

Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht

van de

Nederlandse Orde van Advocaten

en de

Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie

inzake

**het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2012 (32781)
(het "Wetsvoorstel")**

1. INLEIDING

Het Wetsvoorstel voorziet in een aantal inhoudelijke en technische wijzigingen van de Wft en in de wijziging van een aantal wetten. Over een deel van de in het Wetsvoorstel behandelde onderwerpen heeft de Gecombineerde Commissie in het kader van de consultatie d.d. 9 augustus 2010 op 9 september 2010 gereageerd. (**Bijl.**). Het ging daarbij om een aantal wijzigingen van de in de wet neergelegde regelingen omtrent het openbaar bod. De Gecombineerde Commissie beperkt zich in haar commentaar hoofdzakelijk tot het deel van het Wetsvoorstel waarop zij in het kader van de consultatie heeft gereageerd.

De regeling van het openbaar bod is neergelegd in de Wft (art. 5:70 e.v.) en in het Besluit openbare biedingen Wft (het "Bob"). Over de wijzigingen van het Bob is op 11 juni 2010 separaat geconsulteerd. De Gecombineerde Commissie heeft in het kader van die consultatie gereageerd op 26 juli 2010 (**Bijl.**).

Op grond van het Wetsvoorstel is nu bekend welke wijzigingen het Ministerie van Financiën mede naar aanleiding van de consultatie voorstelt; onbekend is nog welke wijzigingen van het Bob zullen worden voorgesteld. De Gecombineerde Commissie vindt dit onbevredigend, te meer daar de toelichting op het Wetsvoorstel verwijst naar aanpassingen die nog in het Bob zullen moeten worden aangebracht, waarover het Ministerie kennelijk reeds heeft besloten zonder dat de desbetreffende regelingen bekend zijn. Dat betekent dat een reactie op het Wetsvoorstel tot op zekere hoogte een slag in de lucht is. Het gaat hierbij met name om de toelichting op Artikel I, onderdeel ZZZ, maar ook over de

verwijzingen naar de "put up and shut up regel" in het algemeen deel van de toelichting en de verwijzing naar art 25 Bob.

Ook in het kader van de consultatie over het Ontwerpbesluit financiële markten 2012 constateerde de Gecombineerde Commissie dat bij die consultatie werd uitgegaan van een ontwerptekst van art. 5:40, lid 10 Wft die afweek van de versie waarover eerder geconsulteerd was en die ten tijde van de consultatie nog niet gepubliceerd was. De consultatie over het ontwerpbesluit liep tot 11 mei 2011, terwijl het wetsvoorstel, met het in te voeren tiende lid van art. 5:40 Wft, pas op 24 mei 2011 is gepubliceerd.

De Gecombineerde Commissie meent dat een nadere bezinning over de wijze waarop het middel van consultaties wordt gebruikt en de manier waarop wordt omgegaan met voorstellen waarover een consultatie heeft plaatsgevonden alsmede de wijze waarop consultaties worden ingepast in het proces van regelgeving dringend noodzakelijk is. In het geval van het Wetsvoorstel dreigt de Kamer naar de Gecombineerde Commissie aanneemt onbedoeld, op het verkeerde been gezet te worden. In een geval als de consultatie over het Ontwerpbesluit financiële markten 2012 wordt de waarde van consultaties beperkt omdat de regelgeving die door middel van de ter consultatie voorgelegde ontwerpen uitgevoerd moet worden, niet bekend is, en omdat dit ten koste kan gaan van de bereidheid van marktpartijen om in het kader van een consultatie te reageren en in ieder geval het middel niet optimaal wordt benut.

