <<http://www.londonstockexchange.com/exchange/news/market-news/market-news-home.html>>) staan 3.316 persberichten uit de periode januari-maart 2010, waarvan 3.023 betrekking hebben op zeggenschapsmeldingen (91%). De database bevat voor heel 2010 13.361 persberichten, waarvan er naar verwachting ongeveer 12.000 (91%) betrekking hebben op zeggenschapsmeldingen.

²⁰⁵ Onderzoek is gedaan naar de meldingen in de periode januari-maart 2010. In die periode zijn 3.023 zeggenschapsmeldingen gedaan, waarvan 597 (circa 20%) samenhangen met het passeren van de 3%-drempel en 745 (circa 25%) met het passeren van de 5% drempel. Op een totaal aantal meldingen van circa 12.000 in heel 2010, komt dat neer op circa 2.400 meldingen wegens passeren van de 3%-drempel en circa 3.000 meldingen wegens passeren van de 5%-drempel.

²⁰⁶ Het aantal meldingen en aantal uitgevende instellingen is afkomstig uit het register substantiële deelnemingen, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/nl/professionals/registers/alle-huidige-registers.aspx>>. Het aantal uitgevende instellingen betreft het aantal Nederlandse en niet-EU vennootschappen met een notering aan NYSE Euronext Amsterdam in de Officiële Prijscourant van 30 juni 2010 (te raadplegen via <<http://www.euronext.com/fic/000/058/139/581390.pdf>>).

drempel. Uitgaande van de cijfers uit het Verenigd Koninkrijk, zouden dan ongeveer 200 extra jaarlijkse zeggenschapsmeldingen verwacht mogen worden in Nederland bij introductie van een 3%-drempel.²⁰⁷ Hoewel dit slechts een grove indicatie geeft van het aantal te verwachten extra zeggenschapsmeldingen,²⁰⁸ levert dit alvast wel een beter beeld op dan wanneer enkel gekeken wordt naar het aantal 5%-meldingen in Nederland. Het demonstreert ook dat de schatting in de memorie van toelichting van jaarlijks 300 extra meldingen, ondanks de ondeugdelijke onderbouwing ervan, niet onaannemelijk is.

Kosten-baten-analyse (2): raming extra kosten

Wat betreft de kosten van de extra meldingen, geldt dat deze zoals gezegd waarschijnlijk substantieel hoger zijn dan geraamd in de toelichting bij het wetsvoorstel. Toch blijven de kosten wel binnen de perken. Wanneer wordt aangenomen dat gemiddeld 5 uur nodig is voor het doen van een melding, tegen een uurtarief van EUR 100, dan bedragen de kosten per melding EUR 500.

Als wordt bedacht dat zelfs met de verwerving van een 3%-belang in een *Small Cap*-fonds, gemiddeld al EUR 7 miljoen gemoeid is,²⁰⁹ dan vallen de meldingskosten op de totale investeringskosten alleszins mee.²¹⁰ In die zin lijkt de stijging van de administratieve lasten als gevolg van de lagere meldingsdrempel alleszins acceptabel.²¹¹

²⁰⁷ In het Verenigd Koninkrijk werden in 2010 12 maal zoveel meldingen gedaan wegens passeren van de 5%-drempel dan in Nederland (3.000 in het Verenigd Koninkrijk tegenover 250 in Nederland). Wordt diezelfde factor gehanteerd voor het aantal meldingen wegens passeren van de 3%-drempel, dan mogen $2.400/12 = 200$ meldingen verwacht worden bij een 3%-drempel in Nederland.

²⁰⁸ Zo is het goed mogelijk dat in het Verenigd Koninkrijk het aandelenbezit meer of juist minder gespreid is dan in Nederland, waardoor relatief meer of minder personen aanwezig zijn met 3-5% van de aandelen in een uitgevende instelling.

²⁰⁹ Voor verwerving van een 3%-belang in een AMX-fonds is gemiddeld ruim EUR 37 miljoen nodig. Bij AEX-fondsen gaat het om gemiddeld ruim EUR 500 miljoen.

²¹⁰ De gemiddelde meldingskosten van EUR 500, bedragen 0,007% van het gemiddelde investeringsbedrag.

²¹¹ Niet elke meldingsplicht komt voort uit *verwerving* van een aandelenbelang: ook pandhouders of inleners van aandelen kunnen immers meldingsplichtig zijn. Hoewel van deze partijen kan niet gezegd worden dat zij gemiddeld meer dan EUR 7 miljoen hebben geïnvesteerd, is ook daar een bedrag van gemiddeld EUR 500 per melding doorgaans niet disproportioneel. Zo doet pandhouderschap zich veelal voor bij leningen. De jaarlijkse rentevergoeding bij een lening die gedekt moet worden door EUR 7 miljoen in onderpand te geven, zal al gauw EUR 100.000 bedragen, zodat EUR 500 voor een zeggenschapsmelding geen probleem is. Ook de vergoeding voor ingeleende aandelen, zal doorgaans vele malen hoger zijn dan EUR 500.

3.3.4 De meldingsdrempel van 3% in het licht van de vrijstellingen van artikel 5:46 Wft en het verlichte meldingsregime van artikel 5:47 Wft

De nieuwe eerste meldingsdrempel van 3% noopt tot aanpassing van sommige van de vrijstellingen die zijn opgenomen in artikel 5:46 Wft en tot aanpassing van artikel 5:47 Wft, waarin een verlicht meldingsregime is neergelegd.

3.3.4.1 Aanpassing vrijstellingen artikel 5:46 Wft aan nieuwe meldingsdrempel van 3%

De vrijstellingen van artikel 5:46 Wft, zijn hiervoor reeds ter sprake gekomen in paragraaf 1.3.4. Om te voorkomen dat personen die zijn vrijgesteld van de meldingsdrempel van 5%, opeens wel een meldingsplicht zouden hebben vanwege overschrijding van de nieuwe 3%-drempel, moeten sommige van de vrijstellingen worden aangepast.

Met het oog op de nieuwe drempelwaarde van 3% in de artikelen 5:38 en 5:39 Wft, wordt artikel 5:46, tweede lid, onderdeel b Wft aangevuld met deze drempelwaarde, zodat de vrijstelling voor *marketmakers* niet alleen geldt voor de drempelwaarde van 5% maar ook voor de drempelwaarde van 3%.²¹²

De nieuwe meldingsdrempel van 3% noopt niet tot aanpassing van de overige vrijstellingen in artikel 5:46 Wft. De vrijstellingen in artikel 5:46, eerste lid en tweede lid, onderdeel a Wft, zijn immers niet gerelateerd aan bepaalde drempelwaarden. De vrijstellingen onder artikel 5:46, derde lid Wft gelden zolang het kapitaalbelang en stemrecht ‘niet meer dan vijf procent bedragen’. Dit omvat reeds de nieuwe drempelwaarde van 3%. Een verlaging van deze vrijstelling tot belangen die niet meer dan drie procent bedragen, acht het kabinet onwenselijk.²¹³

3.3.4.2 Benodigde aanpassing verlicht meldingsregime artikel 5:47 Wft aan nieuwe meldingsdrempel van 3%

Het verlichte meldingsregime uit artikel 5:47 Wft, is hiervoor besproken in paragraaf 1.3.5. Daarbij is aangegeven dat dit verlichte regime een uitvloeisel is van de

²¹² Artikel I, onderdeel F wetsvoorstel Corporate Governance (*Kamerstukken I* 2011/12, 32 014, nr. A) en *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 45-46.

²¹³ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 8.

Transparantierichtlijn, waarin is bepaald dat een lidstaat van ontvangst geen strengere meldingsplichten mag voorschrijven dan voorzien in de Transparantierichtlijn.

De nieuwe drempelwaarde van 3%, is een drempelwaarde die niet voorkomt in de Transparantierichtlijn. Op dat punt zou Nederland dus verder gaan dan de informatievereisten van de Transparantierichtlijn. Het is daarom nodig dat op deze nieuwe meldingsplichten een uitzondering wordt gemaakt ten aanzien van aandelen en stemmen in een uitgevende instelling waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst is. Het wetsvoorstel Corporate Governance schiet op dat punt tekort.

Geen aanpassing nodig van artikel 5:47, onderdeel c Wft

In artikel 5:47, onderdeel c Wft zijn reeds afwijkende drempelwaarden²¹⁴ vastgesteld voor aandelen of stemmen in uitgevende instellingen waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst is. Ook na invoering van de nieuwe drempelwaarde van 3% geldt voor aandeelhouders en stemgerechtigden in uitgevende instellingen waarvoor Nederland lidstaat van ontvangst is, dat zij verkrijging of verlies van beschikking over aandelen of stemmen pas hoeven te melden bij het bereiken of passeren van de drempel van 5%. Een wijziging van artikel 5:47, onder c Wft is niet vereist.

Benodigde aanpassing artikel 5:47 Wft in verband met 3% meldingsdrempel

De nieuwe drempelwaarde van 3% wordt echter niet alleen opgenomen in de artikelen 5:38 en 5:39 Wft, maar leidt ook tot aanpassing van de definitie van ‘substantiële deelneming’ in artikel 5:33 Wft. Dit heeft gevolgen voor de ‘initiële meldplicht’ van artikel 5:43, tweede lid Wft.

Na invoering van het wetsvoorstel Corporate Governance, zal een meldingsplicht rusten op een ieder die beschikt over ten minste 3% van de aandelen of stemrechten van een rechtspersoon die is opgericht naar het recht van een niet-EU/EER-lidstaat, wanneer deze rechtspersoon een uitgevende instelling wordt. Bij een rechtspersoon die is opgericht naar het recht van een niet-EU/EER-lidstaat, die reeds een notering heeft in een EU/EER-lidstaat, en die een notering verkrijgt in Nederland, zal dus een meldingsplicht komen te

²¹⁴ Afwijkend ten opzichte van artikelen 5:38, derde lid en 5:39, tweede lid Wft.

rusten op een ieder die beschikt over ten minste 3% van de aandelen of stemrechten in deze rechtspersoon.

Voor rechtspersonen waarvoor Nederland wordt aangemerkt als lidstaat van ontvangst, zal deze meldingsplicht in strijd zijn met de Transparantierichtlijn. Op grond van de Transparantierichtlijn mag immers pas een meldingsplicht ontstaan bij een belang vanaf 5%, en Nederland mag als lidstaat van ontvangst geen strengere eisen opleggen. Op dit punt zal het wetsvoorstel Corporate Governance dus aangepast moeten worden.

3.3.4.3 Voorgestelde aanpassing wetsvoorstel Corporate Governance

De gesignaleerde tekortkoming van het wetsvoorstel in het licht van de Transparantierichtlijn, is te verhelpen door aan artikel I van het wetsvoorstel Corporate Governance een onderdeel toe te voegen dat als volgt luidt:

“Aan artikel 5:47 wordt een onderdeel toegevoegd, luidende:

d. geldt dat de verplichting tot het doen van een melding zoals bedoeld in artikel 5:43, tweede lid, rust op een ieder die op het in artikel 5:43, tweede lid bedoelde tijdstip beschikt over ten minste vijf procent van de aandelen of ten minste vijf procent van de stemmen, waarbij tot het aantal stemmen dat een persoon kan uitbrengen mede worden gerekend de stemmen waarover hij beschikt of wordt geacht te beschikken op grond van artikel 5:45.”²¹⁵

3.3.5 Niet overgenomen: een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf 3%

Niet overgenomen in het wetsvoorstel, is de aanbeveling van de Monitoring Commissie om bij een kapitaalbelang en/of stemrechten vanaf drie procent, een meldingsplicht in te voeren bij elke wijziging van ten minste één procent daarin. In navolging van het Verenigd Koninkrijk en Ierland, had dan een meldingsplicht bestaan bij het bereiken of passeren van de drempelwaarden 3%, 4%, 5%, 6%, (...), 99% en 100%. Het is te betreuren dat deze aanbeveling niet overgenomen is.

²¹⁵ Gelet op hetgeen hiervoor in noot 63 is opgemerkt, ware het nog beter om de zinsnede «ten minste vijf procent van de aandelen of» in het nieuwe onderdeel d te schrappen.

3.3.5.1 Ondeugdelijke argumentatie kabinet tegen meldingsplicht bij elk procentpunt

Het kabinet geeft aan dat het op basis van nader onderzoek tot de conclusie is gekomen, dat de aanzienlijke lastenverzwaring die het gevolg zou zijn van een plicht tot melding van alle wijzigingen van ten minste één procent, naar zijn mening niet zou opwegen tegen het voordeel van een grotere transparantie. Ook twijfelt het kabinet over het nut van een dergelijke meldingsplicht, omdat deze zou kunnen leiden tot een onoverzichtelijke overvloed aan informatie die de transparantie niet ten goede komt.²¹⁶

De deugdelijkheid van deze motivering laat te wensen over.

Ten aanzien van beweerdelijk gemaakte kosten-baten-afweging, geldt dat deze op geen enkele wijze gekwantificeerd wordt: in de parlementaire stukken is geen inschatting terug te vinden van het aantal extra meldingen en de daarmee gemoeide lastenverzwaring, en evenmin wordt het voordeel van grotere transparantie gekwantificeerd. Integendeel, ook na herhaaldelijk aandringen van de Tweede Kamer, komt het kabinet niet verder dan:

“Het is niet goed mogelijk om een door [de leden van de CDA, PvdA en SP-fractie] gevraagde kwantificering van de omvang van de administratieve lasten bij een meldingsplicht van elke procent wijziging vanaf de drempel van drie procent te geven.”²¹⁷

Het argument dat bij een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf 3%, de kosten niet zouden opwegen tegen het voordeel van grotere transparantie, komt daarmee op losse schroeven te staan. Hoe kan immers een betekenisvolle kosten-baten-afweging zijn gemaakt, als het kabinet zelf erkent geen enkel inzicht te hebben in de administratieve lasten bij een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent?

3.3.5.2 Kosten-baten-analyse met betrekking tot meldingsplicht bij elk procentpunt

Toch is het wel mogelijk om iets zinnigs te zeggen over het verwachte aantal extra meldingen en de daarmee gemoeide kosten, bij een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent.

²¹⁶ *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 4 en 7-8.*

²¹⁷ *Kamerstukken II 2009/10, 32 014, nr. 8, p. 5. Zie ook Kamerstukken II 2010/11, 32 014, nr. 12, p. 10.*

Verwacht aantal extra meldingen: circa 600

Voor het verwachte aantal extra meldingen, kan (voorzichtig) worden gekeken naar de meldingen in het Verenigd Koninkrijk. In het eerste kwartaal van 2010, kwam in het Verenigd Koninkrijk iets meer dan de helft van de zeggenschapsmeldingen voort uit het passeren van ofwel de 3%-drempel, ofwel één van de drempelwaarden uit de Transparantierichtlijn.²¹⁸ Zoals hiervoor is aangegeven, werden in 2010 in Nederland 435 zeggenschapsmeldingen geregistreerd en mogen op basis van de Britse cijfers ongeveer 200 extra meldingen verwacht worden bij verlaging van de eerste meldingsdrempel naar drie procent. Op basis van deze cijfers zouden nog eens ongeveer 600 extra meldingen verwacht mogen worden bij invoering van een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent.

Raming extra kosten: circa EUR 70.000 op jaarbasis

Voor de kosten gemoeid met die verwachte extra meldingen, geldt dat – anders dan het geval is bij de voorgestelde verlaging van de eerste meldingsdrempel naar 3% – bij invoering van een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent, de inschatting van 2,5 uur en EUR 112,50 per melding wél geloofwaardig is.

De invoering van een 3%-drempel leidt tot meer ‘eerste meldingen’, waarbij het meldingsformulier ‘*from scratch*’ moet worden ingevuld en het regelmatig ook zal gaan om meldingsplichtigen die nooit eerder hebben gemeld en die zich daardoor ook in de toepasselijke regelgeving zullen moeten verdiepen.

In geval van een ‘wijzigingsmelding’ ten gevolge van een wijziging van ten minste één procentpunt, heeft de meldingsplichtige al eerder een melding verricht met betrekking tot aandelen in die specifieke uitgevende instelling. De meldingsplichtige heeft zich dus al verdiept in de toepasselijke regelgeving en een hoop van de gegevens op het meldingsformulier kunnen simpelweg worden overgenomen uit die eerdere melding, met hier en daar een kleine aanpassing (andere percentages, een andere datum).

²¹⁸ In de periode januari-maart 2010 was sprake van ruim 3.000 zeggenschapsmeldingen, waarvan ruim 1.600 gerelateerd waren aan het passeren van de 3%-drempel of één van de drempelwaarden uit de Transparantierichtlijn.

Het is dan ook aannemelijk dat de kosten voor een wijzigingsmelding substantieel lager zijn dan de kosten gemoeid met een 'eerste melding'. Wordt uitgegaan van de in de memorie van toelichting genoemde schatting van EUR 112,50 per melding, dan zouden de additionele administratieve lasten van een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent een kleine EUR 70.000 op jaarbasis bedragen. Gelet op de betrokken financiële belangen,²¹⁹ is dit geen disproportionele lastenverzwaring te noemen.

Veel beter inzicht in kapitaalbewegingen en verschuivende stemverhoudingen...

Tegenover de lastenstijging staat bovendien een forse toename van de transparantie, aangezien kapitaalbewegingen en verschuivende stemverhoudingen eerder en veel beter zichtbaar worden.²²⁰ Onder de huidige drempelwaardenstructuur hebben uitgevende instellingen en (potentiële) aandeelhouders onvoldoende inzicht in kapitaalbewegingen en verschuivende stemverhoudingen.

Wie het AFM-register met zeggenschapsmeldingen door kijkt, zal zien dat veel van de gemelde belangen in een nauwe band rond een drempelwaarde zitten: percentages als 5.00%, 5.02%, 5.03%, 5.04%, 5.17%, 9.95% en 10.09% zijn zeer gebruikelijk in zeggenschapsmeldingen.²²¹ Dat is ook logisch: een belang wordt vaak geleidelijk opgebouwd (door verschillende transacties) en zodra een drempel bereikt of gepasseerd wordt, moet worden gemeld. Voor uitgevende instellingen en (potentiële) aandeelhouders is vervolgens echter niet duidelijk of het belang daarna constant blijft of nog verder opgebouwd/afgebouwd wordt. Dit kan echter wel heel relevante informatie zijn.

Ter illustratie kan worden gewezen op de volgende twee situaties. Stel een belegger maakt twee maanden voor de algemene vergadering een melding van het feit dat hij de beschikking heeft verkregen over 5.01% van de aandelen en stemrechten. Voor de uitgevende instelling en de overige aandeelhouders is vervolgens niet duidelijk of dit

²¹⁹ Vgl. ook hetgeen hiervoor in paragraaf 3.3.3.4 is gezegd over de proportionaliteit van de kosten bij invoering van een eerste meldingsdrempel van drie procent.

²²⁰ Gegeven het voordeel van de toegenomen transparantie voor alle betrokken marktpartijen en de beperkte lastenverzwaring die daar tegenover staat, is het niet aannemelijk dat Nederland voor internationale investeerders onaantrekkelijk zou worden, door in navolging van het Verenigd Koninkrijk te kiezen voor een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent.

²²¹ Nauwkeuriger gezegd: bij maar liefst 209 van de 435 zeggenschapsmeldingen in 2010, lag het gemelde percentage kapitaal en/of stemmen binnen 0.5 procentpunt van een drempelwaarde (dus in het bereik 4.5-5.5%, 9.5-10.5%, 14.5-15.5%, enzovoort).

belang blijft steken op 5.01%, of dat de belegger ondertussen zijn belang verder uitbreidt. Bij de algemene vergadering kan dan blijken dat het kapitaalbelang op 5.01% is blijven steken, maar het kan ook opeens blijken dat de persoon inmiddels 9.99% van de aandelen heeft. Dit laatste is nagenoeg een verdubbeling! Voor de stemverhoudingen in de vergadering kan het nogal uitmaken of iemand over net 5%, of bijna 10% bezit.

Hetzelfde geldt bij melding van een kapitaalbelang en stemrechtpercentage van 60.01%, wanneer in de algemene vergadering gestemd moet worden over voorstellen waarvoor wettelijk of statutair een gekwalificeerde meerderheid van 2/3 van de stemmen vereist is.²²² In dat geval is het van groot belang om te weten of het belang is blijven steken op 60.01%, of inmiddels is uitgebreid tot meer dan 66%. Onder de huidige regelgeving is dat niet kenbaar voor de uitgevende instelling en (potentiële) medeaandeelhouders.

Invoering van een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent, zoals in het Verenigd Koninkrijk, geeft uitgevende instellingen en (potentiële) aandeelhouders eerder en veel beter inzicht in kapitaalbewegingen en verschuivende stemverhoudingen en leidt tot een (zinvolle) toename van de transparantie op de financiële markten.

... zonder afname transparantie door een onoverzichtelijke overvloed aan informatie

Door het kabinet is nog het bezwaar opgeworpen dat een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent mogelijk zou leiden tot juist minder transparantie, omdat een onoverzichtelijke overvloed aan informatie zou kunnen ontstaan. Dit tegenargument lijkt mij ongegrond.

Wordt een meldingsplicht bij elke procentpunt vanaf drie procent ingevoerd, dan levert dat naar schatting jaarlijks ongeveer 600 extra zeggenschapsmeldingen op (circa 1.200 zeggenschapsmeldingen in totaal). Op een totaal van 135 uitgevende instellingen, gaat het per uitgevende instelling dus om gemiddeld nog geen vijf extra zeggenschapsmeldingen per jaar en in totaal gemiddeld negen zeggenschapsmeldingen per uitgevende instelling per jaar. Dit zijn geen aantallen die duiden op een 'onoverzichtelijke overvloed' aan informatie.

²²² Vgl. artikel 2:120, eerste lid BW.

Bovendien geldt dat niet elke belegger in staat hoeft te zijn de zeggenschapsmeldingen te begrijpen en op waarde te schatten. Net zoals niet elke belegger de jaarrekeningen van een uitgevende instelling begrijpt en op waarde weet te schatten. Waar het om gaat is dat de informatie op de financiële markt geopenbaard wordt, waarna die informatie door de financiële markt (en dan met name de professionele beleggers en analisten) wordt geabsorbeerd en wordt verdisconteerd in de beurskoers.

