

GECOMBINEERDE COMMISSIE VENNOOTSCHAPSRECHT

van de

Nederlandse Orde van Advocaten

en de

Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie

inzake

de wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met introductie van een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten (32783)
(het “**Wetsvoorstel**”)

1. Samenvatting

De Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie (“**Gecombineerde Commissie**”) heeft een aantal (technische) opmerkingen ten aanzien van het Wetsvoorstel en de daarbij gegeven toelichting.

2. Aanbevelingen en opmerkingen

Voor de praktijk is van groot belang dat bij voorbaat duidelijk zal kunnen zijn in welke gevallen een meldingsplicht bestaat, ook bij de in het Wetsvoorstel bedoelde *cash settled* instrumenten. Afbakeningsproblemen zullen zich met name kunnen voordoen bij artikel 5:45 lid 10 sub a en sub c Wft. De hier gekozen beschrijvingen zijn namelijk ruim en voorts enigszins vaag. Vanuit de gedachte dat er bij voorbaat geen duidelijke afbakening valt te geven van het type contracten (mede gelet op de inventiviteit van de markt) dat hieronder zou kunnen vallen, is deze aanpak begrijpelijk. Aan de andere kant is goed voorstelbaar dat er instrumenten (zullen) zijn die naar de letter van het voorgestelde artikel 5:45 lid 10 sub a en c Wft onder de omschrijving zouden (kunnen) vallen, doch feitelijk niet tot een meldingsplicht zouden moeten leiden.

De Gecombineerde Commissie wijst hierbij op het bestaan van derivaten die in bepaalde omstandigheden *de facto* (mede) afhankelijk kunnen zijn van de waardeontwikkeling van een bepaald onderliggend aandeel, maar niet als zodanig zijn ingericht/bedoeld. Zo is denkbaar dat koersen van bepaalde grondstoffenderivaten (mede) afhankelijk zijn van de waardeontwikkeling van aandelen, met name waar het aandelen in ondernemingen betreft die een monopolistische of oligopolistische economische positie hebben ten opzichte van

die grondstoffen. Een ander voorbeeld is dat koersen van derivaten (opties, etc.) met betrekking tot aandelen in toeleveranciers van essentiële bedrijfsmiddelen (mede) afhankelijk kunnen zijn van de waarde van aandelen in de ondernemingen die deze essentiële bedrijfsmiddelen afnemen. De Gecombineerde Commissie neemt aan dat het niet de bedoeling is dat deze derivaten leiden tot een meldingsplicht op grond van letter a of c, en het zou goed zijn indien de toelichting dit verduidelijkt.

Een ander type product dat in dit kader aandacht behoeft betreft beleggingsproducten zoals *index trackers* of op andere wijze samengestelde beleggingsproducten (zoals mandjes van aandelen). De memorie van toelichting is op dat punt niet erg concludent. Op pagina 9 wordt opgemerkt dat als een mandje of index van aandelen is samengesteld uit een “gering aantal” aandelen, er “onder omstandigheden sprake *kan* zijn van een meldingsplicht op grond van hoofdstuk 5.3 van de Wft” en dat het dan aan de AFM is om te bepalen onder welke omstandigheden een mandje of index van aandelen onder de meldingsplicht valt. De Gecombineerde Commissie beveelt aan om deze afbakening nader toe te lichten. Betekent dit dat de markt er op mag rekenen dat de meldingsplicht van artikel 5:45 lid 10 Wft voor dit type producten pas van kracht wordt nadat de AFM voor een concreet beleggingsproduct door middel van een interpretatie of beleidsregel heeft aangegeven dat de meldingsplicht van toepassing is? Bij het stellen van deze vraag realiseert de Gecombineerde Commissie zich dat de regelgeving thans niet voorziet in een vaststellingsbevoegdheid van de AFM ten aanzien van beleggingsproducten en dat de AFM individuele beleggingsproducten vaak ook niet kent of behoeft te kennen. Is het de bedoeling dat in de toekomst individuele beleggingsproducten in dit opzicht wel (onverplicht) vooraf door de AFM getoetst zullen kunnen worden zodat op voorhand duidelijk is in hoeverre deze instrumenten moeten worden meegerekend bij het vaststellen of meldingsverplichtingen op grond van Hoofdstuk 5.3 van de Wft kunnen ontstaan?