De Gecombineerde Commissie meent dat - los van het feit dat wijzigingen als die van het Bob op grond van de wet nog voorgehangen moeten worden - het wenselijk is telkens wanneer wijzigingen van de wettelijke bepalingen en wijzigingen van daarop voortbouwende besluiten gelijktijdig worden voorbereid, bij consultaties over uitvoeringsregelingen als het Ontwerpbesluit financiële markten 2012 ook de voorlopig definitieve tekst van de wettelijke bepalingen die het ministerie voornemens is voor te stellen met het oog op de consultatie te publiceren. Omgekeerd zou dit ook moeten gebeuren wanneer, zoals nu ten aanzien van het openbaar bod het geval is, wijzigingen van de Wft worden voorgesteld nadat over aanpassingen van de uitvoeringsregeling een consultatie heeft plaatsgevonden en in de toelichting op een wetsvoorstel nog te wijzigen bepalingen worden genoemd. De Gecombineerde Commissie meent dat in dat geval de "definitieve" ontwerpteksten van de uitvoeringsregelingen beschikbaar zouden moeten zijn bij het indienen van voorstellen tot wijziging van de Wft.

Een verder bezwaar van de Gecombineerde Commissie is dat, althans waar het gaat om de consultaties over het ontwerp voor de Wijzigingswet financiële

markten 2012 en het ontwerp voor wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft, de in het kader van deze consultaties door het ministerie van Financiën ontvangen reacties niet op www.internetconsultatie.nl beschikbaar zijn. De Memorie van Toelichting vat de reactie gedeeltelijk samen. Het is echter niet mogelijk de verschillende bij die reacties gebruikte argumenten af te wegen. Voor de Gecombineerde Commissie is dat een reden om een paar van de suggesties die zij in het kader van de consultatie over het ontwerp voor de Wijzigingswet financiële markten 2012 heeft gedaan, opnieuw te doen.

2. COMMENTAAR VAN DE GECOMBINEERDE COMMISSIE OP HET WETSVORSTEL

2.1 Het begrip *gereguleerde markt*.

De Gecombineerde Commissie heeft in haar reactie in het kader van de consultatie over het ontwerp wetsvoorstel de wens geuit ook in de toelichting op dit wetsvoorstel (en niet alleen in de toelichting op het Bob) in te gaan op de definitie van een gereguleerde markt voor de toepassing van de regels voor het openbaar bod. De Gecombineerde Commissie stelt het op prijs dat in het Wetsvoorstel aan deze wens gevolg is gegeven. Omdat in het algemeen de betekenis van memories van toelichting bij de uitleg van wettelijke bepalingen beperkt is en dit in nog sterkere mate geldt in de gevallen dat in de toelichting op een latere wet een eerdere wettelijke regeling wordt geduid, meent de Gecombineerde Commissie dat nu een wijziging van artikel 1:1 Wft toch al deel uitmaakt van het Wetsvoorstel, het goed zou zijn de beperking van de definitie van gereguleerde markt alsnog in de wet zelf tot uitdrukking te brengen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen door aan de definitie "*multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten – binnen dit systeem en volgens de niet-discretionaire regels van dit systeem – samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst uit voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten, en dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt*" toe te voegen "*behalve in de gevallen waarin de bij de Wet van 24 mei 2007 tot uitvoering van richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod ([Stb. 2007, 202](#)) ingevoerde bepalingen verwijzen naar de definitie van een gereguleerde markt in artikel 1:1 Wft, waar die verwijzing ziet op de definitie van gereguleerde markt zoals die op 28 oktober 2007 in de wet was*

opgenomen."¹ Op deze wijze zou deze complicatie ook in Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek worden ondervangen.

2.2 Artikel 5:73 Wft en artikel 2a Bob

De Gecombineerde Commissie juicht het toe dat een suggestie die zij in het kader van de consultaties over het Bob en het ontwerp-wetsvoorstel heeft gedaan, in het wetsvoorstel is gevolgd. De Gecombineerde Commissie denkt dat met de combinatie van art. 5:73 lid 5 Wft en art. 2a Bob, zoals de Gecombineerde Commissie verwacht dat dit zal gaan luiden, op zich een sluitende regeling van de verplichte openbare mededeling tot stand wordt gebracht.