Professionele beleggers en analisten zijn gewend om te spitten in een grote hoeveelheid aan complexe informatie. Wie zich werkelijk verdiept in de waardebepaling van een aandeel of optie, krijgt met een brei aan complexe informatie te maken. Financiële cijfers van de uitgevende instelling en concurrenten, macro-economische groeiverwachtingen, renteverwachtingen, marktanalyses, markttrends en voorspellingen omtrent consumentenvertrouwen, wisselkoersen en groeimarkten, zijn slechts enkele voorbeelden van complexe informatie die door de financiële markt wordt geabsorbeerd en medebepalend is voor de beurskoers. Beleggers in opties, *futures* en andere complexe financiële instrumenten moeten beschikken over een uitstekend gevoel voor cijfers om een verantwoorde keuze te kunnen maken voor een instrument met een bepaalde looptijd, uitoefenprijs en premie/beurskoers. In dat licht zijn zeggenschapsmeldingen nou niet bepaald de meest complexe informatie die beleggers voorgeschoteld krijgen. Het is dan ook uiterst onaannemelijk, dat ‘een paar’ extra zeggenschapsmeldingen per uitgevende instelling zouden leiden tot een ‘onoverzichtelijke overvloed’ aan informatie.

Bovendien kan onoverzichtelijkheid met de huidige technische mogelijkheden eenvoudig worden voorkomen, door het digitale register met zeggenschapsmeldingen deugdelijk in te richten en te voorzien van een goede zoekfunctie. Het zou mogelijk moeten zijn om in het register te zoeken op de naam van een uitgevende instelling en dan simpelweg een overzicht te krijgen van de meest recente stand van zaken wat betreft gemeld kapitaalbelang en stemrecht. Het moge duidelijk zijn dat dit overzicht beter strookt met de werkelijkheid, als elke wijziging van één procent gemeld moet worden. Wie inzicht wil krijgen in de (historische) kapitaalbewegingen, zou moeten kunnen klikken op de naam van een meldingsplichtige, waarna een overzicht wordt verstrekt van eerdere meldingen van deze persoon voor deze uitgevende instelling. Softwarematig is een dergelijk ‘zoeksysteem’ eenvoudig te implementeren. Een meldingsplicht voor elke

wijziging van ten minste één procent zou er dan toe leiden dat het overzicht vaker wordt bijgewerkt (en dus beter overeenkomt met de werkelijkheid), zonder dat afbreuk wordt gedaan aan de overzichtelijkheid.

3.4 Verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities

Op de valreep is een amendement ingediend om het wetsvoorstel Corporate Governance aan te vullen met een verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities.²²³ Dit amendement werd één dag na de indiening ervan, met ruime meerderheid aangenomen door de Tweede Kamer.²²⁴ Hieronder worden het doel en de inhoud van deze regeling uiteengezet, alsmede enige kritische kanttekeningen geplaatst bij de voorgestelde regeling.

3.4.1 Achtergrond meldingsplicht substantiële bruto shortposities

De thans in afdeling 5.3.3 Wft opgenomen meldingsplichten, waarvoor het wetsvoorstel Corporate Governance een nieuwe eerste meldingsdrempel van 3% introduceert, hebben betrekking op bruto longposities. De meldingsplichten uit afdeling 5.3.3 Wft, rusten op personen die beschikken over prioriteitsaandelen, of een substantieel pakket van gewone aandelen of andere financiële instrumenten, die in waarde stijgen als de beurskoers stijgt. Naar huidig Nederlands recht, bestaat echter geen verplichting om substantiële bruto shortposities openbaar te maken: personen die beschikken over een substantieel aantal financiële instrumenten die in waarde stijgen als de aandelenkoers daalt, hoeven daarvan geen openbare melding te doen.

Met de invoering van een meldingsplicht voor kapitaalbelang begin jaren '90, náást een meldingsplicht voor stemrecht, wilde de wetgever de transparantie op de financiële markt vergroten door inzicht te verschaffen in welke personen beschikken over een substantiële kapitaaldeelname.²²⁵ Naast inzicht in de zeggenschapsverhoudingen, wilde de wetgever aldus inzichtelijk maken welke personen een groot economisch belang hebben in uitgevende instellingen. Met de toegenomen aandacht voor shorten, heeft de wetgever

²²³ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34.

²²⁴ Het amendement werd op 4 juli 2012 ontvangen en op 5 juli 2012 vond de stemming plaats. SP, PvdD, PvdA, GroenLinks, D66, SGP, ChristenUnie, CDA en PVV stemden voor het amendement.

²²⁵ *Kamerstukken II* 1989/90, 21 492, nr. 3, p. 3.

zich gerealiseerd dat het percentage aandelen (en andere *long*-instrumenten) waarover een persoon beschikt, géén goede maatstaf is voor het economisch belang van deze persoon, wanneer deze persoon daarnaast beschikt over een shortpositie. Door afdeling 5.3.3 Wft aan te vullen met een verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities, wordt beoogd beter inzichtelijk te maken over welk economisch belang een persoon daadwerkelijk beschikt. Als een persoon melding maakt van een aandelenbelang van tien procent, blijkt daaruit onder de huidige regels nog niets omtrent zijn economisch belang. Na invoering van de verplichting tot het melden van bruto shortposities, kunnen beleggers en uitgevende instellingen in het register nagaan of deze persoon beschikt over een bruto shortpositie van drie procent of meer, zodat zij een beter beeld krijgen van het economisch belang van de meldingsplichtige.

Ook kan transparantie van bruto shortposities bijdragen aan efficiënte prijsvorming²²⁶ en inzicht bieden in mogelijke belangenverstrengelingen bij de aandeelhouder die het stemrecht uitoefent, aldus de toelichting bij het amendement.²²⁷

Transparantie van bruto shortposities, in combinatie met transparantie van bruto longposities, kan tevens (in sommige omstandigheden) *empty voting* blootleggen. Als een meldingsplichtige zowel een bruto longpositie als een bruto shortpositie van 3% heeft gemeld, is dat een signaal voor de markt dat het economisch belang van deze meldingsplichtige per saldo beperkt is. In de toelichting op het amendement wordt de verwachting uitgesproken, dat het enkele vooruitzicht van transparantie op dit punt, partijen zal weerhouden van het opbouwen van grote tegengestelde posities en ‘oneigenlijke’ uitoefening van het stemrecht.²²⁸

3.4.2 Meldingsplicht substantiële bruto shortposities naast meldingsplicht aanmerkelijke netto shortposities

De verplichting tot het publiekelijk melden van substantiële bruto shortposities, zal gelden naast de in het vorige hoofdstuk besproken verplichting tot het publiekelijk melden van netto shortposities van 0,5% of meer. Dat betekent dat een meldingsplichtige die beschikt over een bruto longpositie van 3,1% en een bruto shortpositie van 3,8%

²²⁶ Vgl. Schouten 2009, p. 145-146.

²²⁷ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 3.

²²⁸ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 3.

straks moet voldoen aan drie meldingsplichten: hij moet zijn substantiële bruto longpositie melden, hij moet zijn substantiële bruto shortpositie melden en hij moet zijn netto shortpositie van 0,7% melden.

De reden dat beide meldingsplichten met betrekking tot shortposities naast elkaar zullen bestaan, is dat de achtergrond van de beide regelingen een andere is.

Zoals gezegd is de verplichting tot het melden van bruto shortposities er vooral op gericht om meer inzicht te verschaffen in het economisch belang en de verhouding daarvan tot de stemrechten die hij kan uitoefenen (met het oog op *empty voting* en belangenverstrengelingen). Daarbij gaat het er niet zozeer om of het economisch belang ‘sterk negatief’ is (en de aandeelhouder dus zeer gebaat is bij koersdalingen), maar meer om de vraag of het economisch belang nul (of nagenoeg nul) is terwijl de meldingsplichtige wel over stemrechten beschikt. Voor een economisch belang van (nagenoeg) nul en *empty voting* is geen netto shortpositie vereist, maar een bruto shortpositie die (nagenoeg) gelijk is aan de bruto longpositie. In het licht van deze doelstellingen is daarom gekozen voor een verplichting tot het melden van de bruto shortpositie (naast de bestaande plicht tot melding van bruto longposities).

De (Europese) verplichting tot het melden van netto shortposities is er op gericht om enerzijds de toezichthouder beter in staat te stellen te monitoren of sprake is van marktmisbruik en of geen systeemrisico’s worden gecreëerd en anderzijds de markt attenderen op een mogelijke overwaardering van het aandeel. Gegeven deze doelstellingen is hier niet zozeer de bruto shortpositie relevant, maar de netto shortpositie.²²⁹

3.4.3 Vormgeving meldingsplicht substantiële bruto shortposities

Het amendement voegt aan artikelen 5:38 en 5:39 Wft een lid toe. Op grond van die toevoegingen komt een meldingsplicht te rusten op een ieder die:

²²⁹ De risico’s van marktmisbruik en systeeminstabiliteit doen zich pas voor op het moment dat personen beschikken over (grotere) netto shortposities. Heeft een persoon een (grote) bruto shortpositie waar een even grote of grotere longpositie tegenover staat, dan zijn daarvan geen bijzondere systeemrisico’s of risico’s van marktmisbruik te verwachten. Bruto shortposities (ook grote) vormen opzichzelf evenmin een aanwijzing van overwaardering: er is pas sprake van een echte aanwijzing van overwaardering als personen een (aanmerkelijke) netto shortpositie houden.

- i. de beschikking krijgt of verliest over financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen, waardoor naar hij weet of behoort te weten, de shortpositie waarover hij beschikt (uitgedrukt in het percentage van het kapitaal) de waarde van 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% of 95% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt;²³⁰
- ii. beschikt over financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen, welke shortpositie (uitgedrukt in het percentage van het kapitaal), naar hij weet of behoort te weten, de waarde van 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% of 95% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt door een noemerwijziging als bedoeld in artikel 5:34 of 5:35 Wft.²³¹

Kort gezegd komt het er op neer dat een meldingsplicht komt te rusten op personen die beschikken over financiële instrumenten die een shortpositie vertegenwoordigen en waarvan de omvang van de shortpositie een drempelwaarde bereikt of passeert door een verkrijging, verlies of een noemerwijziging.

Ontstaat de meldingsplicht door het verkrijgen of verliezen van beschikking, dan moet de shortpositie onverwijld gemeld worden aan de AFM. Ontstaat de meldingsplicht door een noemerwijziging, dan vindt de melding plaats uiterlijk op de vierde handelsdag nadat de noemerwijziging in het register is verwerkt. De AFM verwerkt de ontvangen meldingen in de openbare registers.²³² Qua meldingstermijn en verwerking en publicatie van de meldingen, komt de meldingsplicht met betrekking tot bruto shortposities dus overeen met de bestaande corresponderende meldingsplichten met betrekking tot bruto longposities.

3.4.4 Enkele kritische kanttekeningen bij voorgestelde meldingsplicht substantiële bruto shortposities

Het amendement dat voorziet in de verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities is in een bijzonder laat stadium (voor het eerst) ingediend. Daardoor heeft

²³⁰ Artikel 5:38, derde lid (nieuw) Wft. De genoemde percentages worden ook wel aangeduid als drempelwaarden.

²³¹ Artikel 5:39, tweede lid (nieuw) Wft. De genoemde percentages worden ook wel aangeduid als drempelwaarden.

²³² Artikel 1:107, derde lid, onderdeel c, onder 1^o Wft.

geen gedegen discussie plaatsgevonden tussen de Kamer en de minister over de vormgeving van deze regeling. Hoewel een verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities op zichzelf een goede aanvulling kan vormen op de reeds bestaande meldingsplichten en een belangrijke stap is in de richting van meer transparantie inzake economische belangen, heeft de gehaaste totstandkoming van het amendement er toe geleid dat de voorgestelde regeling op een aantal punten tekort schiet terwijl op andere punten nadere invulling nodig zal zijn. Hieronder volgen enkele kritische kanttekeningen bij de voorgestelde meldingsplicht inzake substantiële bruto shortposities.

3.4.4.1 Te beperkte reikwijdte meldingsplicht

De meldingsplicht komt te rusten op personen die beschikken over ‘financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen’. In de toelichting bij het amendement, wordt gewezen op de mogelijkheid dat een shortpositie wordt ingenomen door het aankopen van *put*-opties. Opties zijn financiële instrumenten en *put*-opties vertegenwoordigen een shortpositie, zodat inderdaad gezegd kan worden dat de houder van *put*-opties beschikt over financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen.²³³

Maar omgekeerd geldt dat ook de schrijver (verkoper) van een *call*-optie een shortpositie inneemt. De schrijver van een *call*-optie verplicht zich er toe het onderliggende aandeel tegen een van tevoren vastgestelde prijs te verkopen. Stel dat de huidige koers van het aandeel EUR 35 bedraagt en er een *cash settled call*-optie²³⁴ is geschreven met een uitoefenprijs van EUR 30. Als de optie op dat moment zou worden uitgeoefend, moet de schrijver EUR 5 per optie uitbetalen. Zakt de koers, dan hoeft de schrijver minder uit te betalen. De schrijver van deze *call*-optie heeft dus een financieel voordeel als de aandelenkoers daalt. Met andere woorden: door een *cash settled call*-optie te schrijven, heeft de schrijver een shortpositie ingenomen.²³⁵ Het valt echter zeer te betwijfelen of in dat geval kan worden gesproken over beschikking over ‘financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen’. De *houder* van een optie

²³³ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 34, p. 2.

²³⁴ Een *cash settled call*-optie, is een *call*-optie waarbij in geval van uitoefening van de optie geen aandelen geleverd worden, maar het verschil tussen de uitoefenprijs en de hogere beurskoers wordt uitbetaald.

²³⁵ De houder van een *call*-optie heeft daarentegen juist financieel voordeel als de koers stijgt, hetgeen kwalificeert als een longpositie.

beschikt ontegenzeggelijk over een financieel instrument, maar kan van de *schrijver* van een optie worden gezegd dat deze *beschikt* over een financieel instrument? Als de schrijver van een optie inderdaad niet *beschikt* over een financieel instrument, dan is de voorgestelde meldingsplicht eenvoudig te omzeilen.

Zoals gezegd zijn er bovendien vele manieren om een shortpositie te creëren. Het is goed denkbaar dat marktpartijen zich van hun creatieve kant laten zien door over te stappen op methoden waarbij een shortpositie wordt ingenomen zonder dat sprake is van een financieel instrument. Het is om die reden dat bij de meldingsplicht voor longposities bestaande uit derivaten, voorzien is in een vangnetbepaling. Er is bepaald dat van een longpositie niet alleen sprake is als een financieel instrument wordt gehouden waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de onderliggende aandelen, maar tevens als *een ander contract is gesloten op grond waarvan een met een aandeel vergelijkbare economische positie is ontstaan*.²³⁶ Een dergelijke vangnetbepaling ontbreekt echter in de voorgestelde meldingsplicht voor substantiële bruto shortposities.

3.4.4.2 Berekening omvang shortpositie

Noch uit de wetstekst, noch uit de toelichting, blijkt hoe de omvang van een shortpositie moet worden bepaald. Wel is voorzien in een delegatiebepaling, op grond waarvan bij AMvB regels kunnen worden gesteld met betrekking tot de bepaling van een shortpositie.²³⁷ Waarschijnlijk zal bij AMvB worden bepaald dat de omvang van de bruto shortpositie moet worden bepaald door elke shortpositie te verantwoorden op voor delta gecorrigeerde basis.²³⁸

²³⁶ Artikel 5:45, tiende lid Wft. Zie ook AFM 2012, p. 25, waar de AFM aangeeft dat deze vangnetbepaling is opgenomen tegen omzeiling door gebruik van andere constructies dan financiële instrumenten. Overigens wordt bij de bepaling van de netto shortpositie op grond van de *short selling*-Verordening en de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities, ook verder gekeken dan alleen de financiële instrumenten waarover iemand beschikt. In de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities gaat het om *elke vorm van economisch belang gerelateerd aan het totaal geplaatste kapitaal*, terwijl het in de *short selling*-Verordening gaat om het *aangaan van transacties die een financieel instrument tot stand brengen of daarmee verband houden*. Het schrijven van een *call*-optie valt daar zonder enige twijfel onder.

²³⁷ Ten onrechte is deze delegatiebepaling alleen in artikel 5:38, derde lid (nieuw) Wft opgenomen. Ook in artikel 5:39, tweede lid (nieuw) Wft had deze delegatiebepaling opgenomen moeten worden.

²³⁸ Zowel in de *short selling*-Verordening als in de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Short Posities is gekozen voor een verantwoording op delta gecorrigeerde basis. Zie artikel 3, lid 7, onder b van de *short selling*-Verordening jo. artikel 10, lid 1 en Bijlage II van de gedelegeerde Verordening van de Europese Commissie tot aanvulling van de *short selling*-Verordening en AFM 2009. Deze methode is hiervoor in paragraaf 2.5.4 nader toegelicht.

De delta is afhankelijk van de beurskoers van het onderliggende aandeel. Dat betekent dat een verandering van de beurskoers kan leiden tot een andere omvang van de shortpositie op delta gecorrigeerde basis. Het is daardoor mogelijk dat een persoon die *put*-opties aankoopt op basis van de dan geldende delta, uitkomt op een shortpositie die minder dan drie procent bedraagt. Wat nu als de beurskoers van het onderliggende aandeel wijzigt, zodanig dat de shortpositie op delta gecorrigeerde basis opeens meer dan drie procent bedraagt? Deze wijziging in de omvang van de bruto shortpositie lijkt onder de voorgestelde regeling niet meldingsplichtig: de drempeloverschrijding komt immers niet voort uit een verkrijging van financiële instrumenten, en is evenmin het gevolg van een wijziging in het geplaatst kapitaal. In de *short selling*-Verordening wordt om die reden bepaald dat iedere handelsdag om 24:00 uur de omvang van de netto shortpositie moet worden berekend om te kijken of deze een drempelwaarde overschrijdt. Het verdient overweging om ook de meldingsregeling voor substantiële bruto shortposities te voorzien van een dergelijke periodieke ‘positiebepalingsplicht’.

3.4.4.3 Toerekeningsregels en vrijstellingen niet van toepassing

De in artikel 5:45 Wft opgenomen toerekeningsregels en de in artikel 5:46 Wft opgenomen vrijstellingen, zullen niet van toepassing zijn op de nieuwe meldingsplicht met betrekking tot bruto shortposities. De bepalingen in artikel 5:45 Wft regelen immers slechts wanneer *aandelen* en *stemmen* worden toegerekend aan een persoon, niet wanneer *financiële instrumenten die een shortpositie vertegenwoordigen* worden toegerekend aan een persoon. Ook overigens is niet voorzien in toerekeningsregels. Het is de vraag of de opstellers van de regeling dat zo bedoeld hebben. Zo lijkt het wenselijk dat tot de bruto shortpositie van een persoon, ook shortposities behoren die door een derde voor zijn rekening worden ingenomen.²³⁹ Of bij AMvB kan worden voorzien in dergelijke toerekeningsregels is hoogst twijfelachtig.²⁴⁰

²³⁹ Vgl. artikel 5:45, vierde lid Wft.

²⁴⁰ Bij AMvB mogen regels worden gesteld met betrekking tot de *bepaling* van een shortpositie als bedoeld in de wettelijke regeling. Daarbij lijkt met name gedacht te zijn aan technische uitvoeringsbepalingen over de wijze waarop de omvang van de shortpositie berekend moet worden. Omdat de wetstekst alleen spreekt over een meldingsplicht voor personen die ‘*beschikken*’ over financiële instrumenten die een shortpositie vormen en niet over ‘*beschikken of geacht worden te beschikken*’, en ook overigens in de wetstekst en de toelichting geen enkele aanwijzing kan worden gevonden voor een dergelijke uitbreiding, gaat het naar mijn mening te ver om op grond van de algemene delegatiebepaling de meldingsplicht uit te breiden naar

Evenzo zijn de vrijstellingen uit artikel 5:46 Wft op grond van de wetstekst alleen van toepassing op het houden van aandelen en stemmen en niet tevens op ingenomen shortposities. Anders dan in de *short selling*-Verordening en de Tijdelijke Regeling Inzake Melding van Shortposities, is evenmin voorzien in een expliciete vrijstelling voor *marketmakers*. Waarschijnlijk kan wel bij AMvB worden voorzien in eventueel gewenste vrijstellingen.²⁴¹

3.4.4.4 Geen initiële meldingsplicht bij beursgang

Op grond van 5:43 Wft geldt een initiële meldingsplicht voor personen die beschikken over een substantiële deelneming of prioriteitsaandelen, op het tijdstip waarop een naamloze vennootschap een uitgevende instelling wordt. Deze situatie doet zich bijvoorbeeld voor bij een beursgang: als een voorheen ongenoteerde Nederlandse NV een notering aan de Amsterdamse beurs verkrijgt, dan moeten op grond van deze bepaling alle personen die op dat moment beschikken over prioriteitsaandelen of een bruto longpositie van vijf (straks: drie) procent daarvan melding maken.

Het amendement voorziet niet in een aanvulling van artikel 5:43 Wft. Daardoor zal in geval van een beursgang, geen initiële meldingsplicht komen te rusten op personen die beschikken over een substantiële bruto shortpositie. Pas als er wijzigingen optreden in hun shortpositie (of er sprake is van een noemerwijziging) waardoor een drempelwaarde wordt overschreden, zullen zij hun bruto shortpositie alsnog moeten melden. De opstellers van het amendement hebben dit waarschijnlijk niet beoogd en het verdient dan ook aanbeveling om alsnog te voorzien in een initiële meldingsplicht voor bruto shortposities op het moment dat een NV een uitgevende instelling wordt.

gevallen waarin een persoon weliswaar niet beschikt, maar wel geacht wordt te beschikken over een shortpositie. Voor een uitbreiding van de meldingsplicht bij AMvB is naar mijn mening een explicietere delegatiebepaling vereist. Zo wordt in de *short selling*-Verordening (artikel 3, lid 7, onder a) wel expliciet aangegeven dat de Commissie bevoegd zal zijn om te specificeren wanneer een persoon *geacht* wordt een aandeel te bezitten.

²⁴¹ Een vrijstelling leidt tot een beperking van de meldingsplicht, hetgeen minder bezwaarlijk is dan een uitbreiding van de meldingsplicht. Daarom volstaat in dat geval naar mijn mening een minder expliciete delegatiebepaling. Bovendien valt goed te verdedigen dat een bepaling als ‘shortposities die verband houden met de activiteiten van marketmakers, worden niet meegenomen bij de bepaling van de omvang van de shortpositie’, kwalificeert als een regel met betrekking tot de bepaling van een shortpositie.

3.4.4.5 Afwijkend handhavingsinstrumentarium

Het handhavingsinstrumentarium bij niet-naleving van de voorgestelde verplichting tot melden van substantiële bruto shortposities, wijkt af van het in hoofdstuk 1 beschreven stelsel dat geldt voor alle bestaande meldingsplichten uit afdelingen 5.3.3 en 5.3.5 Wft.