Wat daarvan zij, de Gecombineerde Commissie leidt uit de aangehaalde passage in de memorie van toelichting af dat een beperkte mate van (mede) afhankelijkheid niet beoogd wordt te zijn begrepen in artikel 5:45 lid 10 sub a Wft, vanwege de verwijzing naar een mandje of index dat zou zijn samengesteld uit een “gering” aantal aandelen. Met andere woorden: indien het mandje uit meerdere (niet zijnde een gering aantal) aandelen is samengesteld zal er ondanks de *mede* afhankelijkheid van het betreffende aandeel toch geen sprake zijn van een instrument in de zin van artikel 5:45 lid 10 sub a Wft. De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of deze interpretatie juist is. Zo ja, dan zou het dienstig zijn dat dit in de toelichtende stukken wordt verduidelijkt.

In het verlengde van deze kanttekening meent de Gecombineerde Commissie dat het de voorkeur verdient in de wet een duidelijke kwantitatieve grens op te nemen aan de hand waarvan vastgesteld kan worden of samengestelde beleggingsproducten wel of niet meegerekend dienen te worden. De Gecombineerde Commissie meent dat alleen indien een aandeel voor meer dan 40 of 50% de waardeontwikkeling van een bepaald product bepaalt, daarvan sprake zou moeten zijn.

De Gecombineerde Commissie vraagt in dit verband aandacht voor een specifiek probleem dat zich bij "mandjes" en indextrackers voordoet en dat indien deze soorten instrumenten meegerekend moeten worden bij de beantwoording van de vraag of een meldingsplicht ontstaat, regeling behoeft. Door het samengestelde karakter van mandjes en indextrackers en de onderling verschillende waardeontwikkeling van de daarvan deel uitmakende effecten, kan zonder dat door de betrokken meldingsplichtige een transactie wordt verricht en zonder dat het noemergegeven wijzigt, toch een meldingsverplichting ontstaan. De Gecombineerde Commissie meent dat dit tot een ongewenste administratieve belasting van marktpartijen en het register leidt. Het zou verstandig zijn de meldingsverplichting voor dit type producten te beperken tot de gevallen waarin een meldingsplichtige zelf een transactie doet als gevolg waarvan een drempelwaarde wordt bereikt of doorbroken (en de gevallen waarin het bereiken of doorbreken van een drempelwaarde het resultaat is van een waardewijziging van effecten die deel uitmaken van een mandje of indextracker daarvan uit te sluiten).

De Gecombineerde Commissie vraagt zich af of de verwijzing op pagina 10 van de memorie van toelichting wel juist is. Hier wordt vermeld dat bij het aflopen van een financieel instrument als bedoeld in artikel 5:45 lid 10 sub b Wft de schrijver van de put optie verplicht kan worden tot afname van de aandelen. Daaraan is toegevoegd: "indien de koper niet overgaat tot uitoefening van de put optie". Is hier niet juist bedoeld het geval dat de koper van de put optie *wel* overgaat tot uitoefening hiervan?

De Gecombineerde Commissie meent dat de verwijzing in artikel 5:45 lid 10 sub b Wft naar artikel 5:33 eerste lid onderdeel b Wft tot verwarring aanleiding kan geven. In artikel 5:33 eerste lid onderdeel b subonderdeel 3 en 4 gaat het immers juist om call opties/opties ter verwerving, en niet om opties die de verplichting inhouden om aandelen te kopen (put opties). De Gecombineerde Commissie beveelt dan ook aan om de verwijzing naar artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b te beperken tot subonderdeel 1 en 2 (aandelen en certificaten daarvan).

Blijkens de memorie van toelichting, en ook blijkens artikel II lid 1 van het Wetsvoorstel, gaat het wetsvoorstel ervan uit dat invoering (pas) plaatsvindt nadat wetsvoorstel 32 014 (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 van 30 mei 2007), waarbij de eerste meldingsgrens van 5 naar 3% wordt verlaagd, zal zijn ingevoerd op het moment dat artikel 5:45 lid 10 Wft van kracht wordt. Deze onderlinge afhankelijkheid lijkt de Gecombineerde Commissie minder wenselijk en zou kunnen worden opgelost door in artikel II te verwijzen naar de van toepassing zijnde grens die aanleiding geeft tot een meldingsplicht, in plaats van specifiek te verwijzen naar 3%.

Den Haag, 7 juli 2011