Net als voor de bestaande meldingsplichten, zal handhaving langs bestuursrechtelijke weg door de AFM mogelijk zijn.²⁴² Ook civielrechtelijke handhaving middels een vordering ex artikel 5:52 Wft, zal onverkort mogelijk zijn.²⁴³

Echter, in tegenstelling tot alle andere meldingsplichten die zijn opgenomen in afdelingen 5.3.3 en 5.3.5 Wft, zal de nieuwe verplichting tot het melden van bruto shortposities niet strafrechtelijk gehandhaafd kunnen worden. Het amendement dat de verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities introduceert, regelt immers niet dat de lijst van Wft-artikelen in artikel 1, onder 2^o WED wordt aangevuld met de nieuwe meldingsplichten in artikelen 5:38, derde lid en 5:39, tweede lid Wft. Dit lijkt niet te berusten op een bewuste keuze: in de toelichting op het amendement wordt in het geheel niets vermeld over de handhaving van de nieuwe meldingsplicht. Er lijkt aldus eerder sprake van een onbewuste omissie, dan van een bewuste breuk met het gangbare handhavingsinstrumentarium bij meldingsplichten.

Deze onbewuste omissie is onwenselijk. Allereerst omdat op deze manier onnodig afbreuk wordt gedaan aan de consistentie (uniformiteit) van het handhavingstelsel voor meldingsplichten. Maar bovendien heeft strafbaarstelling een meerwaarde vanwege de sterk preventieve werking die er van uit gaat. Die preventieve werking berust met name op het feit dat opzettelijke overtreding bestraft kan worden met een gevangenisstraf van twee jaar en dat de onderneming waarin het delict is begaan voor één jaar kan worden stilgelegd. Dat zijn zeer ingrijpende sancties waar een sterke dreiging van uit gaat. In dat

²⁴² Artikel I, onderdeel Ga wetsvoorstel Corporate Governance (*Kamerstukken I* 2011/12, 32 014, nr. A) voegt de meldingsplicht voor substantiële bruto shortposities toe aan de bijlage bij artikel 1:80 Wft, zodat een bestuurlijke boete kan worden opgelegd voor overtreding van deze meldingsplicht. De aanwijzingsbevoegdheid van de AFM op grond van artikel 5:51 Wft, geldt voor alle gevallen waarin sprake is van ten onrechte niet melden of een onjuiste melding. Dit zal dus ook de nieuwe verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities omvatten, zonder dat daarvoor een wetswijziging nodig is. Op grond van artikel 1:79 Wft kan een dergelijke aanwijzing worden versterkt met een last onder dwangsom. Ook daar is geen wetswijziging voor nodig.

²⁴³ Vorderingen op grond van artikel 5:52 Wft kunnen worden ingesteld als ‘een melding waartoe dit hoofdstuk verplicht niet overeenkomstig dit hoofdstuk is gedaan’. Ook de meldingsplicht voor substantiële bruto shortposities komt in ‘dit hoofdstuk’ terecht, zodat civielrechtelijke handhaving mogelijk is.

verband zou het aanbeveling verdienen om de strafbaarstelling alsnog te regelen, door de lijst van Wft-artikelen in artikel 1, onder 2^o WED aan te vullen met de nieuwe meldingsplichten in artikelen 5:38, derde lid en 5:39, tweede lid Wft.

3.4.5 Conclusie ten aanzien van voorgestelde meldingsplicht substantiële bruto shortposities

Een verplichting tot het melden van bruto shortpositie vormt op zichzelf een goede aanvulling op de reeds bestaande meldingsplichten en met een dergelijke meldingsplicht wordt een belangrijke stap gezet in de richting van meer transparantie inzake economische belangen. Er moet echter wel worden geconcludeerd dat de voorgestelde regeling op enkele (fundamentele) punten tekort schiet. Hopelijk zijn de regering en/of de Eerste Kamer scherp en worden de gesignaleerde tekortkomingen alsnog middels een novelle gerepareerd. Daarbij kan dan ook worden voorzien in een regeling van overgangsrecht voor personen die op het moment van inwerkingtreding reeds beschikken over een bruto shortpositie van ten minste drie procent. Meer daarover in het volgende hoofdstuk.

3.5 Verhoging (maximale) drempel agenderingsrecht

Het wetsvoorstel Corporate Governance voorziet tevens in een aanpassing van de agenderingsdrempel bij NV's. Alvorens te kijken naar de voorgestelde agenderingsdrempel (par. 3.5.2), wordt eerst een korte omschrijving gegeven van de huidige regeling van het agenderingsrecht in artikel 2:114a BW en de achtergrond van deze regeling (par. 3.5.1). Daarna volgt een kritische beschouwing van de door het kabinet aangevoerde argumenten vóór de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel (par. 3.5.3).

3.5.1 Huidige regeling van het agenderingsrecht en de achtergrond daarvan

Sinds oktober 2004 bestaat voor aandeelhouders in Nederlandse NV's een wettelijk agenderingsrecht.²⁴⁴ Het agenderingsrecht geeft aandeelhouders de bevoegdheid om het bestuur te verzoeken om een of meer onderwerpen op de agenda van de aandeelhouders-

²⁴⁴ Artikel 2:114a BW.

vergadering te plaatsen, door toezending van een met redenen omkleed verzoek of een voorstel voor een besluit uiterlijk zestig dagen vóór een aandeelhoudersvergadering. Op grond van de huidige regeling in artikel 2:114a BW, komt dit agenderingsrecht toe aan één of meer aandeelhouders²⁴⁵ die individueel of gezamenlijk minstens één procent van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen (*kapitaalscriterium*) of aan één of meer aandeelhouders wier aandelen een beurswaarde vertegenwoordigen van minstens EUR 50 miljoen (*beurswaardecriterium*).²⁴⁶ Statutair kunnen lagere drempels worden vastgesteld. Een agenderingsverzoek dat aan alle formele eisen voldoet, moet worden gehonoreerd, behoudens het geval dat sprake is van misbruik van recht (artikel 3:13 BW) of strijd met de redelijkheid en billijkheid (artikel 2:8 BW).

Het kapitaalscriterium is gekozen in navolging van een advies van de SER en een aanbeveling van de Commissie-Peters.²⁴⁷ Het beurswaardecriterium is gekozen in navolging van een advies van de Commissie Vennootschapsrecht en ligt aanmerkelijk hoger dan de door de Commissie-Peters aanbevolen ondergrens van NLG 500.000.²⁴⁸ Over het beurswaardecriterium van EUR 50 miljoen, merkte het kabinet destijds op:

“Door het investeren van een dergelijk bedrag toont een aandeelhouder naar ons oordeel een zekere verbondenheid met de vennootschap, hoe groot of hoe klein het corresponderende percentage van het aandelenkapitaal ook is. Daarom stellen wij voor dat de houder van aandelen met een beurswaarde van EUR 50 miljoen eveneens het recht krijgt onderwerpen op de agenda van een beursvennootschap te doen plaatsen.”²⁴⁹

Met de invoering van het wettelijke agenderingsrecht werd beoogd de dialoog tussen bestuur, commissarissen en aandeelhouders te bevorderen, door de rol van de algemene vergadering als podium voor informatie-uitwisseling te verbeteren.²⁵⁰ Het idee was, dat de algemene vergadering dé plaats zou moeten zijn voor een gedachtewisseling tussen

²⁴⁵ Of: houders van certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven, zie artikel 2:114a, vierde lid BW.

²⁴⁶ Het spreekt voor zich dat dit alternatieve beurswaardecriterium alleen een rol speelt bij beursvennootschappen, en dan alleen betekenis heeft bij beursvennootschappen met een beurswaarde van meer dan EUR 5 miljard.

²⁴⁷ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 11.

²⁴⁸ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 12 en 22.

²⁴⁹ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 12.

²⁵⁰ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 7.

bestuur en aandeelhouders en dat aandeelhouders de mogelijkheid zouden moeten hebben om zelf gespreksonderwerpen aan te dragen voor die dialoog met het bestuur.²⁵¹

3.5.2 Voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel

In het wetsvoorstel Corporate Governance wordt voorgesteld om de drempel voor het uitoefenen van het agenderingsrecht te verhogen: het kapitaalscriterium gaat van één naar drie procent, terwijl het alternatieve beurswaardecriterium wordt geschrapt. Met name het voorstel om het alternatieve beurswaardecriterium te schrappen, zou bij een aantal AEX-vennootschappen tot een zeer aanzienlijke verhoging van de agenderingsdrempel leiden. Zo komt het nieuwe kapitaalscriterium bij zowel Philips als ASML neer op een aandelenpakket met een beurswaarde van ruim EUR 460 miljoen. Bij ING en Heineken zou het gaan om een aandelenpakket met een beurswaarde van respectievelijk EUR 550 miljoen en EUR 670 miljoen.²⁵² Dit is een aanzienlijke verhoging ten opzichte van de huidige regelgeving, waar een aandelenpakket met een beurswaarde van EUR 50 miljoen volstaat.

De voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel is op het eerste gezicht wellicht opmerkelijk, aangezien het agenderingsrecht juist bedoeld was ter bevordering van de communicatie en ook het wetsvoorstel focust op een betere communicatie. In de praktijk hebben zich echter situaties voorgedaan waarin het agenderingsrecht niet zo zeer leidde tot een dialoog, maar eerder tot een harde confrontatie in de algemene vergadering. Reden waarom in het wetsvoorstel Corporate Governance de nadruk ligt op het bevorderen van de dialoog tussen bestuur en aandeelhouders buiten de algemene vergadering om²⁵³ en minder belang wordt toegekend aan het agenderingsrecht als middel om de communicatie te bevorderen. Dat neemt niet weg dat nagegaan moet worden of er zwaarwegende bezwaren kleven aan de huidige vormgeving van het agenderingsrecht én deze bezwaren worden weggenomen (of althans worden beperkt) door de voorgestelde drempelverhoging.

²⁵¹ Zie Overkleef 2009, p. 718.

²⁵² Cijfers gebaseerd op de beurswaarde op 26 juni 2012.

²⁵³ Zie onder meer *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 2 en 4.

3.5.3 *Een kritische beschouwing van de aangevoerde argumenten voor verhoging van de agenderingsdrempel*

In de parlementaire geschiedenis zijn zeer summier²⁵⁴ drie argumenten terug te vinden voor verhoging van de agenderingsdrempel. Expliciet wordt aangevoerd dat met deze verhoging aansluiting wordt gezocht bij de nieuwe eerste meldingsdrempel van drie procent en dat Nederland door deze verhoging meer in de pas zal lopen met regelingen in het buitenland.

Dit zijn echter slechts nevenargumenten. De drempelverhoging lijkt vooral ingegeven te zijn door een aantal spraakmakende gevallen van aandeelhoudersactivisme, waarbij onder meer gebruik is gemaakt van het agenderingsrecht. Het kabinet overweegt in dat verband dat:

“een reden voor aanpassing van het agenderingsrecht is dat activistische aandeelhouders met een relatief klein percentage van de stemmen een onevenredig groot stempel kunnen drukken op de aandeelhoudersvergadering.”²⁵⁵

Hoewel het kabinet niet expliciet aangeeft aan welke gevallen van aandeelhoudersactivisme wordt gedacht, blijkt uit de parlementaire stukken dat de Tweede Kamer vooral denkt aan de gang van zaken rond de overname van ABN AMRO,²⁵⁶ maar ook de gang van zaken bij Stork en de HEMA worden genoemd.²⁵⁷

Deze argumenten voor een verhoging van de agenderingsdrempel naar 3%, overtuigen echter niet. Dit zal hierna per argument nader worden uitgewerkt, eerst voor de beide nevenargumenten, daarna voor het hoofdargument.

²⁵⁴ In de memorie van toelichting, beslaat de toelichting op de verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht nog geen halve pagina.

²⁵⁵ *Kamerstukken II 2006/07*, 31 083, nr. 1, p. 7. Zie ook *Kamerstukken II 2010/11*, 32 014, nr. 12, p. 9, waar de ophoging van de agenderingsdrempel wordt gekoppeld aan “ervaringen met aandeelhoudersactivisme” en *Handelingen II 2011/12*, 78, p. 78-8-96 waar wordt opgemerkt: “Door het voorstel om het agenderingsrecht van 1% naar 3% te verhogen, wordt het moeilijker om onderwerpen te agenderen. Dit onderwerp is op de agenda gekomen tegen de achtergrond van de gebeurtenissen rondom TCI destijds, het begin van de perikelen rondom ABN AMRO.”

²⁵⁶ Zie onder meer *Kamerstukken II 2009/10*, 32 014, nr. 6, p. 8. Zie ook *Handelingen II 2011/12*, 78, p. 78-8-94: “We hebben in het verleden gezien dat agressieve activistisch eaandeelhouders met niet altijd goede bedoelingen het agenderingsrecht – ik wijs op TCI bij ABN AMRO – kunnen gebruiken dan wel misbruiken – het hangt ervan af hoe je het wilt duiden – om de balans binnen de onderneming tussen de verschillende belanghebbenden, meer dan alleen de aandeelhouders, te verstoren.”

²⁵⁷ *Handelingen II 2011/12*, 78, p. 78-8-93.

3.5.3.1 Nevenargument 1: aansluiting bij de eerste meldingsdrempel voor zeggenschapsmeldingen

Op voorhand is niet duidelijk waarom het zinnig is om aansluiting te zoeken bij de eerste meldingsdrempel voor zeggenschapsmeldingen.

Anders dan de SP heeft aangegeven bij de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel, is het niet zo dat door gelijktrekking van de drempel voor het agenderingsrecht en de eerste meldingsdrempel, voor de ondernemingsleiding op voorhand duidelijk zal zijn welke aandeelhouders het agenderingsrecht kunnen uitoefenen.²⁵⁸ Dit gaat er immers aan voorbij, dat aandeelhouders het agenderingsrecht ook gezamenlijk uit mogen oefenen, terwijl het gezamenlijk uitoefenen van het agenderingsrecht niet hoeft te leiden tot een meldingsplicht.²⁵⁹

Wordt het wetsvoorstel ongewijzigd ingevoerd, dan kan het dus prima zijn dat twee aandeelhouders met ieder 1,5% van de aandelen gezamenlijk een agendapunt aandragen, terwijl op hen geen meldingsplicht rust. Het bestuur van een uitgevende instelling kan dus ook bij gelijktrekking van de agenderingsdrempel en de eerste meldingsdrempel, nog steeds ‘verrast’ worden door een agenderingsverzoek van meerdere aandeelhouders tezamen.

Overigens vond men het kennelijk ook bij de invoering van het agenderingsrecht in 2004, niet nodig om aan te sluiten bij de eerste meldingsdrempel.

3.5.3.2 Nevenargument 2: internationaal meer in de pas gaan lopen

Ook het argument dat Nederland door deze verhoging meer in de pas zal lopen met regelingen in het buitenland, is weinig overtuigend.

Ten eerste komt aan het argument weinig gewicht toe, omdat het kabinet bij de invoering van het agenderingsrecht in 2004 reeds bekend was met de regelingen in het buitenland en daarin juist geen aanleiding zag om tot andere drempelwaarden te komen. Het kabinet overwoog het volgende over de internationale regelingen:

²⁵⁸ *Handelingen II* 2011/12, 78, p. 78-8-94.

²⁵⁹ In het bijzonder hoeft geen sprake te zijn van een *duurzame* stemovereenkomst.

“[In] de regel [is] vereist dat een kapitaalverschaffer 5% van het nominale aandelenkapitaal vertegenwoordigt.”²⁶⁰

“De regeling van het agenderingsrecht gerelateerd aan een bepaald percentage van het geplaatste kapitaal blijkt in diverse onderzochte Europese landen te verschillen. In sommige landen is het agenderingsrecht onafhankelijk van de omvang van het belang van de aandeelhouder en is het bezit van één aandeel daarmee voldoende. In een ander land blijkt een belang van ten minste 20% van het geplaatste kapitaal te moeten zijn vertegenwoordigd. Een percentage van 1% of EUR 50 miljoen beurswaarde is gelet op deze verschillen niet opmerkelijk.”²⁶¹

Belangrijker is echter dat het niet juist is dat Nederland met een kapitaalscriterium van drie procent (zonder een alternatief beurswaardecriterium) aansluiting zou zoeken bij de regelingen in het buitenland. Integendeel, door een enkelvoudige agenderingsdrempel van drie procent van het geplaatst kapitaal te introduceren, zonder alternatief criterium en ongeacht de grootte/beurswaarde van de uitgevende instelling, zou Nederland in vergelijking met andere (relevante) landen een tamelijk hoge agenderingsdrempel kennen.

Het kabinet lijkt zich voor dit argument verlaten te hebben op het door de Monitoring Commissie gegeven overzicht van de agenderingsdrempels in omringende landen. Dat overzicht is echter misleidend door zijn onvolledigheid. De Monitoring Commissie wijst er op dat in Duitsland en Frankrijk aan aandeelhouders een agenderingsrecht toekomt bij 5%.²⁶² Dat is geen volledige weergave van de Duitse en Franse regeling. Hieronder volgt daarom een wél volledige weergave van de gehanteerde agenderingsdrempels in Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk (de drie EU-lidstaten met de grootste financiële markt), en de VS.

Agenderingsdrempels in Duitsland

Duitsland kent naast het genoemde kapitaalscriterium van vijf procent ook nog een alternatief ‘nominale waarde-criterium’, waarbij het agenderingsrecht tevens toekomt aan aandeelhouders die alleen of tezamen aandelen hebben met een nominale waarde van ten

²⁶⁰ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 3, p. 11.

²⁶¹ *Kamerstukken II* 2001/02, 28 179, nr. 5, p. 11.

²⁶² Monitoring Commissie 2007, p. 20.

minste EUR 500.000.²⁶³ Daarnaast is iedere aandeelhouder, ongeacht de omvang van zijn aandelenbezit, bevoegd om een tegenvoorstel in te dienen met betrekking tot bestaande agendapunten die een voorstel van het bestuur of de raad van commissarissen bevatten.²⁶⁴

Agenderingsdrempels in Frankrijk

Frankrijk kent naast het kapitaalscriterium van vijf procent²⁶⁵ ook nog een alternatief ‘verenigde stemrechten-criterium’ voor beursvennootschappen. Onder dit alternatieve criterium komt het agenderingsrecht toe aan aandeelhouders die zich verenigd hebben²⁶⁶ en die tezamen een bepaald percentage van de stemrechten vertegenwoordigen. Het vereiste percentage stemrechten neemt af naar mate het geplaatst kapitaal groter is. Bij een geplaatst kapitaal van ten hoogste EUR 750.000, is 5% van de stemrechten vereist. Dat wordt:

- 4% bij een geplaatst kapitaal tussen EUR 750.000 en EUR 4.5 mln.,
- 3% bij een geplaatst kapitaal tussen EUR 4.5 mln. en EUR 7.5 mln.,
- 2% bij een geplaatst kapitaal tussen EUR 7.5 mln. en EUR 15 mln.,
- 1% bij een geplaatst kapitaal van meer dan EUR 15 mln.²⁶⁷

Bij de grotere beursvennootschappen komt het agenderingsrecht dus toe aan groepen van aandeelhouders die tezamen slechts 1% van de stemrechten vertegenwoordigen.

Agenderingsdrempels in het Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk worden twee alternatieve kapitaalscriteria gehanteerd: het agenderingsrecht komt toe aan aandeelhouders die alleen of gezamenlijk ten minste vijf procent van het kapitaal verschaffen, en aan groepen van ten minste 100 aandeelhouders die ieder beschikken over aandelen waarop gemiddeld ten minste GBP 100 is gestort.²⁶⁸

²⁶³ §122, Absatz 2 Aktiengesetz.

²⁶⁴ §125, Absatz 1 Aktiengesetz.

²⁶⁵ Article L225-105 Code de Commerce.

²⁶⁶ De aandeelhouders moeten zich formeel verenigd hebben, moeten de beursvennootschap en toezichthouder daarvan op de hoogte hebben gesteld en moeten voorafgaand aan de vereniging ten minste twee jaar als aandeelhouder geregistreerd staan.

²⁶⁷ Article L225-120 Code de Commerce.

²⁶⁸ Section 338 (3) Companies Act 2006.

Agenderingsdrempels in de VS

In de VS wordt, net als onder de huidige regeling in Nederland, een kapitaalscriterium en een alternatief beurswaardecriterium gehanteerd voor de ontvankelijkheid van zogenaamde *shareholder proposals*. Aandeelhouders die hun voorstel mee willen laten nemen in de *proxy* documenten van de vennootschap, moeten beschikken over één procent van de stemgerechtigde aandelen (kapitaalscriterium) of over aandelen met een marktwaarde van USD 2.000 (beurswaardecriterium).²⁶⁹

Conclusie ten aanzien van agenderingsdrempels in Duitsland, Frankrijk, VK en VS

Wie dus kijkt naar de regelingen met betrekking tot het agenderingsrecht in de drie EU-lidstaten met de grootste financiële markten (Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk) en de VS, ziet dat al deze landen naast een kapitaalscriterium ook een alternatieve agenderingsdrempel kennen waaraan vooral betekenis toekomt bij grotere beursvennootschappen. De wijze waarop deze alternatieve agenderingsdrempel wordt vormgegeven wisselt per land, maar al deze alternatieve agenderingsdrempels zorgen er voor dat bij grote beursvennootschappen het agenderingsrecht ook toekomt aan ‘kleinere’ aandeelhouders.

Hoewel Nederland met de voorgestelde verhoging van het kapitaalscriterium meer in de pas zou lopen met de kapitaalscriteria die in het buitenland worden gehanteerd, is het internationaal gezien dus ongebruikelijk om geen alternatieve agenderingsdrempel te hanteren dat kijkt naar de nominale waarde of marktwaarde van de aandelen, of dat anderszins rekening houdt met de grootte van de uitgevende instelling. Het schrappen van het alternatieve beurswaardecriterium (dat in vergelijking met de alternatieve criteria in de VS, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland²⁷⁰ toch al aan de hoge kant was) maakt dat

²⁶⁹ Rule 14a-8 bij de Exchange Act. Anders dan in Nederland het geval is, volstaat het niet dat *meerdere* aandeelhouders *gezamenlijk* de 1% of USD 2.000-drempel halen. Voorts geldt dat deze aandelen in het bezit moeten zijn van de indienende aandeelhouder, één jaar voor het moment van indienen van het voorstel én op het moment van de algemene vergadering. De indienende aandeelhouder (of een gevolmachtigde) dient ook aanwezig te zijn op de vergadering om het voorstel te presenteren.

²⁷⁰ In Duitsland is een nominale waarde van EUR 500.000 vereist. Dit zal doorgaans neerkomen op een beurswaarde van minder dan EUR 50 mln. Ter illustratie: het aandelenkapitaal van Philips is verdeeld in aandelen met een nominale waarde van EUR 0,20. Een nominale waarde van EUR 500.000 komt overeen met 2,5 mln. aandelen Philips. Dit vertegenwoordigt een marktwaarde van EUR 37,5 mln. Bij Heineken hebben de aandelen een nominale waarde van EUR 1,60. Een nominale waarde van EUR 500.000 komt overeen met 312.500 aandelen Heineken, hetgeen een marktwaarde heeft van ruim EUR 12 mln. Bij ING

Nederland internationaal juist uit de pas gaat lopen. Ten opzichte van de VS en de drie EU-lidstaten met de grootste financiële markten, zou vooral bij grotere beursvennootschappen de agenderingsdrempel ongebruikelijk hoog komen te liggen.

3.5.3.3 Hoofddargument: voorkomen herhaling negatieve ervaringen activistische aandeelhouders

Resteert het hoofddargument dat de drempelverhoging een herhaling moet voorkomen van de recente negatieve ervaringen met activistische aandeelhouders²⁷¹, die middels het agenderingsrecht een te vergaande mate van invloed op de besluitvorming binnen beursvennootschappen uitoefenen. Voor de beoordeling van de validiteit van dit argument, is het nodig om te kijken naar het gebruik van het agenderingsrecht in het verleden.

Gebruik van het agenderingsrecht in de periode 2004-2012

Zowel in de parlementaire stukken, als ook in de literatuur over het wetsvoorstel Corporate Governance, ontbreekt een analyse van het gebruik van het agenderingsrecht sinds de wettelijke verankering in 2004. Daardoor blijkt niet:

- hoe vaak nou eigenlijk gebruik wordt gemaakt van het agenderingsrecht,
- in hoeveel gevallen het gebruik van het agenderingsrecht tot problemen heeft geleid (en of er dus zwaarwegende bezwaren kleven aan de huidige vormgeving van het agenderingsrecht),
- of de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel deze bezwaren zal wegnemen of beperken, en
- of de voorgestelde drempelverhoging er toe zal leiden dat in het geheel geen gebruik meer zal worden gemaakt van het agenderingsrecht.²⁷²

hebben de aandelen een nominale waarde van EUR 0,24. Een nominale waarde van EUR 500.000 komt overeen met circa 2,1 mln. aandelen ING, wat een marktwaarde vertegenwoordigt van EUR 10 mln. Bij al deze grote uitgevende instellingen met AEX-notering zou de eis van aandelen met een nominale waarde van ten minste EUR 500.000, dus een lagere drempel vormen dan de eis van aandelen met een beurswaarde van EUR 50 mln. Uitzondering is ASML, waar de aandelen een nominale waarde hebben van EUR 0,09 en waar een nominale waarde van EUR 500.000 dus overeenkomt met ruim 5,5 mln. aandelen hetgeen een marktwaarde heeft van ruim EUR 216 mln.

²⁷¹ Blijkens *Kamerstukken II* 2006/07, 31 083, nr. 1, p. 4, is daarbij met name gedacht aan hedgefondsen.

²⁷² Vgl. *Kamerstukken II* 2009/10, 32 014, nr. 11, p. 4, waar is opgemerkt dat ophoging van de drempel er vermoedelijk toe zal leiden dat geheel geen gebruik meer zal worden gemaakt van het agenderingsrecht.

Om een antwoord te vinden op deze vragen, volgt hieronder een compleet overzicht van alle gevallen waarin gebruik is gemaakt van het agenderingsrecht bij een Nederlandse beursvennootschap in de periode 2004-2012.²⁷³

Jaar	Uitgevende instelling	Wie	Aandelen-belang	Bijzonderheden
2004	-	-	-	-
2005	-	-	-	-
2006	ASM International	Mellon (nu: Fursa)	> 6%	
	Euronext NV	Winchfield Holdings	9%	
	Stork	Centaurus en Paulson	33%	
2007	ABN AMRO	TCI	>1%	Nog vóór de behandeling ter vergadering, had TCI haar belang uitgebreid tot bijna drie procent. ²⁷⁴
2008	ASM International	Hermes	13%	
	Van der Moolen	ABP, Pensioenfonds Zorg & Welzijn en VEB	> 3%	

²⁷³ Voor de samenstelling van dit overzicht, zijn de volgende bronnen gebruikt: Abma 2010; Abma 2011; Eumedion 2011, p. 3-5; Eumedion 2012, p. 1 en 3; Euronext 2007, p. 140-141; Holland Colours 2011a, p. 23; Holland Colours 2011b, p. 4 en 10-11.

²⁷⁴ 'TCI: ABN AMRO meet met twee maten', *Elsevier* 26 april 2007, te raadplegen via <<http://www.elsevier.nl/web/Nieuws/Economie/121330/TCI-ABN-AMRO-meet-met-twee-maten.htm>>.

2009	TMC	Roy Roosen en Luuk Jeucken	28%	Agendapunten vlak voor vergadering ingetrokken.
2010	-	-	-	-
2011	Ageas	Onbekend	1%	Geen bezwaar bestuur tegen voorstel.
	Batenburg Beheer	Exploitatie Maatschappij van Puijenbroek	26%	
		Monolith Investment Management	10%	
	Holland Colours	De Uyterwaarden Beleggingen	6%	Agendapunten gericht tegen
		Monolith N.V.	7%	‘coupoging’ grootaandeelhouder met circa 50% van de aandelen. ²⁷⁵
		Holland Pigments	50%	
2012	-	-	-	-

Conclusies naar aanleiding van het gebruik van het agenderingsrecht in de periode 2004-2012

Allereerst blijkt uit de tabel dat niet vaak gebruik wordt gemaakt van het agenderingsrecht: in acht jaar tijd is bij slechts negen Nederlandse beursvennootschappen gebruik gemaakt van het agenderingsrecht. In totaal zijn 34 voorstellen / onderwerpen door aandeelhouders aangedragen voor de agenda.

²⁷⁵ Zie ‘Grootaandeelhouder slaagt in coupepoging bij Holland Colours’, *VEB* 12 juli 2011, te raadplegen via <<http://www.veb.net/content/HoofdMenu/Beurs/Aandeelhoudersvergaderingen/Avaartikelen/AVA2011/avaHollandColours.aspx>>.

Het blijkt ook dat lang niet alleen hedgefondsen gebruik maken van het agenderingsrecht: Fursa, Centaurus, Paulson en TCI zijn inderdaad hedgefondsen, maar de overige aandeelhouders die gebruik maakten van het agenderingsrecht zijn dat niet.

De tabel laat ook zien dat bij lang niet alle ‘negatieve’ ervaringen met aandeelhoudersactivisme, het agenderingsrecht een rol speelde. Zoals gezegd is in de Tweede Kamer verwezen naar de gang van zaken bij ABN AMRO, Stork en de HEMA, maar ook de gang van zaken bij PCM past in dat rijtje. Zoals blijkt uit de tabel, heeft bij de HEMA en bij PCM het agenderingsrecht geen rol gespeeld.

Bij de meeste beursvennootschappen heeft het gebruik van het agenderingsrecht niet tot problemen geleid en heeft het agenderingsrecht zijn beoogde rol van ‘dialogoostimuleringsmiddel’ vervuld. Bij drie beursvennootschappen heeft de uitoefening van het agenderingsrecht echter tot meer controversie geleid en ook aanleiding geven tot de nodige juridische procedures. Het gaat om het gebruik van het agenderingsrecht bij ASM International, Stork en ABN AMRO, waar aandeelhouders middels het agenderingsrecht vergaande (feitelijke²⁷⁶) invloed hebben gehad en waar wellicht kan worden gesproken over een verstoring van de balans tussen de organen van de vennootschap door de inzet van het agenderingsrecht. Anders dan de wetgever oorspronkelijk voor ogen stond, is bij deze vennootschappen het agenderingsrecht niet zozeer gebruikt om over door aandeelhouders aangedragen onderwerpen te *discussiëren* en zo middels het agenderingsrecht een *dialogo* te initiëren tussen bestuur en aandeelhouders. Bij deze vennootschappen is het agenderingsrecht veeleer ingezet als middel om over de aangedragen onderwerpen te *stemmen*, waarbij niet zozeer de dialoog werd gezocht maar de aandeelhouders een *feitelijke instructiemacht* wensten uit te oefenen en het bestuur in de verdediging werd gedrukt.²⁷⁷ Zoals gezegd is de verhoging van de agenderingsdrempel

²⁷⁶ Agendapunten en voorstellen met betrekking tot onderwerpen die binnen de bestuursautonomie vallen, zoals de strategische beslissing tot acquisitie of afstoting van een bedrijfsonderdeel, zijn ook als ze worden aangenomen juridisch niet bindend voor het bestuur. Juridisch gezien komt aan de aandeelhouders geen instructierecht toe met betrekking tot deze onderwerpen, zodat het bestuur de uitkomst van de aandeelhoudersstemming naast zich neer kan leggen. Dat neemt niet weg dat van dergelijke aandeelhoudersbesluiten wel een feitelijke instructiemacht kan uitgaan waardoor *de facto* sprake is van een (onaanvaardbare) doorkruising van de (wettelijke) bevoegdheidsverdeling tussen het bestuur en de algemene vergadering van aandeelhouders. Zie daarover ook Overkleef 2009, p. 716-717.

²⁷⁷ In die zin ook Overkleef 2009, p. 718.

voornamelijk ingegeven door de wens dergelijk ‘misbruik’ van het agenderingsrecht door activistische aandeelhouders tegen te gaan.

Verwachte effectiviteit van de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel

Los van de vraag of de inmenging van activistische aandeelhouders - zoals bij Stork, ABN AMRO en ASM International - kwalificeert als een zwaarwegend bezwaar dat noopt tot aanpassing van het agenderingsrecht,²⁷⁸ moet de vraag beantwoord worden of een verhoging van de agenderingsdrempel deze eventuele bezwaren zou wegnemen. Met andere woorden: zal de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel naar verwachting effectief zijn?

Het antwoord luidt ontkennend. Uit het overzicht blijkt dat vrijwel alle agendapunten werden aangedragen door aandeelhouders met een belang van meer dan drie procent. In het bijzonder geldt dat de agendapunten bij Stork werden aangedragen door twee aandeelhouders die gezamenlijk over bijna 33% van de aandelen beschikten, terwijl het bij ASM International aandeelhouders betrof met een aandelenbelang van respectievelijk 6-8% en 13%. Ook met de voorgestelde 3%-drempel, hadden de activistische aandeelhouders dus gebruik kunnen maken van het agenderingsrecht.

Alleen bij Ageas en bij ABN AMRO werd het agenderingsrecht ingezet door een aandeelhouder met minder dan drie procent van de aandelen. Bij Ageas had het bestuur echter geen bezwaar tegen het aandeelhoudersvoorstel, dus dat levert geen voorbeeld op van een situatie die noopt tot terugdringen van het gebruik van het agenderingsrecht. Bij ABN AMRO werd het agenderingsrecht weliswaar gebruikt door een aandeelhouder die ten tijde van het indienen van het agenderingsverzoek slechts een aandelenbelang van één procent had, maar nog vóórdat de voorstellen twee maanden later ter vergadering werden behandeld, had TCI haar belang uitgebreid tot bijna drie procent. Het mag dan ook verwacht worden dat, als de agenderingsdrempel op drie procent had gelegen, TCI haar

²⁷⁸ Zo zou ook het standpunt verdedigd kunnen worden dat het ABN AMRO-debacle niet zozeer te wijten is aan de inzet van het agenderingsrecht door een relatief kleine minderheidsaandeelhouder, als wel te wijten is aan incompetent ondernemingsbestuur, waarbij het bestuur onnodig ‘paniekerig’ en overhaast heeft gereageerd op de aangenomen aandeelhoudersvoorstellen die juridisch niet bindend waren omdat zij de bevoegdheid van de algemene vergadering te buiten gingen. Mag van een competent bestuurder van een miljardenbedrijf niet worden verwacht dat hij/zij voldoende stevig in de schoenen staat om tegenwicht te bieden aan activistische aandeelhouders?

belang simpelweg al enkele maanden eerder had uitgebreid tot 3%, om vervolgens alsnog gebruik te maken van het agenderingsrecht.

3.5.3.4 Conclusies ten aanzien van de aangevoerde argumenten voor verhoging van de agenderingsdrempel

De conclusie is dat van de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel weinig heil verwacht hoeft te worden, wanneer het gaat om de uitoefening van het agenderingsrecht door activistische aandeelhouders. De voorgestelde drempelverhoging zal waarschijnlijk niet het gewenste effect hebben: onwenselijke situaties zoals die zich hebben voorgedaan bij Stork en ABN AMRO, zouden met de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel niet zijn voorkomen.

Tegelijkertijd treft de voorgestelde verhoging van de agenderingsdrempel ook aandeelhouders die wél op een deugdelijke manier via het agenderingsrecht de aandacht van het bestuur willen vragen voor bepaalde onderwerpen om daar een open dialoog over aan te gaan; het agenderingsrecht krijgt onder het wetsvoorstel Corporate Governance veeleer het karakter van een *ultimum remedium*.

Daarbij zou de voorgestelde schrapping van het alternatieve beurswaardecriterium er toe leiden, dat voornamelijk bij grotere AEX-vennootschappen de agenderingsdrempel ongebruikelijk hoog komt te liggen in vergelijking met de gehanteerde drempels in de VS en de drie EU-lidstaten met de grootste financiële markten.²⁷⁹

Dat neemt niet weg dat de huidige regeling van het agenderingsrecht niet altijd werkt zoals beoogd en in bepaalde omstandigheden aanleiding kan geven tot problemen. Die problemen doen zich met name voor wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders zich een feitelijke instructiemacht verschafft ten opzichte van het bestuur door niet louter te discussiëren over door aandeelhouders aangedragen onderwerpen, maar ook aandeelhoudersvoorstellen aan te nemen die betrekking hebben op bestuursaangelegenheden. Daar moet een oplossing voor worden gevonden. Verhoging van de agenderingsdrempel is echter niet de juiste weg: het gaat om materiële problemen,

²⁷⁹ Het huidige beurswaardecriterium van EUR 50 mln. lijkt ook hoog genoeg om te spreken van een zodanig substantiële investering, dat er sprake is van een zekere verbondenheid van de aandeelhouder met de vennootschap die rechtvaardigt dat deze aandeelhouder onderwerpen ter discussie aandraagt. Vgl. noot 248.

waarbij een inhoudelijke oplossing de voorkeur verdient boven een poging de problemen cijfermatig weg te poetsen. Zeker als die poging ook nog eens niet het gewenste resultaat zal hebben. Daarbij lijken er ook binnen de grenzen van de Aandeelhoudersrichtlijn mogelijkheden te zijn om een aangedragen agendapunt tot besluitvorming te weigeren wegens bevoegdheidoverschrijding.²⁸⁰

Een amendement om de voorgestelde drempelverhoging te schrappen, heeft helaas op onvoldoende steun in de Kamer kunnen rekenen.²⁸¹

3.6 (Vervallen) meldingsplicht met betrekking tot bezwaren tegen de strategie van de uitgevende instelling

De Monitoring Commissie had aanbevolen om aandeelhouders met een belang van vijf procent of meer in een Nederlandse vennootschap, wettelijk te verplichten te openbaren wat hun intenties zijn. Dit verplicht openbaren van intenties, is door het kabinet uiteindelijk vertaald in een verplichting tot het (ongeclausuleerd) aangeven of wel of geen bezwaar bestaat tegen de strategie van de uitgevende instelling. Van diverse kanten is forse kritiek geuit op dit onderdeel van het oorspronkelijke wetsvoorstel Corporate Governance.²⁸² De Tweede Kamer is (gelukkig) gevoelig gebleken voor die kritiek: met algemene stemmen is op 5 juli 2012 een amendement aangenomen waarbij de verplichting tot het melding of bezwaar bestaat tegen de strategie, evenals de verplichting tot het vermelden van de strategie, uit het wetsvoorstel is geschrapt.

In deze paragraaf wordt eerst een beschrijving gegeven van de door het kabinet voorgestelde meldingsplicht met betrekking tot bezwaren tegen de strategie (par. 3.6.1), gevolgd door een bespreking van de belangrijkste kritiekpunten tegen deze regeling (par. 3.6.2). Vervolgens wordt een vergelijking gemaakt tussen de voorgestelde regeling in

²⁸⁰ In die zin ook Overkleeft 2009, p. 720-721. Inspiratie kan wellicht worden geput uit de Amerikaanse regeling omtrent *shareholder proposals*, waarin een aantal materiële afwijzingsgronden is opgenomen, waaronder de grond dat *'the proposal is, under the laws of the issuer's domicile, not a proper subject for action by security holder'*.

²⁸¹ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 28.

²⁸² Zie bijvoorbeeld Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2009 en Wientjes, Borgdorff & Van Gelder 2012.

Nederland en de intentiemeldingsplichten in de VS en Duitsland²⁸³ (par. 3.6.3 - 3.6.5) en wordt gekeken naar het door de Monitoring Commissie voorgestelde alternatief van een wettelijke responstijd (par. 3.6.6). Er wordt afgesloten met het pleidooi de intentiemeldingsplicht een tweede kans te geven (par. 3.6.7).

3.6.1 De strategiemelding in het oorspronkelijke wetsvoorstel

Het oorspronkelijke wetsvoorstel Corporate Governance voorzag in een nieuw artikel 5:43a Wft waarin de verplichting tot het melden of bezwaar bestaat tegen de strategie zou worden verankerd.²⁸⁴

Deze voorgestelde strategiemeldingsplicht vormde een reactie op het toegenomen aandeelhoudersactivisme. Dit aandeelhoudersactivisme kan tot conflicten leiden, wanneer het bestuur en de activistische aandeelhouders een verschillende zienswijze hebben op de te voeren strategie. Met de voorgestelde strategiemeldingsplicht beoogde het kabinet de communicatie tussen het bestuur en de aandeelhouders te verbeteren, om hoogoplopende conflicten te voorkomen. Door de strategiemeldingen zou het bestuur vroegtijdig geconfronteerd worden met afwijkende zienswijzen van activistische (groot)aandeelhouders en zou het bestuur – indien gewenst – tijdig een constructieve dialoog kunnen aangaan met deze aandeelhouders.²⁸⁵

De toegenomen transparantie op de financiële markt als gevolg van een strategiemeldingsplicht, is volgens het kabinet ook in het belang van de beleggers: zij kunnen daardoor beter geïnformeerde beleggingsbeslissingen nemen en bewuster hun stemrecht uitoefenen.²⁸⁶

²⁸³ Er is gekozen voor een bespreking van de regeling in de VS, omdat men daar al meer dan 50 jaar een intentiemeldingsplicht kent. Voor Duitsland is gekozen omdat de Duitse regeling een vergelijkbare achtergrond/doelstelling heeft.

²⁸⁴ Waar het gaat om deze verplichting tot het melden van bezwaren tegen de strategie, wordt hierna ook wel gesproken over de strategiemelding(s)plicht). Ter voorkoming van misverstanden: met de strategiemeldingsplicht wordt dus niet bedoeld op de voorgestelde verplichting voor uitgevende instellingen om hun strategie op hun website te vermelden.

²⁸⁵ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 9 en 11-12.

²⁸⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 9.

3.6.1.1 Ontstaan meldingsplicht, termijn & wijze van melden en melden gewijzigde standpunten

Op grond van dit nieuwe artikel, had een ieder die de beschikking zou verkrijgen over ten minste drie procent van het kapitaal of de stemmen in een uitgevende instelling, aan de AFM moeten melden of hij bezwaar heeft tegen de strategie van de uitgevende instelling. Deze strategiemelding had gelijktijdig met de zeggenschaps- en/of kapitaalbelangmelding uit artikelen 5:38 en 5:39 Wft gedaan moeten worden. Hetzelfde werd voorgesteld voor personen die op grond van artikelen 5:40, 5:42 of 5:43 Wft een melding aan de AFM doen: ook zij zouden daarbij aan moeten geven of zij bezwaar hebben tegen de strategie. Tot slot voorzag de oorspronkelijk voorgestelde regeling tevens in de verplichting voor meldingsplichtigen om iedere wijziging in het gemelde standpunt onverwijld²⁸⁷ te melden aan de AFM.²⁸⁸ Net als de overige meldingen op grond van afdeling 5.3.3 Wft zouden de strategiemeldingen door de AFM in de openbare registers verwerkt zijn, zodat beleggers van deze informatie kennis kunnen nemen.²⁸⁹

3.6.1.2 Strategie van de uitgevende instelling en vermelding op website

Onder de strategie van een uitgevende instelling, moest volgens de regering worden verstaan:

“de visie en de keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor een langere periode en die het uitgangspunt vormen voor de doelen en de deelbeslissingen die zij op kortere termijn neemt. Een gangbare horizon voor strategische beslissingen in het bedrijfsleven ligt tussen de vijf en tien jaar.”²⁹⁰

Om de meldingsplichtige in staat te stellen eenvoudig kennis te nemen van de strategie van de uitgevende instelling, werd voorgesteld om uitgevende instellingen te verplichten hun strategie openbaar te maken op één centrale plaats op hun website.²⁹¹

²⁸⁷ En dus niet pas op het moment dat een drempelwaarde wordt bereikt of gepasseerd.

²⁸⁸ Artikel I, onderdeel E van het oorspronkelijke wetsvoorstel (*Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 2*).

²⁸⁹ Artikel I:107, derde lid, sub c, onder 1^o Wft.

²⁹⁰ *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 11*.

²⁹¹ Artikel I, onderdeel A van het oorspronkelijke wetsvoorstel (*Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 2*). De volledige strategie moest op deze centrale plek vermeld worden; er mocht niet worden volstaan met een verwijzing of link naar bijvoorbeeld het jaarverslag. Zie *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 11*.

3.6.1.3 Inhoud strategiemelding

Om hoge administratieve lasten voor en ontwijkgedrag door meldingsplichtigen te voorkomen, heeft de regering er in het oorspronkelijke wetsvoorstel gekozen om de strategiemelding eenvoudig te houden. Onder de voorgestelde regeling, kon de meldingsplichtige enkel kiezen uit twee standpunten: wél bezwaar tegen de vermelde strategie of géén bezwaar tegen de vermelde strategie. Een simpel ‘ja/nee’-systeem dus, waarbij de meldingsplichtige op het meldingsformulier alleen het juiste hokje aan had hoeven kruisen; een nadere toelichting (of nuancering) van het standpunt was niet vereist. Uit de memorie van toelichting blijkt dat in de volgende gevallen sprake zou zijn geweest van ‘geen bezwaar’:

- i) aandeelhouders die de huidige strategie (actief) ondersteunen,
- ii) aandeelhouders die niet voornemens zijn om de strategie te beïnvloeden middels uitoefening van hun aandeelhoudersrechten,
- iii) aandeelhouders die een neutraal standpunt innemen t.a.v. de strategie, en
- iv) aandeelhouders die nog geen standpunt hebben bepaald.²⁹²

Alleen aandeelhouders die bezwaren hebben tegen de huidige strategie en die voornemens zijn deze bezwaren nu of in de toekomst actief te gaan uiten – bijvoorbeeld door te trachten om door uitoefening van het agenderingsrecht wijzigingen aan te brengen in de strategie – zouden onder de voorgestelde regeling hebben moeten melden dat zij ‘wel bezwaar’ hebben tegen de strategie.

3.6.1.4 Handhaving strategiemeldingsplicht

Hiervoor is reeds aangegeven dat de bestaande meldingsplichten uit afdeling 5.3.3 Wft langs bestuursrechtelijke, strafrechtelijke en civielrechtelijke weg gehandhaafd kunnen worden.²⁹³ Onder de voorgestelde regeling, had de nieuwe strategiemeldingsplicht langs bestuursrechtelijke en strafrechtelijke weg gehandhaafd kunnen worden, op dezelfde wijze als de bestaande meldingsplichten.²⁹⁴ Civielrechtelijke handhaving van de

²⁹² *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 10.

²⁹³ Zie par. 1.5.

²⁹⁴ Om het opleggen van een last onder dwangsom en/of een bestuurlijke boete mogelijk te maken, werd voorgesteld om de bijlagen bij artikelen 1:79 en 1:80 Wft aan te vullen met het nieuwe artikel 5:43a Wft. Om strafrechtelijke handhaving mogelijk te maken, werd voorgesteld om artikel 1, onder 2^o WED aan te

strategiemeldingsplicht door een vordering ex artikel 5:52 Wft – zoals mogelijk is voor *alle* bestaande meldingsplichten uit afdeling 5.3.3 Wft – werd in het wetsvoorstel echter uitgesloten.²⁹⁵

Dat is een opmerkelijke keuze, niet alleen omdat daarmee onnodig²⁹⁶ afbreuk wordt gedaan aan de uniformiteit van het handhavingssysteem voor meldingsplichten. De regering gaf bij de parlementaire behandeling namelijk zelf aan dat bij de handhaving van de voorgestelde strategiemeldingsplicht – meer dan bij de bestaande meldingsplichten – een (grote) rol is weggelegd voor de uitgevende instelling en diens aandeelhouders. Zij zijn het best in staat om te signaleren dat de meldingsplichtige zich ter vergadering anders gedraagt dan op grond van zijn melding verwacht zou mogen worden, en het idee was dat de AFM pas in actie zou komen na signalen van de uitgevende instelling of de aandeelhouders dat mogelijk sprake is van niet-naleving.²⁹⁷ Het is dan opmerkelijk dat de meldingsplicht waar private partijen een grotere rol spelen in het signaleren van overtredingen, nu juist ook de enige meldingsplicht zou worden waar civielrechtelijke handhaving uitgesloten zou zijn.

3.6.2 Kritiek op de voorgestelde strategiemeldingsplicht

Van veel kanten is kritiek gekomen op de voorgestelde strategiemeldingsplicht. VNO-NCW, de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen en Eumedion hebben in een gezamenlijke brief²⁹⁸ een dringend beroep gedaan op de Kamer om de strategiemeldingsplicht te schrappen, zowel de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht²⁹⁹ als ook de Monitoring Commissie³⁰⁰ staan zeer kritisch tegenover de voorgestelde regeling en ook in de literatuur³⁰¹ wordt overwegend negatief geoordeeld over de voorgestelde strategiemeldingsplicht.

vullen met het nieuwe artikel 5:43a Wft. Zie artikel I, onderdeel G en artikel IV van het oorspronkelijke wetsvoorstel (*Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 2).

²⁹⁵ Artikel I, onderdeel H van het oorspronkelijke wetsvoorstel (*Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 2).

²⁹⁶ Onnodig, omdat de argumenten die pleiten voor de mogelijkheid van civielrechtelijke handhaving bij de bestaande meldingsplichten, evenzeer gelden bij de voorgestelde strategiemeldingsplicht en er geen dringende reden is om civielrechtelijke handhaving uit te sluiten specifiek voor strategiemeldingen.

²⁹⁷ *Kamerstukken II* 2011/12, 32 014, nr. 14, p. 3-4.

²⁹⁸ Wientjes, Borgdorff & Van Gelder 2012.

²⁹⁹ Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2009.

³⁰⁰ Monitoring Commissie 2011, p. 6.

³⁰¹ Zie onder meer Neering 2009 en Sijnja 2010.

3.6.2.1 Kritiek op vormgeving regeling: pro forma-bezwaren & weinigzeggende meldingen

Voor wat betreft de vormgeving van de regeling, richt de kritiek zich vooral op de ongeclausuleerde ja/nee-keuze die gemaakt moet worden en de voorgestelde categorisering van meldingsplichtigen.

Bij de strategie van een uitgevende instelling gaat het zoals gezegd om de visie en keuzes die het bestuur op hoofdlijnen maakt voor de komende vijf tot tien jaar. De strategie zal daarmee uit een groot aantal deelelementen bestaan, zoals marktstrategie, productrange, R&D, financieringsplannen en fusieplannen. Een (groot)aandeelhouder zal het zelden met alle aspecten volledig eens zijn. Het bezwaar kan echter wel een klein, niet cruciaal deelelement van deze strategie betreffen. Om alle opties voor de toekomst open te houden zonder achteraf het verwijt te krijgen dat onjuist is gemeld, zullen meldingsplichtigen terughoudend zijn met het ongeclausuleerd melden dat zij geen bezwaren hebben tegen de strategie. Het risico bestaat dat meldingsplichtigen er massaal voor kiezen om uit voorzorg te melden dat zij bezwaren hebben tegen de strategie, zodat zij zonder wijziging van hun standpunt op een later moment vrijelijk gebruik kunnen maken van hun aandeelhoudersrechten. Het bezwaar tegen een klein, niet cruciaal deelelement van de strategie kan dan worden aan te grepen om een ‘wel bezwaar’-melding te rechtvaardigen. De ‘wel bezwaar’-melding komt dan echter niet zozeer voort uit een daadwerkelijk bezwaar tegen de strategie, maar is een *pro forma*-melding die is ingegeven door de wens om alle rechten voor te behouden. Dergelijke *pro forma*-meldingen hebben weinig toegevoegde waarde.³⁰²

Het systeem van een ongeclausuleerde binaire melding, maakt het bovendien erg lastig voor de markt om een ‘wel bezwaar’-melding juist te interpreteren. Een ‘wel bezwaar’-melding kan immers betekenen dat i) de meldingsplichtige het grondig oneens is met de gevolgde strategie en op korte termijn wil ingrijpen, ii) de meldingsplichtige het grondig oneens is met de gevolgde strategie en in de toekomst in wil grijpen, iii) de meldingsplichtige het met de kernelementen wel eens is maar zich oprecht niet kan vinden in een klein, weinig substantieel aspect van de strategie, of iv) de

³⁰² Zie in die zin: *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 4, p. 3; Wientjes, Borgdorff & Van Gelder 2012, p. 2 en Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht 2009, p. 3.

meldingsplichtige alleen alle opties open wil houden en zich daarom *pro forma* tegen de strategie verzet. Uit het register zou niet kenbaar zijn geweest welk van deze vier gevallen zich voordoet. De markt kan op het verkeerde been worden gezet door een groot aantal ‘wel bezwaar’-meldingen, die uiteindelijk slechts *pro forma*-meldingen blijken te zijn.³⁰³

Omgekeerd leidt de gekozen categorisering ook tot weinig zeggende ‘geen bezwaar’-meldingen. Als gevolg van de gekozen categorisering, kan een ‘geen bezwaar’ melding immers betekenen dat i) de meldingsplichtige met de strategie akkoord is, ii) de meldingsplichtige het oneens is met de strategie maar (nog) niet voornemens is dat actief te uiten, of iii) de meldingsplichtige zich simpelweg nog geen oordeel heeft gevormd over de strategie.³⁰⁴ Met name het feit dat meldingsplichtigen niet worden gedwongen om zich een oordeel te vormen over de strategie maar mogen volstaan met een ‘geen bezwaar’-melding zolang zij zich nog geen oordeel hebben gevormd, is te vrijblijvend en maakt dat de markt weinig af kan leiden uit een ‘geen bezwaar’-melding.³⁰⁵

3.6.2.2 *Beoogde doelstellingen worden niet bereikt met voorgestelde regeling*

Doordat uit de ongeclausuleerde binaire meldingen weinig valt af te leiden, wordt de beoogde transparantie niet bereikt. Maar ook het andere doel – te weten het tot stand brengen van een constructieve dialoog tussen het bestuur en de aandeelhouders – zou met de voorgestelde regeling naar verwachting niet worden verwezenlijkt. De voorgestelde regeling verplichtte de meldingsplichtigen niet om hun melding toe te lichten. Zoals gezegd is daardoor weinig af te leiden uit de meldingen zelf. Of naar aanleiding van een ‘wel bezwaar’-melding een dialoog tussen het bestuur en de meldingsplichtige op gang zou komen, is twijfelachtig. In de voorgestelde regeling was niet voorzien in een wettelijke ‘dialoogplicht’ of ‘antwoordplicht’ voor meldingsplichtigen. Wel werd in de memorie van toelichting gesuggereerd dat het niet aangaan van de dialoog na een ‘wel bezwaar’-melding in strijd zou zijn met de redelijkheid en billijkheid,³⁰⁶ maar dat kan niet

³⁰³ Vgl. Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht 2009, p. 3 en 7 en Sijnja 2010, p. 187.

³⁰⁴ Vgl. Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht 2009, p. 3.

³⁰⁵ Vgl. Sijnja 2010, p. 187.

³⁰⁶ *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 12.

zo algemeen worden gesteld. In de woorden van de Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht:

“Er bestaat geen algemene regel met de strekking dat de redelijkheid en billijkheid in vennootschapsrechtelijke verhoudingen mee zou brengen dat er een juridisch afdwingbare verplichting bestaat de dialoog aan te gaan indien het desbetreffende beursfonds (of een mede-investeerder) dit zou wensen.”³⁰⁷

Bovendien zouden meldingsplichtigen die wel bezwaren hebben maar nog niet voornemens zijn die actief te uiten, melden dat zij geen bezwaar hebben. Omdat een ‘geen bezwaar’-melding het bestuur niet zal aanzetten tot nadere vragen, wordt in deze gevallen de beoogde dialoog niet opgestart.³⁰⁸

3.6.3 *Intentiemeldingsplicht in de Verenigde Staten*³⁰⁹

Het (federale) effectenrecht in de VS is van oudsher ‘*disclosure-based*’: de nadruk ligt op verplichtingen voor bepaalde partijen om relevante informatie openbaar te maken aan de markt.³¹⁰ In reactie op een golf van (tot dan toe ongereguleerde) openbare biedingen, werd medio 1968 de Williams Act aangenomen door het Congress. Onderdeel daarvan was een meldingsplicht voor personen die beschikken over een belang van een bepaalde omvang in een uitgevende instelling. Het doel van deze meldingsplicht is “*to alert the marketplace to every large, rapid aggregation or accumulation of securities, regardless of technique employed, which might represent a potential shift in corporate control*”.³¹¹ Om de markt tijdig te waarschuwen voor een ‘*potential shift in corporate control*’, werd de meldingsplichtige verplicht om in bepaalde gevallen ook melding te maken van zijn intenties. Anders dan in het Nederlandse voorstel het geval was, strekt deze (intentie-)

³⁰⁷ Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2009, p. 10.

³⁰⁸ Zie Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2009, p. 9. Dat terwijl het juist bij deze categorie aandeelhouders heel nuttig kan zijn om de dialoog aan te gaan, om zo de bezwaren weg te nemen nog vóór zij voornemens worden actief aan te sturen op een strategiewijziging.

³⁰⁹ Voor een uitgebreide bespreking van de intentiemeldingsplicht in de VS, zie Li 1997.

³¹⁰ Colombo 2011, p. 313-314.

³¹¹ In die zin onder meer US Court of Appeals (2nd Circuit) 13 december 1971, *GAF Corp. v. Milstein*, 453 F.2d 709, 717 (1971).

meldingsplicht enkel tot bescherming van beleggers door extra transparantie en dus niet (tevens) tot bescherming van (het bestuur van) de vennootschap.³¹²

De intentiemeldingsplicht is opgenomen in §13(d) van de Exchange Act. De kernelementen van deze intentiemeldingsplicht worden hieronder kort besproken.

3.6.3.1 *Ontstaan meldingsplicht*

In beginsel moet een ieder die, direct of indirect, de economische eigendom heeft van meer dan vijf procent van de uitstaande aandelen³¹³ van een uitgevende instelling, een zeggenschapsmelding doen middels *Schedule 13D*.³¹⁴ Onderdeel van *Schedule 13D*, is dat de meldingsplichtige zijn intenties moet beschrijven.

Echter, een passieve belegger die de aandelen niet houdt met het oogmerk (of het gevolg) invloed uit te oefenen op of wijzigingen aan te brengen in de ‘*control of the issuer*’ en wiens belang minder dan twintig procent bedraagt, *mag* volstaan met een summiere melding middels *Schedule 13G*.³¹⁵ Hij hoeft dan geen melding te maken van zijn intenties. Aan de keuze van een passieve belegger om zijn intenties niet te melden, is echter wel een consequentie verbonden: als de passieve belegger besluit alsnog actief te worden, moet hij zijn (gewijzigde) intenties melden en mag hij tot tien dagen na deze (eerste) intentiemelding geen extra aandelen verwerven en evenmin de stemrechten op zijn aandelen (laten) uitoefenen.³¹⁶ Dit om de markt de tijd te geven kennis te nemen van zijn ‘gedaanteverwisseling’ en daarop te reageren.

3.6.3.2 *Inhoud intentiemelding*

Onderdeel van *Schedule 13D*, is dat de meldingsplichtige moeten aangeven welke doelen hij nastreeft met de verkrijging van de effecten van de uitgevende instelling en dan in het

³¹² Zie bijvoorbeeld US Supreme Court 23 februari 1977, *Piper v. Chris-Craft Industries*, 430 U.S. 1, p. 35 (1977): “*The legislative history thus shows that the sole purpose of the Williams Act was the protection of investors who are confronted with a tender offer*” (onderstreping toegevoegd).

³¹³ Het gaat daarbij om uitstaande aandelen van één soort: ook iemand die beschikt over 5% van de preferente aandelen (maar minder dan 5% van het totale uitstaande aandelenkapitaal), is meldingsplichtig.

³¹⁴ §13(d)(1) Exchange Act. In Rule 13d-3 bij de Exchange Act is nader uitgewerkt wanneer iemand beschikt of geacht wordt te beschikken over de economische eigendom van aandelen. Daarnaast geldt op grond van §13(d)(3) Exchange Act, dat twee of meer personen die nauw samenwerken, gezamenlijk melding moeten doen.

³¹⁵ Rule 13d-1(c) bij de Exchange Act.

³¹⁶ Rule 13d-1(e) bij de Exchange Act.

bijzonder of hij plannen heeft of voorstellen zal doen om de uitgevende instelling te liquideren of te fuseren, haar activa te verkopen of enige andere grote wijziging in de onderneming of ‘*corporate structure*’ van de uitgevende instelling teweeg te brengen.³¹⁷

Dit is concreter uitgewerkt door de SEC, door op te sommen welke gegevens precies moeten worden gemeld. De meldingsplichtige moet een beschrijving geven van al zijn plannen en voorgenomen voorstellen, die verband houden met of zouden resulteren in:

- i. een verdere uitbreiding (of juist een inperking) van zijn aandelenbelang;
- ii. een bijzondere zakelijke transactie – zoals een fusie, reorganisatie of liquidatie – met betrekking tot de uitgevende instelling of een van haar dochters;
- iii. de verkoop of overdracht van een ‘*material amount*’ van de activa van de uitgevende instelling of een van haar dochters;
- iv. een wijziging in de huidige samenstelling van de raad van bestuur of het management van de uitgevende instelling (met inbegrip van wijzigingen in het aantal bestuursleden of hun benoemingstermijn en het opvullen van bestaande vacatures in de raad van bestuur);
- v. een ‘*material change*’ in de huidige kapitaalstructuur of het dividendbeleid van de uitgevende instelling;
- vi. een andere ‘*material change*’ in de onderneming of ‘*corporate structure*’ van de uitgevende instelling;
- vii. een wijziging van de statuten van de uitgevende instelling of andere acties die andere personen kunnen belemmeren om de controle te verwerven over de uitgevende instelling; of
- viii. het beëindigen van de beursnotering van de effecten van de uitgevende instelling.³¹⁸

Deze opsomming bestrijkt een breed scala aan voornemens van de meldingsplichtige, waarbij de meldingsplichtige niet alleen aan moet geven óf hij dergelijke intenties heeft, maar ook waar die intenties dan uit bestaan. Dit kan er toe bijdragen dat beleggers (en uitgevende instellingen) beter inzicht krijgen in de intenties van de meldingsplichtige.

³¹⁷ §13(d)(1)(C) Exchange Act.

³¹⁸ Zie Item 4 (*Purpose of Transaction*) van *Schedule 13D*.

Er zit echter ook een keerzijde (of risico) aan deze verplichting tot het zeer gedetailleerd melden van intenties. Intentiemeldingen blijken nog wel eens verworden tot “*lengthy discussions of a spectrum of the alternatives open to the Schedule 13D filer*”³¹⁹ (ook wel aangeduid als ‘*possibility bombarding*’), of er wordt juist gekozen voor zeer algemene, vage standaardteksten (zogenaamde ‘*boilerplate*-meldingen’).³²⁰ Dit omdat de meldingsplichtige zijn opties zoveel mogelijk open wil houden, zonder dat hem achteraf het verwijt kan worden gemaakt dat hij plannen of voorstellen achtergehouden heeft.

Omdat ‘*possibility bombarding*’ en ‘*boilerplate* meldingen’ afbreuk doen aan de transparantie die wordt beoogd met de intentiemeldingsplicht, worden in de Amerikaanse rechtspraak grenzen gesteld aan deze praktijken.

Zo is uitgemaakt dat de gemelde intenties wel daadwerkelijke intenties dienen te zijn en niet slechts ‘*preliminary considerations*’.³²¹ Wie overgaat tot ‘*possibility bombarding*’ loopt het risico aangesproken te worden wegens misleiding van beleggers, zeker als blijkt dat eigenlijk al een keuze was gemaakt voor één van de ‘*possibilities*’.³²²

Ook het gebruik van te algemene/vage ‘*boilerplates*’, brengt het risico met zich mee dat de rechter achteraf oordeelt dat sprake is van een onjuiste en misleidende intentiemelding omdat geen (voldoende concrete) beschrijving is gegeven van de intenties.³²³

³¹⁹ Li 1997, p. 858-859.

³²⁰ Zie Li 1997, p. 858-859.

³²¹ United States District Court (S.D. New York) 14 mei 1991, *SEC v. Amster & Co.*, 762 F. Supp. 604, 614 (1991). Gedacht kan worden aan het geval dat een aandeelhouder intern laat onderzoeken of het financieel aantrekkelijk is om aan te sturen op een splitsing van de uitgevende instelling. Zolang het aansturen op een splitsing nog slechts één optie (van de vele) is die onderzocht wordt, is geen sprake van een meldingsplichtig ‘*plan or proposal*’.

³²² Zie bijvoorbeeld United States District Court (S.D. New York) 14 mei 1991, *SEC v. Amster & Co.*, 762 F. Supp. 604, 614 (1991): “*the reporting of desires not yet transformed into purpose or intent could mislead investors in manners contrary to the statute’s purpose*”.

³²³ Zie bijvoorbeeld Court of Chancery of the State of Delaware 22 december 2009, *NACCO Industries Inc. v. Applicia Incorporated*, Civil Action No. 2541-VCL. In Fox, Radke & Wolf 2009 wordt over deze uitspraak het volgende opgemerkt: “*The court took a very dim view of allegedly boilerplate and outdated generic disclosure by Harbinger regarding its intentions and purposes as required by Item 4 of Schedule 13D for acquirers of more than five percent of a company’s shares. [...] Boilerplate or contrived language or minimalist compliance in public disclosures, including SEC filings, will not preclude a finding that the disclosures are false and misleading.*”

3.6.3.3 Termijn voor melding intenties

De intentiemelding (opgenomen in een ingevulde *Schedule 13D*) moet worden gedaan binnen 10 dagen na overschrijding van de 5%-drempel.³²⁴

3.6.3.4 Wijze van melding en openbaarmaking

Schedule 13D (met daarin de intentiemelding) moet elektronisch worden ingediend bij de SEC en moet daarnaast worden toegezonden aan de desbetreffende uitgevende instelling én aan alle beurzen waar de effecten van de uitgevende instelling worden verhandeld.³²⁵ De ingediende *Schedules 13D* zijn door een ieder te raadplegen via de EDGAR-database van de SEC.³²⁶

3.6.3.5 Gewijzigde intenties

Elke ‘*material change*’ in de gemelde intenties, dient onverwijld gemeld te worden aan de SEC, de uitgevende instelling en alle beurzen waar de effecten van de uitgevende instelling worden verhandeld.³²⁷ Doorgaans zal een gewijzigde intentie een ‘*material change*’ vormen, zodat deze gemeld dient te worden. Dat hoeft echter niet altijd het geval te zijn. Als een meldingsplichtige heeft gemeld dat hij niet van plan is om extra aandelen te verwerven in de uitgevende instelling en hij krijgt het plan om zijn aandelenbezit met 0,01% uit te breiden, dan zal die gewijzigde intentie (doorgaans) géén ‘*material change*’ vormen. Deze gewijzigde intentie zou dan niet gemeld hoeven te worden.

3.6.3.6 Sanctionering overtredingen³²⁸

De SEC houdt toezicht op de naleving van intentiemeldingsplicht en beschikt daartoe over ruime onderzoeksbevoegdheden.³²⁹ Constateert de SEC dat sprake is van een overtreding, dan kan de SEC de overtreder middels een ‘*cease-and-desist order*’ gelasten

³²⁴ §13(d)(1) Exchange Act.

³²⁵ §13(d)(1) Exchange Act.

³²⁶ Online te raadplegen via <<http://www.sec.gov/edgar.shtml>>.

³²⁷ §13(d)(2) Exchange Act en Rule 13d-2 bij de Exchange Act.

³²⁸ Voor een uitgebreidere beschrijving over de handhaving en sanctionering, zie Colombo 2011, p. 321-338.

³²⁹ §21(a)(1) en (b) Exchange Act. Zie over de onderzoeksbevoegdheden van de SEC onder meer Chase & Wilson 2000 en Atkins & Bondi 2008, p. 371-372.

om de intentiemelding alsnog (juist) te doen.³³⁰ Ook kan de SEC een bestuurlijke boete opleggen of overgaan tot winstontneming.³³¹

Gaat het om zeer ernstige overtredingen waarbij opzettelijk niet is voldaan aan de intentiemeldingsplicht, dan kan de SEC de zaak overdragen aan het ministerie van justitie voor strafrechtelijke vervolging van de overtreder.³³² De straf kan voor natuurlijke personen oplopen tot een geldboete van USD 5 miljoen en/of een gevangenisstraf van 20 jaar.³³³

De SEC kan de bepalingen uit de Williams Act ook langs civielrechtelijke weg handhaven, door een vordering tegen een overtreder in te stellen bij de federale civiele rechter. Deze kan eveneens boetes opleggen,³³⁴ maar de civiele rechter kan ook een tijdelijke of permanente voorziening treffen³³⁵ die onder meer kan bestaan uit het ontnemen van het stemrecht van aandelen die zijn verkregen na het ontstaan van de niet-nagekomen meldingsplicht of het ontbinden van koopovereenkomsten met betrekking tot die aandelen.³³⁶

Ook (potentiële) aandeelhouders en uitgevende instellingen kunnen een vordering instellen bij de federale civiele rechter in geval van niet-naleving van de intentiemeldingsplicht. Onder omstandigheden kan de rechter een schadevergoeding in de vorm van geld toekennen³³⁷ of andere maatregelen treffen, zoals een bevel om alsnog te melden of het ontnemen van stemrecht op bepaalde aandelen.³³⁸ Om bewijs te vergaren van de niet-naleving van de intentiemeldingsplicht, kunnen private partijen gebruik maken van de zeer ruime *discovery*-mogelijkheden die het Amerikaanse recht biedt.

³³⁰ §21C(a) Exchange Act. Bij niet-naleving van een dergelijke ‘*cease-and desist order*’ kan de (civiele) rechter hoge geldboetes opleggen, zie §21(d)(3) Exchange Act.

³³¹ §21B(a)(2) en (e) Exchange Act. De boete kan oplopen tot USD 100.000 voor natuurlijke personen en USD 500.000 voor rechtspersonen, zie §21B(b) Exchange Act.

³³² Zie Chase & Wilson 2000. Zie ook §21(d)(1) Exchange Act, waarin wordt gesproken over “*the Attorney General, who may, in his discretion, institute the necessary criminal proceedings*”.

³³³ §32(a) Exchange Act.

³³⁴ §21(d)(3)(A) Exchange Act. Er gelden dezelfde boetemaxima als voor de bestuurlijke boete, met dien verstande dat als het financieel gewin voor de overtreder voortvloeiend uit de overtreding groter is dan deze boetemaxima, de civiele rechter de boete ook vast mag stellen op dit financieel gewin.

³³⁵ §21(d)(1) en (5) Exchange Act.

³³⁶ Zie bijvoorbeeld US District Court (District of Columbia) 23 september 1975, *SEC t. General Refractories Co.*, 400 F. Supp. 1248, 1259-60 (1975).

³³⁷ §18(a) Exchange Act.

³³⁸ Zie Colombo 2011, p. 335-338 over de door de civiele rechter te treffen maatregelen.

Overtreding van de intentiemeldingsplicht wordt onder Amerikaans recht dus bedreigd met zware en ingrijpende sancties. Private partijen zijn voor de handhaving niet afhankelijk van de SEC, maar kunnen ook zelf een actie instellen daarbij geholpen door de ruime *discovery*-mogelijkheden in de VS. Van dit stelsel met zware sancties en ruime bewijsvergaringsmogelijkheden voor de SEC en private partijen, gaat een sterke preventieve werking uit.

3.6.4 Intentiemeldingsplicht in Duitsland

Sinds medio 2009 moeten investeerders met een belang van een zekere omvang in uitgevende instellingen waarvoor Duitsland de lidstaat van herkomst is, hun intenties publiekelijk kenbaar maken.³³⁹ Evenals in Nederland, lijkt deze intentiemeldingsplicht verband te houden met toegenomen aandeelhoudersactivisme.³⁴⁰ De uitbreiding van de meldingsplichten met een intentiemeldingsplicht, zou moeten leiden tot extra transparantie op de financiële markten. Daarbij werd door de Duitse wetgever benadrukt dat deze extra transparantie in het belang is van zowel de vennootschap als de beleggers: de vennootschap (het bestuur) kan in een vroeger stadium reageren op plannen van grootaandeelhouders die (verstreckende) gevolgen voor de vennootschap kunnen hebben, en de beleggers kunnen van de ‘intentie-informatie’ gebruik maken bij hun beleggingsbeslissingen.³⁴¹

De intentiemeldingsplicht is opgenomen in §27a WpHG. De kernelementen van deze intentiemeldingsplicht worden hieronder kort besproken.

3.6.4.1 Ontstaan meldingsplicht

De intentiemeldingsplicht rust op personen die beschikken over ten minste tien procent van de stemmen in een uitgevende instelling.³⁴² Uitgevende instellingen mogen er echter voor kiezen om in hun statuten te bepalen dat geen intentiemeldingen plaats hoeven te

³³⁹ De intentiemeldingsplicht is in werking getreden op 31 mei 2009. Zie artikel 12 van het (aangepaste) *Risikobegrenzungsgesetz* (Drucksache 16/9778 van 25 juni 2008, p. 18).

³⁴⁰ In de toelichting bij het Duitse wetsvoorstel wordt daarover het volgende opgemerkt: ‘*Vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung von Finanzinvestitionen auf den Kapitalmärkten seien Maßnahmen erforderlich, die gesamtwirtschaftlich unerwünschten Aktivitäten von Finanzinvestoren entgegenwirken, ohne zugleich Finanz- und Unternehmenstransaktionen zu beeinträchtigen, die effizienzfördernd wirken*’ (onderstrepingen toegevoegd). Zie Drucksache 16/9778 van 25 juni 2008, p. 2.

³⁴¹ Drucksache 16/7438 van 7 december 2007, p. 8 en Drucksache 16/9778 van 25 juni 2008, p. 2.

³⁴² §27a, Absatz 1, Satz 1 WpHG.

vinden.³⁴³ De wet laat daarbij alleen een algehele buitentoepassing-verklaring van de intentiemeldingsplicht in de statuten toe.³⁴⁴ Het is dus niet mogelijk om in de statuten een hogere meldingsdrempel voor te schrijven, bepaalde categorieën van aandeelhouders vrij te stellen, of te bepalen dat slechts bepaalde intenties gemeld hoeven te worden.

3.6.4.2 Inhoud intentiemelding

Iedere meldingsplichtige moeten melden welke doelen hij nastreeft met de verwerving van de stemrechten.³⁴⁵ Dit wordt vervolgens concreter uitgewerkt in de wetstekst. Met betrekking tot de nagestreefde doelen, moet de meldingsplichtige aangeven:

- i. of zijn investering strategische doeleinden (op de lange termijn) dient of gericht is op het (op korte termijn) behalen van handelswinst;
- ii. of hij voornemens is de komende twaalf maanden zijn zeggenschapsbelang uit te breiden;
- iii. of hij voornemens is invloed uit te gaan oefenen op de samenstelling van bestuurs- of toezichtsorganen van de uitgevende instelling; en
- iv. of hij een ingrijpende wijziging nastreeft in de kapitaalstructuur³⁴⁶ of het dividendbeleid van de uitgevende instelling.

Deze opsomming betreft onderwerpen waarvan het voor beleggers en uitgevende instellingen relevant is om voornemens daaromtrent van grootaandeelhouders te kennen.

Toch is de informatiewinst betrekkelijk gering. Zo moet de meldingsplichtige weliswaar aangeven óf hij voornemens is zijn zeggenschapsbelang uit te breiden, maar de omvang van de geplande uitbreiding hoeft niet gemeld te worden. Evenzo hoeft een meldingsplichtige die een ingrijpende wijziging nastreeft in het dividendbeleid, niet aan te geven wélke wijziging hij beoogt. De vraag óf de meldingsplichtige voornemens is invloed uit te gaan oefenen op de samenstelling van het bestuur, levert evenmin zinnige informatie op. Nagenoeg iedereen die beschikt over tien procent van de stemrechten in een vennootschap, zal zijn stemrecht uitoefenen bij de benoeming of ontslag van bestuurders en dus invloed gaan uitoefenen op de samenstelling van het bestuur.

³⁴³ §27a, Absatz 3 WpHG.

³⁴⁴ Drucksache 16/9821, p. 12.

³⁴⁵ §27a, Absatz 1, Satz 1 WpHG.

³⁴⁶ Het gaat daarbij met name om de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen.

Relevanter is of de meldingsplichtige zelf kandidaten wil nomineren, of actief gaat aansturen op ontslag van bepaalde bestuurders. Hóe invloed uitgeoefend gaat worden op de samenstelling, hoeft echter niet gemeld te worden.³⁴⁷

3.6.4.3 Termijn voor melding

De intentiemelding moet worden gedaan binnen 20 handelsdagen na overschrijding van de 10%-drempel.³⁴⁸

3.6.4.4 Wijze van melding en openbaarmaking

De intentiemelding moet worden gedaan aan de desbetreffende uitgevende instelling. Op de uitgevende instelling rust vervolgens de plicht om de gemelde informatie onverwijld, doch uiterlijk binnen drie handelsdagen, door te geven aan de kapitaalmarkt.³⁴⁹ De intentiemelding hoeft niet (ook) aan het *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – de Duitse tegenhanger van de AFM – gedaan te worden.

3.6.4.5 Gewijzigde intenties

Elke wijziging van de nagestreefde doelen, dient gemeld te worden aan de uitgevende instelling. Ook hiervoor geldt dat de termijn voor de melding 20 handelsdagen bedraagt.³⁵⁰

3.6.4.6 Sanctionering overtredingen

Overtreding van de verplichting tot het melden van intenties, kent onder Duits recht slechts één sanctie: als de meldingsplichtige niet aan zijn meldingsplicht voldoet, dan meldt de uitgevende instelling dit aan de markt.³⁵¹ Er kunnen geen bestuursrechtelijke of strafrechtelijke sancties worden opgelegd, noch kan het stemrecht worden geschorst.

Het moge duidelijk zijn dat dit een bijzonder lichte sanctie is, waar naar verwachting nauwelijks enig preventief effect vanuit gaat.³⁵²

³⁴⁷ Zie Timmann & Birkholz 2007, p. 2752.

³⁴⁸ §27a, Absatz 1, Satz 1 WpHG.

³⁴⁹ §27a, Absatz 2 jo. §26, Absatz 1 WpHG.

³⁵⁰ §27a, Absatz 1, Satz 2 WpHG. In de toelichting wordt gesproken over een *Aktualisierungspflicht* (Drucksache 16/7468 van 7 december 2007, p. 12).

³⁵¹ §27a, Absatz 2 WpHG.

³⁵² Zie in dezelfde zin Klaassen 2008, p. 444-445.

3.6.5 Rechtsvergelijking: overeenkomsten en verschillen tussen de voorgestelde Nederlandse regeling en de bestaande regelingen in de VS en Duitsland

Opvallend is de overeenkomst in de achtergrond van de Duitse intentiemeldingsplicht en de in Nederland voorgestelde strategiemeldingsplicht. Beide regelingen zijn ingegeven door een toename van aandeelhoudersactivisme en met beide regelingen wordt beoogd om ten behoeve van zowel uitgevende instellingen als beleggers meer transparantie te creëren. De (oorspronkelijke) achtergrond van de Amerikaanse regeling is een heel andere: de intentiemeldingsplicht werd ingegeven door een toename van openbare biedingen en met de intentiemeldingsplicht werd beoogd om beleggers tijdig te waarschuwen voor een *'potential shift in corporate control'*.

Ondanks de overeenkomsten in de achtergrond van de Duitse en Nederlandse regelingen, lopen de regelingen verder vrij sterk uiteen. De Duitse wetgever heeft gekozen voor een (iets) gedetailleerdere intentiemeldingsplicht dan de ongeclausuleerde 'ja/nee'-melding die het Nederlandse kabinet voor ogen had. Heel uitgebreid hoeven Duitse intentiemeldingen echter niet te zijn: het gaat om een viertal 'of'-vragen waarbij het antwoord op de vragen nauwelijks tot niet gemotiveerd hoeft te worden.

Op andere punten gaat de Duitse regeling juist veel minder ver dan de voorgestelde Nederlandse regeling. De hoge meldingsdrempel, de ruime meldingstermijn, het gebrek aan openbaarmaking van de meldingen via de toezichthouder en het ontbreken van enige afschrikwekkende sanctie op overtredingen, doen allemaal afbreuk aan de beoogde transparantie. Gelet op deze toch forse kritiekpunten, lijkt de Duitse regeling geen bruikbaar alternatief op te leveren voor de voorgestelde regeling in Nederland. Hooguit kan inspiratie worden geput uit de concrete vragen die men in Duitsland voorlegt aan de meldingsplichtige.

Heel anders is de regeling in de VS. Compleet tegenovergesteld aan de voorgestelde Nederlandse regeling, wordt in de VS van aandeelhouders gevergd dat zij zeer gedetailleerd melding maken van hun intenties met betrekking tot een groot aantal concreet genoemde onderwerpen. Aan een dergelijk gedetailleerde melding kleven voor- en nadelen, waarbij de Amerikaanse toezichthouder en de federale rechters deze nadelen zoveel mogelijk proberen te mitigeren door paal en perk te stellen aan *boilerplate-*

meldingen en *possibility bombing*. Net als onder de in Nederland voorgestelde regeling, ligt de meldingsdrempel vrij laag en moeten wijzigingen in de intenties (mits materieel) onverwijld gemeld worden. Overtredingen kunnen in de VS (zeer) zwaar bestraft worden.

De Amerikaanse regeling levert mogelijk wel een zeer bruikbaar alternatief op voor de voorgestelde regeling in Nederland. Instructief is ook het onderscheid dat in de VS wordt gemaakt tussen passieve en actieve beleggers, waarbij passieve beleggers met een belang tot twintig procent er voor mogen kiezen om hun intenties niet te melden, maar waarbij die keuze wel meebrengt dat als de passieve belegger alsnog actief wil worden er een zekere ‘wachtermijn’ geldt.

3.6.6 Wettelijke responstijd als alternatief voor een intentiemeldingsplicht?

De Monitoring Commissie heeft aangegeven dat het lastig blijkt om de verplichting tot het melden van intenties door aandeelhouders, op een zodanige wijze vorm te geven dat daarmee daadwerkelijk de beoogde doelen worden bereikt, terwijl er ook risico's kleven aan een intentiemeldingsplicht. Om die reden heeft de Monitoring Commissie voorgesteld om in plaats van een wettelijke intentiemeldingsplicht, te kiezen voor een wettelijke verankering van een responstijd. Met een responstijd zou langs een andere weg bewerkstelligd kunnen worden dat aandeelhouders transparantie betrachten over hun voornemens ten opzichte van de uitgevende instelling, aldus de Monitoring Commissie.³⁵³ De responstijd komt er in de kern op neer dat het bestuur, wanneer het wordt geconfronteerd met een aandeelhouder voornemens is om te verzoeken om de agendering van een onderwerp dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap, door deze aandeelhouder in de gelegenheid gesteld moet worden om een redelijke termijn in te roepen om zich hierover te beraden en te reageren (de responstijd) voordat wordt overgegaan tot daadwerkelijke agendering van het onderwerp. Deze responstijd zou maximaal 180 dagen mogen zijn en moet worden gebruikt voor nader beraad en constructief overleg met onder meer de desbetreffende aandeelhouder.³⁵⁴

³⁵³ Monitoring Commissie 2008, p. 45.

³⁵⁴ Zie *best practice*-bepalingen II.1.9 en IV.4.4 van de Corporate Governance Code 2008.

Bij een keuze voor een wettelijke verankering van de responstijd, stuit men echter eveneens op het probleem van de precieze vormgeving van de regeling. Hoe lang moet de responstijd zijn? In welke omstandigheden kan het bestuur geen responstijd inroepen? Hoe wordt voorkomen dat het bestuur de responstijd misbruikt voor het treffen van beschermingsmaatregelen? Welke sancties volgen als de aandeelhouder de responstijd niet respecteert? Enzovoorts. Bij de lengte van de responstijd speelt daarbij nog de bijzonderheid dat de Europese Aandeelhoudersrichtlijn dwingend voorschrijft dat voor de uitoefening van het agenderingsrecht één specifieke termijn vastgesteld moet worden.³⁵⁵ Kortom, net als bij de intentiemeldingsplicht zal het ook lastig zijn om een wettelijke regeling van de responstijd op een zodanige wijze vorm te geven dat daarmee daadwerkelijk de beoogde doelen worden bereikt, terwijl er ook risico's kleven aan een responstijd.

Daar komt nog bij dat de responstijd vooral gericht is op betere communicatie tussen het bestuur en de activistische aandeelhouder. Anders dan bij een wettelijke regeling van de intentiemelding, leidt de responstijd niet automatisch tot meer transparantie voor beleggers.

Bovendien heeft de responstijd als nadeel, dat onder marktpartijen (en dan met name aandeelhouders) weinig steun is voor de responstijd: de *best practice*-bepalingen met betrekking tot de responstijd, zijn de meest niet-toegepaste bepalingen uit de Corporate Governance Code³⁵⁶ en een ruime meerderheid van de bevroegde institutionele beleggers blijkt de maximale termijn van 180 dagen (veel) te lang te vinden.³⁵⁷ Voor een intentiemeldingsplicht, mits goed vormgegeven, is daarentegen wél brede steun onder de verschillende belanghebbenden. Uit nationale en Europese consultaties blijkt dat belanghebbenden – veelal verenigd in belangenorganisaties – in (ruime) meerderheid voorstander zijn van een intentiemeldingsplicht voor investeerders met een significant

³⁵⁵ Artikel 6, lid 3 Aandeelhoudersrichtlijn. De Monitoring Commissie merkt in de aanbeveling aan de wetgever wel op dat de wettelijke regeling in overeenstemming moet zijn met deze richtlijn, maar geeft niet aan hoe dat zou moeten gebeuren. De regeling uit de Corporate Governance Code, waarbij de responstijd 'een redelijke termijn van maximaal 180 dagen' is, lijkt in ieder geval niet te voldoen aan dat vereiste. De lengte van de responstijd bepaalt immers de termijn waarop aandeelhouders het agenderingsrecht uit kunnen oefenen, en die lengte is flexibel in de Corporate Governance Code.

³⁵⁶ Monitoring Commissie 2011, p. 14. Vgl. Eumedion 2010, p. 8-9, waaruit blijkt dat aandeelhouders zich (fel) verzetten tegen pogingen van vennootschappen om een responstijd 'af te dwingen'.

³⁵⁷ Monitoring Commissie 2011, p. 41.

belang.³⁵⁸ Een (deugdelijk vormgegeven) regeling voor het melden van intenties, verdient daarom de voorkeur boven een wettelijke verankering van de responstijd.

3.6.7 Afsluiting: tweede kans voor de intentiemelding

De eerste poging om te komen tot een verplichting voor personen die beschikken over een zeker belang in de vennootschap om hun intenties te melden, is geen succes geworden. De mislukking is echter vooral te wijten aan het feit dat de door de Monitoring Commissie beoogde openbaarmaking van intenties, door het kabinet is teruggebracht tot een verplichting tot het ongeclausuleerd melden of wel of geen bezwaar bestaat tegen de strategie van de uitgevende instelling, waarbij een ‘geen bezwaar’-melding vele betekenissen kan hebben en een ‘wel bezwaar’-melding niet nader toegelicht hoeft te worden. Met het oog op het tegengaan van *boilerplate*-meldingen en het beperken van de administratieve lasten, was aldus een slecht vormgegeven regeling ontstaan waarmee de beoogde transparantie niet zou worden bereikt en die bovendien niet aansloot bij buitenlandse regelingen omtrent intentiemeldingen.

Mede vanwege het toegenomen aandeelhoudersactivisme, bestaat er bij uitgevende instellingen en beleggers echter wél behoefte aan meer transparantie van de zijde van (groot)aandeelhouders ten aanzien van hun (daadwerkelijke) intenties. Een deugdelijk vormgegeven intentiemeldingsplicht kan het bestuur en beleggers voorzien van zeer nuttige informatie over de intenties van een aandeelhouder. Een intentiemeldingsplicht kan aldus bijdragen tot de gewenste extra transparantie op de financiële markten en een betere balans tussen het bestuur en (activistische) aandeelhouders.³⁵⁹

³⁵⁸ Vrijwel alle respondenten bij de consultatie van de Monitoring Commissie, gaven aan voorstander te zijn van een intentiemeldingsplicht. Alleen Boskalis en Eumedion waren tegen. Wel waren Vedior en het Governance Platform voorstander van een drempel van 10%, terwijl DLA Piper en de VEUO een voorkeur uitspraken voor een drempel van 1%. Voor alle ontvangen reacties op het consultatiedocument, zie <http://www.commissiecorporategovernance.nl/reacties_consultatiedocument>. De gegevens zijn ontleend aan Strik 2007, p. 270. Op Europees niveau bleek 58,8% van de respondenten voorstander van invoering van een intentiemeldingsplicht, terwijl slechts 26,0% tegen een dergelijke verplichting was. Van de Nederlandse respondenten was maar liefst 83,3% voorstander. Zie Mazars 2009, p. 140-141.

³⁵⁹ Zie Klaassen 2008, p. 444-445. Een dergelijke intentiemeldingsplicht wordt mijns inziens dan ook primair ingegeven door een verlangen naar meer transparantie voor beleggers en uitgevende instellingen, en niet door de wens een constructieve dialoog op gang te brengen. Daarmee wordt tegemoet gekomen aan de kritiek van onder meer de Raad van State, dat het totstandbrengen van een dialoog tussen bestuur en aandeelhouders geen overheidsverantwoordelijkheid is. Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 4, p. 2. Het zorgen voor transparantie op de financiële markt, is ontegenzeggelijk wel een overheidsverantwoordelijkheid.

De intentiemeldingsplicht verdient daarom een tweede kans. Uitgangspunt moet daarbij geen beperkte ‘wel/geen bezwaar’-regeling zijn, maar een uitgebreide intentiemelding waarbij investeerders gemotiveerd hun bedoelingen bekend moeten maken. Uiteindelijk moet een regeling tot stand komen die verplicht tot een voldoende gedetailleerde melding van intenties, met zo min mogelijk ruimte voor *boilerplate*-meldingen en *possibility bombing* en waarbij de administratieve lasten binnen de perken blijven. Daarbij zou aan de volgende elementen gedacht kunnen worden:

- Bij het formuleren van concrete vragen over de bedoelingen van de meldingsplichtige kan worden gekeken naar buitenlandse regelingen. Gedacht kan worden aan vragen met betrekking tot plannen om de controle te verwerven, voornemens om aandelen bij te kopen of juist te verkopen, voornemens om invloed op de samenstelling van het bestuur uit te gaan oefenen, plannen om aan te sturen op een fusie, opsplitsing of afstoting van belangrijke onderdelen of plannen om anderszins aan te sturen op veranderingen in de strategie.³⁶⁰
- Om de administratieve lasten te beperken, moet de drempel voor een dergelijke uitgebreide intentiemeldingsplicht niet te laag worden gelegd. Daarbij zou gedacht kunnen worden aan een eerste drempel van 5% of 10%.
- Om *boilerplate*-meldingen en *possibility bombing* tegen te gaan, kan worden gekeken naar de wijze waarop in de VS door de SEC en in de rechtspraak paal en perk worden gesteld aan deze ongewenste praktijken.
- Niet elke aandeelhouder zal bereid zijn om uit eigen beweging (vroegtijdig) gedetailleerde informatie over zijn intenties te verschaffen aan de financiële markt en de uitgevende instelling, zoals de regering terecht opmerkt.³⁶¹ Ter voorkoming van niet (tijdige) melding of ander ontwijkgedrag, is het van belang dat als sluitstuk wordt voorzien in voldoende afschrikwekkende sancties op overtredingen van de intentiemeldingsplicht.

³⁶⁰ Vgl. Mazars 2009, p. 141-142.

³⁶¹ *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 12.* De Raad van State (*Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 4, p. 2*) miskent dat het er bij de intentiemeldingsplicht om te doen is dat activistische aandeelhouders vroegtijdig inzicht geven in hun intenties. Natuurlijk zullen activistische aandeelhouders hun intenties op enig moment uit eigen beweging kenbaar maken aan de markt en de vennootschap. Waar het om gaat, is dat het moment waarop aandeelhouders dit uit eigen beweging willen doen, doorgaans erg laat is en de verhoudingen dan meteen op scherp worden gezet.

4 Overgangsrecht in het wetsvoorstel Corporate Governance met betrekking tot meldingsplichten

Met betrekking tot de nieuw in te voeren meldingsdrempel van drie procent, bevat artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance een overgangsregeling. Deze overgangsregeling wordt besproken in paragraaf 4.1. In paragraaf 4.2 wordt ingegaan op de onwenselijke gevolgen van het ontbreken van een overgangsregeling met betrekking tot de nieuwe verplichting tot het melden van bruto shortposities en wordt tevens een voorstel gedaan voor een dergelijke overgangsregeling. Tot slot wordt in paragraaf 4.3 nagegaan hoe het zit met de handhaving van het overgangsrecht in het wetsvoorstel Corporate Governance.

4.1 Overgangsregeling voor nieuwe eerste meldingsdrempel

4.1.1 Inhoud overgangsregeling

Zij die op het tijdstip van inwerkingtreding van het wetsvoorstel beschikken over ten minste drie procent, maar minder dan vijf procent van de aandelen of stemmen in een uitgevende instelling, moeten binnen vier weken melding maken van dit belang bij de AFM. Ontstaat na inwerkingtreding van de wet – maar vóórdát de initiële melding is gedaan – een verplichting tot onverwijld melding,³⁶² dan strekt de onverwijld melding mede ter voldoening aan de verplichting tot initiële melding.

Deze overgangsregeling heeft tot gevolg dat het AFM-register van zeggenschap- en kapitaalbelangen binnen vier weken bijgewerkt zou moeten zijn met alle ‘3%-meldingen’.³⁶³

³⁶² Bijvoorbeeld doordat een houder van vier procent van de aandelen, één week na inwerkingtreding van het wetsvoorstel extra aandelen verkrijgt, waardoor hij de 5%-drempel passeert en op grond van artikel 5:38, eerste lid Wft een verplichting tot onverwijld melding bestaat.

³⁶³ Er is bewust gekozen voor een betrekkelijk korte termijn van vier weken voor deze initiële meldingsplicht, om het door de AFM beheerde register zo spoedig mogelijk juist en actueel te krijgen. Zie *Kamerstukken II 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 59*.

4.1.2 Twee tekortkomingen in voorgestelde overgangsregeling: onjuiste term & ontbrekende verwijzing naar vrijstellingen en verlicht regime

Op twee punten schiet de voorgestelde overgangsregeling echter tekort.

Ten eerste wordt in artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance gesproken over het beschikken over ten minste drie procent van het *kapitaal* of van de stemmen. Dit is terminologisch onzuiver: aansluitend bij de terminologie van hoofdstuk 5.3 Wft – in het bijzonder de definities van artikel 5:33, eerste lid Wft – had gesproken moeten worden over beschikking over ten minste drie procent van de *aandelen* of stemmen.³⁶⁴

Ten tweede leidt letterlijke lezing van artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance er toe, dat een initiële meldingsplicht komt te rusten op *een ieder* die op het tijdstip van inwerkingtreding van het wetsvoorstel, naar hij weet of behoort te weten, beschikt over ten minste drie procent van de aandelen of stemmen. Daar ontbreekt een verwijzing naar de vrijstellingen uit artikel 5:46 Wft en het verlichte regime van 5:47 Wft. Het is vanzelfsprekend niet de bedoeling geweest van de wetgever om een initiële meldingsplicht in het leven te roepen voor personen die op grond van artikel 5:46 Wft zijn vrijgesteld van melding, of die op grond van artikel 5:47 Wft onder het verlichte meldingsregime vallen en waarvoor de drempelwaarde van 3% daarom niet geldt.³⁶⁵

Het verdient aanbeveling om het wetsvoorstel op deze twee punten alsnog aan te passen. Dit geldt in het bijzonder voor het tweede punt, aangezien dat strijd oplevert met Europeesrechtelijke verplichtingen van Nederland onder de Transparantierichtlijn.

4.2 Ontbrekende overgangsregeling voor meldingsplicht substantiële bruto shortposities: geen initiële meldingsplicht voor bestaande shortposities

Hoewel bij de voorgestelde invoering van een nieuwe eerste meldingsdrempel van drie procent is voorzien in een overgangsregeling, is bij de nieuwe meldingsplicht voor substantiële bruto shortposities niet voorzien in een overgangsregeling. Dat is een gemis,

³⁶⁴ Strikt genomen had zelfs gesproken moeten worden over ‘*ten minste drie procent van de aandelen of stemmen, zoals gedefinieerd in artikel 5:33, eerste lid, onderdelen b en d Wft*’.

³⁶⁵ Een initiële meldingsplicht voor personen die onder het verlichte meldingsregime van artikel 5:47 Wft vallen, zou overigens ook strijd opleveren met het bepaalde in artikel 3, tweede lid Transparantierichtlijn. Zie daarvoor ook hetgeen in paragrafen 1.3.5 en 3.3.4.2 is opgemerkt.

aangezien deze nieuwe meldingsplicht voor bruto shortposities – net als de meldingsplicht voor longposities – pas ontstaat bij bewegingen / mutaties in de ingenomen positie.

4.2.1 Achtergrond overgangsregeling voor nieuwe eerste meldingsdrempel

De overgangsregeling voor de nieuwe eerste meldingsdrempel, voorziet zoals gezegd in een initiële meldingsplicht voor een ieder die op het tijdstip van inwerkingtreding van het wetsvoorstel beschikt over ten minste drie procent van de aandelen of stemmen in een uitgevende instelling. De reden dat bij wege van overgangsregeling een initiële meldingsplicht wordt opgenomen, is gelegen in het feit dat de meldingsplicht uit artikel 5:38 Wft pas ontstaat bij bewegingen / mutaties in het aantal aandelen of stemmen waarover een persoon beschikt. Niet voor niets wordt in dat artikel gesproken over een meldingsplicht ten gevolge van het *verkrijgen* (of *verliezen*) van beschikking, waardoor drempelwaarden worden *bereikt, overschreden* of *onderschreden*. Zonder overgangsregeling in de vorm van een initiële meldingsplicht, zouden personen die op het moment van inwerkingtreding van het wetsvoorstel reeds beschikken over bijvoorbeeld vier procent van de aandelen, daar geen melding van hoeven te maken. Pas als hun aandelenbezit zou wijzigen, waardoor de drempelwaarde van drie procent wordt onderschreden of de drempelwaarde van vijf procent wordt overschreden, zou voor hen een meldingsplicht zijn ontstaan. Dat kan echter jaren duren. Al die tijd zou in het AFM-register hun belang niet zichtbaar zijn.

De voorgestelde overgangsregeling dient er voor om te zorgen dat het door de AFM beheerde register zo spoedig mogelijk een overzicht bevat van *iedereen* die beschikt over drie procent of meer van de aandelen of stemmen, zodat het register juist en actueel is.³⁶⁶

4.2.2 Wenselijkheid overgangsregeling voor nieuwe meldingsplicht substantiële bruto shortposities

Ook de bij amendement voorgestelde meldingsplicht met betrekking tot bruto shortposities van ten minste drie procent, is een meldingsplicht die pas zal ontstaan bij bewegingen/mutaties in de bruto shortpositie. Ook hiervoor geldt immers dat het gaat om

³⁶⁶ Zie *Kamerstukken II* 2008/09, 32 014, nr. 3, p. 59.

een meldingsplicht ten gevolge van het *verkrijgen* (of *verliezen*) van beschikking, waardoor drempelwaarden worden *bereikt, overschreden of onderschreden*. Het enige verschil is dat het niet gaat om beschikking over aandelen of stemmen, maar beschikking over financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen vertegenwoordigen.

Het amendement voorziet echter niet in een overgangsregeling met daarin een initiële meldingsplicht voor personen die op het moment van inwerkingtreding van het wetsvoorstel reeds beschikken over een bruto shortpositie van ten minste drie procent. Het gevolg daarvan is, dat bijvoorbeeld iemand die op dat moment reeds beschikt over een bruto shortpositie van vier procent, daar geen melding van hoeft te maken. Pas als zijn bruto shortpositie zou wijzigen, waardoor de drempelwaarde van drie procent wordt onderschreden of de drempelwaarde van vijf procent wordt overschreden, zou voor hem een meldingsplicht ontstaan. Dat kan echter geruime tijd duren.³⁶⁷ Al die tijd zou deze bruto shortpositie niet zichtbaar zijn in het openbare register, hetgeen afbreuk doet aan de beoogde transparantie. Het lijkt er op dat de Kamer zich – waarschijnlijk vanwege het bijzonder late stadium waarin het amendement werd voorgesteld – niet bewust is geweest van dit onwenselijke gevolg van het ontbreken van een initiële meldingsplicht bij wege van overgangsregeling.

Met het oog op een zo spoedig mogelijke volledigheid van het door de AFM beheerde register, zou het daarom aanbeveling verdienen om alsnog te voorzien in een initiële meldingsplicht voor een ieder die op het tijdstip van inwerkingtreding van het wetsvoorstel beschikt over een bruto shortpositie van ten minste drie procent.³⁶⁸

³⁶⁷ Zo kunnen *put*-opties (die een shortpositie vormen) prima een looptijd van enkele jaren hebben.

³⁶⁸ Daarbij moet wel worden opgemerkt dat een initiële meldingsplicht voor shortposities van minder groot belang is dan een initiële meldingsplicht voor longposities. Waar longposities doorgaans voor langere periodes worden ingenomen (waardoor het bij het ontbreken van een initiële meldingsplicht lang kan duren voordat het register volledig is), worden shortposities doorgaans voor kortere periodes ingenomen. Voor de meeste bestaande shortposities zal dus gelden dat deze vrij snel na inwerkingtreding van het wetsvoorstel ‘aflopen’, waardoor ook zonder initiële meldingsplicht voor shortposities het register vrij snel *vrijwel* volledig zal zijn. Omdat er bepaalde partijen zullen zijn die wél een substantiële shortpositie hebben ingenomen voor langere tijd, valt een initiële meldingsplicht toch aan te raden.

4.2.3 Voorstel voor een overgangsregeling voor nieuwe meldingsplicht substantiële bruto shortposities

Om deze lacune te dichten, kan aan artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance bij wege van novelle alsnog een overgangsregeling worden toegevoegd. De overgangsbepaling zou als volgt kunnen luiden:³⁶⁹

2. Een ieder die op het tijdstip van inwerkingtreding van deze wet beschikt over financiële instrumenten die een shortpositie met betrekking tot de aandelen in een uitgevende instelling als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht vertegenwoordigen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, de shortpositie waarover hij beschikt, uitgedrukt in het percentage van het kapitaal, ten minste drie procent bedraagt, doet daarvan binnen vier weken na dat tijdstip melding aan de Stichting Autoriteit Financiële Markten. De bepaling van de omvang van een shortpositie als bedoeld in de eerste volzin geschiedt op dezelfde wijze als de bepaling van de omvang van een shortpositie als bedoeld in artikel 5:38, derde lid, van de Wet op het financieel toezicht. De melding wordt gedaan overeenkomstig de voorschriften voor een melding op grond van artikel 5:38, derde lid van de Wet op het financieel toezicht, zoals opgenomen in het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft. Indien op grond van de artikelen 5:38, derde lid of 5:39, tweede lid, van de Wet op het financieel toezicht een onverwijld melding dient plaats te vinden en een melding op grond van de eerste volzin nog niet heeft plaatsgevonden, strekt de onverwijld melding mede ter voldoening aan de verplichting, bedoeld in de eerste volzin.

³⁶⁹ De voorgestelde formulering is in belangrijke mate ontleend aan de reeds in artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance (*Kamerstukken I 2011/12, 32 014, nr. A*) opgenomen overgangsregeling met betrekking tot de nieuwe 3%-drempel.

4.3 Handhaving van de overgangsregeling uit het wetsvoorstel Corporate Governance

Hoe zit het nu met iemand die op het tijdstip van inwerkingtreding van de Wet Corporate Governance beschikt over vier procent van het kapitaal in een uitgevende instelling en die daarvan – na inwerkingtreding van de wet – niet binnen vier weken aan de AFM melding maakt?

Vooropgesteld moet worden dat in dergelijke gevallen – zolang het kapitaalbelang niet zodanig wijzigt dat de drempelwaarde van drie procent wordt onderschreden of de drempelwaarde van vijf procent wordt overschreden – géén sprake is van overtreding van de meldingsplicht uit artikelen 5:38, eerste lid Wft. Zoals gezegd³⁷⁰ is voor het ontstaan van die meldingsplicht immers een beweging / mutatie vereist in het kapitaalbelang en wel een zodanige beweging / mutatie dat daardoor een drempelwaarde wordt gepasseerd.

Het niet binnen vier weken aan de AFM melden van zijn kapitaalbelang vormt wél een overtreding van de overgangsregeling zoals opgenomen in artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance. Het is echter de vraag of deze overtreding van het overgangsrecht aanleiding kan geven tot sancties en zo ja, welke sancties dit dan zouden zijn.

4.3.1 Strafrechtelijke handhaving niet mogelijk

Handhaving van het overgangsrecht langs strafrechtelijke weg, is niet mogelijk. ‘Geen feit is strafbaar dan uit kracht van een daaraan voorafgegane wettelijke strafbepaling’, zo bepaalt artikel 1 van het Wetboek van Strafrecht. Een wettelijke strafbepaling waarin overtreding van het overgangsrecht uit het wetsvoorstel Corporate Governance strafbaar wordt gesteld, ontbreekt echter.

In het bijzonder geldt dat de Wet op de Economische Delicten niet wordt uitgebreid met een strafbaarstelling van overtreding van artikel V uit de wet Corporate Governance. Evenmin wordt overtreding van het overgangsrecht strafbaar gesteld in het wetsvoorstel

³⁷⁰ Zie hiervoor in paragraaf 4.2.1.

Corporate Governance zelf,³⁷¹ noch volgt strafbaarstelling uit enig andere wettelijke strafbepaling.

4.3.2 Bestuursrechtelijke handhaving niet mogelijk

Handhaving van het overgangsrecht langs bestuursrechtelijke weg, is evenmin mogelijk. De bevoegdheid tot het opleggen van een bestuurlijke sanctie, waaronder een bestuurlijke boete en/of last onder dwangsom door de AFM, bestaat immers slechts voor zover zij bij of krachtens de wet is verleend³⁷² en daarvan is geen sprake.

De Algemene wet bestuursrecht (Awb) biedt de benodigde wettelijke grondslag niet.³⁷³ Er bestaat ook geen afgeleide dwangsombevoegdheid ex artikel 5:32, eerste lid Awb voor de AFM.³⁷⁴

Artikelen 1:79 en 1:80 Wft bieden in dit geval evenmin de benodigde wettelijke grondslag. Het niet naleven van de initiële meldingsplicht zoals die voortvloeit uit het overgangsrecht is immers geen overtreding van ‘voorschriften gesteld in gevolge de in de bijlage bij dit artikel genoemde artikelen’.³⁷⁵ Waar het geamendeerde wetsvoorstel Corporate Governance de bijlagen namelijk wel uitbreidt met artikel 5:38, derde lid (nieuw) en 5:39, tweede lid (nieuw) Wft, wordt artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance niet toegevoegd aan de bijlagen.³⁷⁶

³⁷¹ Dat was wel mogelijk geweest: aan artikel V van het wetsvoorstel had men een lid kunnen toevoegen waarin overtreding van de in het eerste lid opgenomen meldingsplicht strafbaar werd gesteld.

³⁷² Zie artikel 5:4 Awb, waarin het legaliteitsbeginsel voor bestuurlijke sancties is verankerd.

³⁷³ Vgl. *Kamerstukken II 2003/04, 29 702, nr. 3, p. 121*: “Evenmin als de afdeling inzake de last onder bestuursdwang bepaalt welke bestuursorganen in welke gevallen een last onder bestuursdwang kunnen opleggen, bepaalt de thans voorgelegde regeling welk bestuursorgaan in welke gevallen een bestuurlijke boete kan opleggen, noch hoe hoog die boete dan is. [...] Het is derhalve de bijzondere wetgever die zal moeten bepalen of voor een bepaalde gedraging een boete kan worden opgelegd en zo ja, hoe hoog die boete is en door welk bestuursorgaan zij kan worden opgelegd [...] de Awb regelt de procedure die bij het opleggen van de boete moet worden gevolgd en de overige aspecten van de boeteoplegging.”

³⁷⁴ Voor het bestaan van een afgeleide dwangsombevoegdheid is vereist dat het bestuursorgaan bevoegd is om voor de overtreding een last onder bestuursdwang op te leggen. Aan dat vereiste is niet voldaan: aan de AFM is nergens de bevoegdheid toegekend om een last onder bestuursdwang op te leggen voor overtreding van het overgangsrecht uit het wetsvoorstel Corporate Governance.

³⁷⁵ Uiteraard is evenmin sprake van overtreding van de prospectusverordening, de verordening grensoverschrijdende betalingen en de verordening ratingbureaus. Ook van overtreding van de medewerkingsplicht uit artikel 5:20 Awb is geen sprake.

³⁷⁶ Evenmin wordt aan artikelen 1:79, eerste lid en 1:80, eerste lid Wft een onderdeel f toegevoegd luidende ‘artikel V van de Wet Corporate Governance’.

Evenmin is in het wetsvoorstel Corporate Governance zelf een wettelijke grondslag opgenomen voor het opleggen van een bestuurlijke boete en/of last onder dwangsom,³⁷⁷ noch kent enig andere wettelijke bepaling een dergelijke bevoegdheid toe.

4.3.3 Civielrechtelijke handhaving beperkt mogelijk

Resteert handhaving langs civielrechtelijke weg. Civielrechtelijke sancties ex artikel 5:52 Wft wegens overtreding van het overgangsrecht, zijn niet echter mogelijk. Er is immers geen sprake van het nalaten van een melding *waartoe hoofdstuk 5.3 van de Wft verplicht*, terwijl de reikwijdte van artikel 5:52 Wft daar wel toe beperkt is.

Civielrechtelijke handhaving middels een actie uit onrechtmatige daad is wel mogelijk, mits aan alle vereisten van artikel 6:162BW is voldaan. Vooral het aannemelijk maken van schade en een causaal verband tussen die schade en de niet-naleving van een overgangsrechtelijke meldingsplicht, zal in de praktijk echter lastig zijn.

4.3.4 Conclusie: lacune in handhavingsinstrumentarium

Sanctionering van overtreding van de initiële meldingsplicht zoals opgenomen in artikel V van het wetsvoorstel Corporate Governance, is dus louter mogelijk langs civielrechtelijke weg.

Daar gaat echter een weinig effectieve dreiging van uit, zeker nu een overtreder niet de (zware) civiele sancties uit artikel 5:52 Wft boven het hoofd hangen. Van een actie uit onrechtmatige daad zal normaliter weinig dreiging uit gaan, alleen al omdat schade als gevolg van de niet-melding doorgaans lastig aan te tonen zal zijn.

In zoverre lijkt er sprake te zijn van een lacune in het handhavingsinstrumentarium met betrekking tot het overgangsrecht.

³⁷⁷ Dat was wel mogelijk geweest. Aan artikel V van het wetsvoorstel hadden twee leden toegevoegd kunnen worden, luidende:

“2. De AFM kan een last onder dwangsom opleggen terzake van een overtreding van het bepaalde in het eerste lid van dit artikel.

3. De AFM kan een bestuurlijke boete opleggen terzake van een overtreding van het bepaalde in het eerste lid van dit artikel. De bestuurlijke boete voor een afzonderlijke overtreding bedraagt maximaal € 1 000 000. De AFM kan de hoogte van de bestuurlijke boete vaststellen op ten hoogste twee keer het voordeel dat de overtreder door de overtreding heeft verkregen indien diens voordeel groter is dan € 500 000.”

Het ligt niet voor de hand dat de wetgever heeft beoogd dat de AFM (en hetzelfde geldt voor het Openbaar Ministerie) buiten spel staat in geval van overtreding van het overgangsrecht. Dat het overgangsrecht in het wetsvoorstel zoals dat thans voorligt louter (en beperkt) langs civielrechtelijke weg te handhaven is, lijkt dan ook een abusievelijke omissie.

4.3.5 Een voorstel tot herstel van de handhavingslacune

De meest eenvoudige wijze van herstel zou zijn om aan artikel V van het wetsvoorstel een tweede lid toe te voegen, waarin aan de AFM de bevoegdheid wordt gegeven om aan overtreders een bestuurlijke boete op te leggen. Verwacht mag worden dat hiervan een voldoende afschrikkende werking uitgaat om overtreding in de ‘overgangsgevallen’ tegen te gaan, zodat het niet noodzakelijk is om ruimere handhavingsmogelijkheden³⁷⁸ op te nemen.

Dit tweede lid zou als volgt kunnen luiden:

- 2. De AFM kan een bestuurlijke boete opleggen terzake van een overtreding van het bepaalde in het eerste lid van dit artikel. De bestuurlijke boete voor een afzonderlijke overtreding bedraagt maximaal € 1 000 000. De AFM kan de hoogte van de bestuurlijke boete vaststellen op ten hoogste twee keer het voordeel dat de overtreder door de overtreding heeft verkregen indien diens voordeel groter is dan € 500 000.³⁷⁹*

³⁷⁸ Zoals strafbaarstelling, de mogelijkheid van een last onder dwangsom of ruimere civielrechtelijke sancties naar analogie van artikel 5:52 Wft.

³⁷⁹ Als ook wordt voorzien in een overgangsregeling met betrekking tot de verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities, ligt het voor de hand die overgangsregeling op te nemen in artikel V, tweede lid van het wetsvoorstel Corporate Governance. In dat geval zou de hier voorgestelde handhavingsbepaling in het derde lid terecht komen en betrekking hebben op overtredingen terzake van het bepaalde in het eerste en tweede lid van het artikel.

Conclusie

Er staat een forse uitbreiding van de meldingsplichten voor beleggers op stapel. In reactie op de conflicten tussen activistische aandeelhouders en vennootschappen, het toegenomen gebruik van technieken om economisch belang en juridische eigendom van aandelen te splitsen en het op grote schaal speculeren op koersdalingen door het innemen van netto shortposities, worden zowel op nationaal als op Europees niveau op korte termijn nieuwe meldingsplichten voor beleggers geïntroduceerd en worden bestaande meldingsplichten verruimd. Die nieuwe en verruimde meldingsplichten zijn in de afzonderlijke hoofdstukken de revue gepasseerd. Hieronder volgt een samenvatting van de belangrijkste punten.

Verruimde meldingsplicht door introductie nieuwe meldingsdrempel van 3% (wetsvoorstel Corporate Governance)

Onder de huidige regel geldt een drempel van vijf procent van het geplaatste kapitaal of de stemrechten als laagste drempelwaarde voor het melden van een kapitaalbelang en/of zeggenschap in uitgevende instellingen. In lijn met de aanbeveling van de Monitoring Commissie, wordt in het wetsvoorstel Corporate Governance een nieuwe eerste drempelwaarde van drie procent geïntroduceerd. Dit leidt er toe dat eerder moet worden gemeld. Daardoor kan het bestuur eerder weten wie de grotere aandeelhouders zijn en gericht met hen communiceren, terwijl beleggers bij hun beleggingsbeslissingen meer kennis hebben van kapitaalbewegingen en stemverhoudingen. Achterliggende reden van de verlaging is, dat de praktijk heeft uitgewezen dat een vergaande mate van feitelijke invloed kan uitgaan van een aandeelhouder met minder dan vijf procent van de aandelen.

De aangevoerde argumenten voor een verlaging van de eerste meldingsdrempel naar drie procent (en geen ander percentage), overtuigen echter niet. Dat neemt niet weg dat er vanuit internationaal perspectief en uit kosten oogpunt wel overtuigende argumenten zijn om voor specifiek dit percentage te kiezen.

De vrijstellingen uit artikel 5:46 Wft worden waar nodig aangepast aan deze nieuwe drempelwaarde. Het verlichte meldingsregime uit artikel 5:47 Wft wordt echter niet

aangepast, waardoor onder omstandigheden strijd kan ontstaan met de Transparantie-richtlijn. Op dat punt schiet het wetsvoorstel dus tekort.

Ook de in het wetsvoorstel Corporate Governance opgenomen overgangsregeling met betrekking tot de nieuwe meldingsdrempel van 3%, schiet op een aantal punten tekort. In de overgangsregeling wordt afgeweken van de terminologie van hoofdstuk 5.3 Wft, door te spreken over 'kapitaal' in plaats van 'aandelen'. Daarnaast worden ten onrechte de vrijstellingen uit artikel 5:46 Wft en het verlichte regime uit artikel 5:47 Wft niet van overeenkomstige toepassing verklaard op de uit de overgangsregeling voortvloeiende initiële meldingsplicht, hetgeen mede strijd oplevert met Europeesrechtelijke verplichtingen van Nederland. Ook is de handhaving van het overgangsrecht problematisch, omdat bestuursrechtelijk en strafrechtelijk optreden tegen overtredingen niet mogelijk is.

Meldingsplicht substantiële bruto shortposities (wetsvoorstel Corporate Governance)

De thans bestaande meldingsplichten voor beleggers, opgenomen in hoofdstuk 5.3 Wft, zien uitsluitend op het melden van stemrechten en longposities. Op de valreep is het wetsvoorstel Corporate Governance aangevuld met een verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities. Kort gezegd komt een meldingsplicht te rusten op personen die beschikken over financiële instrumenten die een shortpositie vertegenwoordigen en waarvan de omvang van de shortpositie een drempelwaarde bereikt of passeert door een verkrijging, verlies of een noemerwijziging.

In een tijdperk waarin economisch belang en juridische eigendom van aandelen eenvoudig gesplitst kunnen worden, kan het melden van substantiële bruto shortposities (náást substantiële longposities) er toe bijdragen dat beter inzichtelijk wordt over welk economisch belang een persoon daadwerkelijk beschikt. Ook kan deze meldingsplicht bijdragen aan het blootleggen van *empty voting* (in sommige omstandigheden), aan het signaleren van mogelijke belangenverstrengelingen en aan een efficiënte prijsvorming.

Op zichzelf vormt meldingsplicht voor bruto shortposities een goede aanvulling op de reeds bestaande meldingsplichten en wordt met een dergelijke meldingsplicht een belangrijke stap gezet in de richting van meer transparantie inzake economische belangen. Er moet echter wel worden geconcludeerd dat de voorgestelde regeling op

enkele (fundamentele) punten tekort schiet. Daarbij is onder meer gewezen op de te beperkte reikwijdte van de meldingsplicht, het ontbreken van een periodieke 'positiebepalingsplicht', het ontbreken van toerekeningsregels en vrijstellingen, het ontbreken van strafrechtelijke handhavingsmogelijkheden en het ontbreken van een overgangsregeling.

Meldingsplicht aanmerkelijke netto shortposities (*short selling*-Verordening)

Per 1 november 2012 zal op grond van de *short selling*-Verordening een meldingsplicht rusten op houders van een aanmerkelijke netto shortpositie, ter vervanging van de nationale maatregelen die tijdens de financiële crisis zijn ingezet om *short selling* te reguleren. De Verordening gaat uit van een tweeledig meldingssysteem, waarbij kleinere netto shortposities vertrouwelijk gemeld moeten worden aan de nationale toezichthouder terwijl netto shortposities vanaf 0,5% openbaar gemeld moeten worden. Aldus zijn toezichthouders beter in staat om toezicht te houden op (mutaties in) netto shortposities in verband met eventuele systeemrisico's of marktmisbruik, en worden marktdeelnemers voorzien van nuttige informatie over aanmerkelijke individuele netto shortposities. Daarbij is niet gekozen voor een verplichting tot permanente monitoring van de omvang van de netto shortpositie, maar voor een systeem waarbij eenmaal daags moet worden bekeken of de omvang van de netto shortpositie een drempelwaarde bereikt of passeert. Het gevolg is dat aanmerkelijke *intraday* netto shortposities (die op dezelfde dag worden geopend en gesloten) geen aanleiding geven tot een meldingsplicht.

Bij de bepaling van de omvang van de netto shortpositie moet worden uitgegaan van de delta gecorrigeerde bruto long- en shortposities. In de *short selling*-Verordening wordt een brede definitie gehanteerd van de begrippen long- en shortpositie. Onder omstandigheden moeten netto shortposities binnen groepen en fondsen worden geaggregeerd. *Marketmakers* zijn uitgezonderd van de meldingsplicht. Er geldt een korte meldingstermijn: een meldingsplichtige netto shortpositie moet de volgende handelsdag al worden gemeld.

Transparantielacune wel verkleind maar niet gedicht

De nieuwe meldingsplichten met betrekking tot shortposities (in combinatie met een lagere eerste meldingsdrempel) zorgen er weliswaar voor dat de ‘transparantielacune’ wordt verkleind, maar dichten de lacune niet. Op twee punten schiet de transparantie namelijk nog (ernstig) tekort:

- 1) Er is onvoldoende zicht op (mogelijk zeer significante) bewegingen van het kapitaalbelang, het stemrecht en de bruto shortpositie tussen de verschillende drempelwaarden; en
- 2) Het ontbreekt beleggers op de financiële markten en uitgevende instellingen aan vroegtijdig inzicht in de intenties van grotere aandeelhouders.

In haar advies van mei 2007 heeft de Monitoring Commissie op deze twee punten wel aanbevelingen gedaan aan de wetgever, te weten de aanbeveling om de huidige drempelwaarden te vervangen door een systeem waarbij gemeld moet worden bij elk procentpunt vanaf drie procent en de aanbeveling om een intentiemeldingsplicht in te voeren.

Ad 1 – Meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf 3%

Het kabinet heeft afgezien van een meldingsplicht bij elk procentpunt vanaf drie procent en ook de Kamer heeft op dat punt geen amendement aangenomen. Dat is te betreuren: tegenover een naar verwachting tamelijk beperkte lastenstijging, zou een forse toename van de transparantie hebben gestaan. Kapitaalbewegingen en verschuivende stemverhoudingen zouden eerder en veel beter zichtbaar zijn geworden voor beleggers en uitgevende instellingen, zonder dat daarbij sprake hoeft te zijn van een afname van de transparantie door een onoverzichtelijke overvloed aan informatie (zeker wanneer het register deugdelijk wordt ingericht en wordt uitgerust met een goede zoekfunctie).

Ad 2 – Intentiemeldingsplicht

Oorspronkelijk bevatte het wetsvoorstel Corporate Governance voor personen die beschikken over ten minste drie procent van de aandelen of stemmen, de verplichting om te melden of wel of geen bezwaar bestaat tegen de (online gepubliceerde) strategie van de uitgevende instelling. Na forse kritiek op dit onderdeel van het wetsvoorstel, is deze

meldingsplicht uit het wetsvoorstel geschrapt. Gevreesd werd voor grote aantallen (niet nader gemotiveerde) *pro forma*-bezwaren, terwijl omgekeerd ook weinig tot niets af te leiden zou zijn geweest uit een ongeclausuleerde ‘geen-bezwaar’-melding.

Er bestaat bij uitgevende instellingen en beleggers echter wél behoefte aan meer transparantie van de zijde van (groot)aandeelhouders ten aanzien van hun daadwerkelijke intenties. Mede gelet op de brede steun van marktpartijen voor een (deugdelijk vormgegeven) intentiemeldingsplicht, verdient de intentiemeldingsplicht een tweede kans en heeft dit ook de voorkeur boven een wettelijke verankering van de responstijd. Daarbij moet worden gezocht naar een regeling die verplicht tot een voldoende gedetailleerde melding van intenties, met zo min mogelijk ruimte voor *boilerplate*-meldingen en *possibility bombing*, en waarbij tegelijkertijd de administratieve lasten binnen de perken blijven. De vormgeving – mede in de jurisprudentie – van de intentiemeldingsplicht in de VS lijkt (meer dan de Duitse regeling) een goed startpunt op te leveren voor de vormgeving van een Nederlandse intentiemeldingsplicht die voldoet aan deze uitgangspunten.

Slotopmerkingen

De conclusie luidt dat de lagere meldingsdrempel en de nieuwe meldingsplichten met betrekking tot shortposities weliswaar zorgen voor meer transparantie op de effectenmarkten, maar dat de voorgestelde regelingen op bepaalde punten tekort schieten. Met name de op het laatste moment toegevoegde verplichting tot het melden van substantiële bruto shortposities en de overgangsregeling in het wetsvoorstel, vertonen zodanige tekortkomingen dat het aanbeveling verdient dit alsnog middels een novelle te wijzigen. De kleinere tekortkomingen kunnen dan ook gelijk recht worden gezet. Ten dele zijn daarvoor al concrete voorstellen gedaan in de voorgaande hoofdstukken.³⁸⁰

Daarnaast blijft een transparantielacune bestaan waar het gaat om de intenties van beleggers en (potentieel significante) bewegingen van het kapitaalbelang, het stemrecht en de bruto shortpositie tussen de verschillende drempelwaarden. In dat verband verdient het aanbeveling om introductie van een (deugdelijk vormgegeven) intentiemeldingsplicht

³⁸⁰ Zie paragrafen 3.3.4.3, 3.4.4.5, 4.1.2, 4.2.3, 4.3.2 en 4.3.5.

en vervanging van de huidige drempelwaardenstructuur door een systeem waarbij gemeld moet worden bij elk procentpunt vanaf drie procent, te heroverwegen. Met deze twee aanpassingen zou nog een flinke (en gewenste) transparantieslag gemaakt kunnen worden.

Tot slot nog dit. Transparantie met betrekking tot shortposities en intenties van aandeelhouders levert weliswaar nuttige informatie voor beleggers en uitgevende instellingen, maar het voorkomt op zichzelf nog niet dat *empty voting* zich voordoet of dat activistische aandeelhouders direct de confrontatie (in plaats van een constructieve dialoog) opzoeken met het bestuur teneinde een strategiewijziging af te dwingen. In zoverre is transparantie slechts een eerste – zij het belangrijke – stap op weg naar een betere balans tussen het bestuur en de aandeelhouders van een uitgevende instelling.

Literatuur

Abma 2010

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2010', *Ondernemingsrecht* 2010, p. 526-536.

Abma 2011

R. Abma, 'Kroniek van het seizoen van jaarlijkse algemene vergaderingen 2011', *Ondernemingsrecht* 2011, p. 367-375.

AFM 2009

AFM, *Q&A Measure concerning short selling*, juni 2009, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/effectenuitgevende-ondernemingen/marktmisbruik/maatregel-short-selling/faq-maatregel-short-selling-010609.aspx>>.

AFM 2012

AFM, *Leidraad voor Aandeelhouders*, januari 2012, te raadplegen via <<http://www.afm.nl/~media/Files/leidraad/aandeelhouders/voor-aandeelhouders.ashx>>.

Atkins & Bondi 2008

P.S. Atkins & B.J. Bondi, 'Evaluating the Mission: A Critical Review of the History and Evolution of the SEC Enforcement Program', *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 2008, p. 367-417.

CESR 2010a

CESR, *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime* (CESR/10-088), maart 2010, te raadplegen via <http://www.esma.europa.eu/system/files/10_088.pdf>.

CESR 2010b

CESR, *Technical details of the pan-European short selling disclosure regime* (CESR/10-453), mei 2010, te raadplegen via <http://www.esma.europa.eu/system/files/10_453.pdf>.

Chase & Wilson 2000

D.R. Chase & N. Wilson, 'When the SEC comes knocking – What to do when faced with an enforcement investigation', *ABA Section of Business Law* 2000, te raadplegen via <<http://apps.americanbar.org/buslaw/blt/blt00may-sec.html>>.

Colombo 2011

R.J. Colombo, 'Effectuating Disclosure Under the Williams Act', *Catholic University Law Review* 2011, p. 311-355.

Dorst & Van Swieten 2009

D. Dorst & G.H. van Swieten, 'De short selling-maatregelen nader belicht', *Vennootschap & Onderneming* 2009, p. 9-12.

Duynstee & Peters 2011

D.J.F.F.M. Duynstee & F.M. Peters, 'Ondernemingsrechtelijke inpassing van aandelenderivaten', in: M. Holzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2010-2011*, Deventer: Kluwer 2011, p. 149-172.

ESMA 2012

ESMA, *ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012)* (ESMA/2012/263), april 2012, te raadplegen via <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-esma-263_-_final_report_on_technical_advice_on_short_selling.pdf>.

ESME 2007

ESME, *First report of ESME on the Transparency Directive ("TD")*, december 2007, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05122007_td_report_en.pdf>.

Eumedion 2008

Eumedion, *Reactie voorontwerp wetsvoorstel implementatie Frijns advies* (brief van 13 februari 2008, kenmerk 2008.014), februari 2008, <<http://www.eumedion.nl/nl/public/kennisbank/consultaties/2008-02-minfin-frijns-advies.pdf>>.

Eumedion 2010

Eumedion, *Evaluatie AVA-seizoen 2010*, juni 2010, te raadplegen via <http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2010_ava_evaluatie.pdf>.

Eumedion 2011

Eumedion, *Evaluatie AVA-seizoen 2011*, juni 2011, te raadplegen via <http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2011_ava_evaluatie.pdf>.

Eumedion 2012

Eumedion, *Evaluatie AVA-seizoen 2012*, juni 2012, te raadplegen via <http://eumedion.nl/nl/public/kennisbank/ava-evaluaties/2012_ava_evaluatie.pdf>.

Euronext 2007

Euronext, *2006 Annual Report*, mei 2007, te raadplegen via <http://www.afm.nl/registers/fv_documents/303.pdf>.

Europees Parlement 2008

Europees Parlement, *Resolution with recommendations to the Commission on transparency of institutional investors* (Reference T6-0426/2008), september 2008, te raadplegen via <<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P6-TA-2008-426>>.

Europese Commissie 2003

Europese Commissie, *Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot harmonisatie van 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 (COM(2003) 138 definitief)*, maart 2003, te raadplegen via <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0138:FIN:NL:PDF>>.

Europese Commissie 2008

Europese Commissie, *Report on more stringent national measures concerning 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* (Commission Staff Working Document SEC(2008) 3033), december 2008, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf>

Europese Commissie 2010

Europese Commissie, *The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues* (Commission Staff Working Document SEC(2010) 611), mei 2010, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/sec-2010_611_en.pdf>.

Fox, Radke & Wolf 2009

D. Fox, K.A. Radke & D.E. Wolf, 'Harbinger of Courtroom Remedies in Deal-Jumping Situations', *Kirkland M&A Update* 30 december 2009, te raadplegen via <http://www.kirkland.com/files/MA_Update/123009.pdf>.

Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht 2009

Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, *Advies inzake het wetsvoorstel (kamerstukken 32 014) tot Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet giraal effectenverkeer en het Burgerlijk Wetboek naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007*, oktober 2009.

Grundmann-van de Krol 2010

C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010.

Holland Colours 2011a

Holland Colours, *Jaarverslag 2010/2011*, mei 2011, te raadplegen via <http://www.afm.nl/registers/fv_documents/6738.pdf>.

Holland Colours 2011b

Holland Colours, *Notulen van de algemene vergadering van aandeelhouders van Holland Colours NV gehouden op 11 juli 2011*, juli 2011, te raadplegen via <http://www.hollandcolours.com/index.php?option=com_phocadownload&view=category&download=91:minutes-of-the-annual-general-meeting-of-shareholders-dated-july-11-2011-under-construction&id=7:general-meeting-of-shareholders-docs>.

Hijink 2009

S. Hijink, 'Tijdelijke AFM-Regeling inzake Melding van Short Posities', *Ondernemingsrecht* 2009, p. 412- 415.

Hu & Black 2006

H.T.C. Hu & B. Black, 'The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership', *Southern California Law Review* 2006, p. 811-908.

Jalink 2012

I. Jalink, 'Introductie van een meldingsplicht voor synthetische kapitaalbelangen in uitgevende instellingen per 1 januari 2012', *Vennootschap & Onderneming* 2012, p. 8-15.

Klaassen 2008

A.G.H. Klaassen, 'Melding van intenties – Een verkenning van het Nederlandse voorontwerp en het Duitse wetsvoorstel', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 439-445.

Li 1997

A.J. Li, 'The Meaning of Item 4 of Schedule 13D of the Securities Exchange Act of 1934: A New Framework and Analysis', *The Business Lawyer* 1997, p. 851-884.

Mazars 2009

Mazars, *Transparency Directive Assessment Report*, december 2009, te raadplegen via <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report-application-annexes_en.pdf>.

Monitoring Commissie 2006

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Consultatiedocument*, december 2006, te raadplegen via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/14087_NL_Consuldoc1.pdf>.

Monitoring Commissie 2007

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code*, mei 2007, te raadplegen via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Monitoring_Commissie_advies_kabinet_mei_2007.pdf>.

Monitoring Commissie 2008

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *De Nederlandse corporate governance code – Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen*, december 2008, te raadplegen via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Dec_2008_Code_NL.pdf>.

Monitoring Commissie 2011

Monitoring Commissie Corporate Governance Code, *Derde rapport over de naleving van de Nederlandse Corporate Governance Code*, december 2011, te raadplegen via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/page/downloads/Rapport_MCGC_2011.pdf>.

Neering 2009

V.M. Neering, 'De intentiemelding voor aandeelhouders en de strategiemelding voor uitgevende instellingen', *Tijdschrift voor de Ondernemingsrechtpraktijk* 2009, p. 282-286.

Oppelaar 2008

H.V. Oppelaar, 'Maatregelen AFM tegen short selling: turbulente regelgeving in turbulente tijden', *Ondernemingsrecht* 2008, p. 552-554.

Overkleef 2009

F.G.K. Overkleef, 'Het agenderingsrecht voor aandeelhouders in beursvennootschappen: een aanzet tot (her)bezinning', *Ondernemingsrecht* 2009, p. 714-723.

Peeters 2012

M. Peeters, 'Over short selling', *Ars Aequi* 2012, p. 189-197.

Perrick 2010

S. Perrick, 'Melding van zeggenschap en kapitaalbelang', in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en Financieel toezicht*, Deventer: Kluwer 2010, p. 681-717.

Raaijmakers 2007

G.T.M.J. Raaijmakers, 'Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen', in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma, *Achter de schermen van beursaandeelhouders* (Preadvies van de Vereeniging 'Handelsrecht' 2007), Deventer: Kluwer 2007, p. 1-72.

Van Schilfgaarde/Winter 2009

P. van Schilfgaarde/J. Winter (bew.), *Van de BV en de NV*, Deventer: Kluwer 2009.

Schouten 2009

M.C. Schouten, 'The Case for Mandatory Ownership Disclosure', *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 2009, p. 127-182.

Schouten 2010

M.C. Schouten, 'Toenemende transparantieplichtingen voor aandeelhouders', *Ondernemingsrecht* 2010, p. 96-103.

Sijnja 2010

H.A. Sijnja, 'Wetsvoorstel Corporate Governance: meldingsplicht van aandeelhouders met betrekking tot de strategie', in: M. Holzer, A.F.J.A. Leijten & D.J. Oranje (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2009-2010*, Deventer: Kluwer, 2010, p. 177-200.

Strik 2007

D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play: over preventie van aandeelhoudersactivisme', *Ondernemingsrecht* 2007, p. 270-276.

Timmermann & Birkholz 2007

J. Timmann & M. Birkholz, 'Der Regierungsentwurf für ein Risikobegrenzungsgesetz', *Betriebs-Beräter* 2007, p. 2749-2753.

Wientjes, Borgdorff & Van Gelder 2012

B. Wientjes, P.J.C. Borgdorff & R. van Gelder, *Wetsvoorstel implementatie advies Frijns (32 014)* (brief van 12 januari 2012 aan de voorzitter en de leden van de Vaste Commissie voor Financiën van de Tweede Kamer), januari 2012, te raadplegen via <<http://www.vno-ncw.nl/SiteCollectionDocuments/Brieven/brief2012-04.pdf>>.