De Gecombineerde Commissie vindt het jammer dat naar aanleiding van de consultatie is besloten het in het ontwerp opgenomen zesde lid van art. 5:73 Wft te laten vervallen. Het in het consultatievoorstel opgenomen zesde lid luidde: *"De mogelijkheid tot het doen van het verzoek, bedoeld in het eerste, derde en vijfde lid, vervalt na twee jaar, gerekend vanaf het moment waarop overwegende zeggenschap werd verkregen."* De Gecombineerde Commissie meent dat het belangrijk is een bepaling als oorspronkelijk overwogen wel in de wet op te nemen en meent dat volstaat *"gerekend vanaf het moment waarop overwegende zeggenschap werd verkregen"* te vervangen door *"gerekend vanaf het tijdstip waarop openbaar is medegedeeld dat overwegende zeggenschap is verkregen."* Daarbij zou de termijn waarbinnen een verzoek bij de Ondernemingskamer kan worden ingediend, gesteld kunnen worden op één jaar.

De koppeling van de termijn aan het tijdstip waarop de desbetreffende openbare mededeling is gedaan, sluit zo het risico uit dat ontduiking van de verplichting een openbare mededeling te doen, wordt beloond.

Als één van de redenen om een dergelijke bepaling niet in de wet op te nemen vermeldt de toelichting dat de Overnamerichtlijn (hierna de "Richtlijn") geen termijn bevat. De Gecombineerde Commissie meent dat dat geen reden is om van invoering van een dergelijk bepaling af te zien: de Richtlijn bepaalt alleen dat de lidstaten de bescherming van minderheidsaandeelhouders dienen te waarborgen

¹ Deze benadering is inmiddels ook gevolgd door de Ondernemingskamer bij het Gerechtshof te Amsterdam in een uitspraak van 19 april 2011 (JOR 2011/180 m.n. Samelink) waarbij het ging op de toepassing van art. 2:359c BW. De annotator twijfelt aan de wethistorische uitleg die de Ondernemingskamer aan art. 2:359c BW geeft en vraagt zich af of dezelfde benadering wel zonder meer toegepast kan worden in andere gevallen waarin de Wet van 24 mei 2007 naar de definitie van gereglementeerde markt verwijst. De annotator meent dat het aan de wetgever is de tekst van de wet aan te passen.

door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven (zie de negende alinea van de considerans van de Richtlijn) en is uitgewerkt in art. 5 lid 1 van de Richtlijn. De Richtlijn laat het aan de lidstaten over op welke wijze zij hieraan in hun nationale wetgeving uitvoering geven. Daarmee behoort ook tot de bevoegdheid van de nationale wetgever te bepalen gedurende welke periode de verplichting een bod uit te brengen kan worden gehandhaafd. De Richtlijn staat dan ook niet in de weg aan het opnemen in de Nederlandse wetgeving van een vervaltermijn.

In de consultatie heeft de Gecombineerde Commissie gepleit ook voor de AFM de mogelijkheid te openen het in artikel 5:73 lid 5 genoemde verzoek te doen. In het Algemeen Deel van de memorie van toelichting, is onder verwijzing naar de redenen op grond waarvan bij de implementatie van de Richtlijn is besloten de AFM niet de mogelijkheid te geven de biedplicht te handhaven, deze suggestie afgewezen. De Gecombineerde Commissie meent dat de bevoegdheid tot het handhaven van de verplichting een openbare mededeling te doen een wezenlijk andere bevoegdheid is dan de bevoegdheid een verplicht bod uit te lokken. Dat de laatste verplichting alleen civielrechtelijk gehandhaafd kan worden en dat de AFM niet bevoegd is een verzoek tot handhaving van de biedplicht te doen, behoeft niet te betekenen dat de AFM ook niet de bevoegdheid zou moeten kunnen krijgen het doen van een openbare mededeling langs civielrechtelijk weg af te dwingen. De Gecombineerde Commissie verwijst in dit verband naar haar reactie in de consultaties.²

Dat het bij een verzoek tot handhaving van de verplichting een openbare mededeling te doen dat overwegende zeggenschap is verworven gaat om een bevoegdheid die los staat van de bevoegdheid een verplicht bod uit te lokken, wordt overigens in de memorie van toelichting ook onderkend. Deze stelt immers *"dat niet uit te sluiten valt dat partijen om voor hen moverende redenen toch opteren voor de voorgestelde mogelijkheid van artikel 5:73, vijfde lid"* en niet voor handhaving van de biedplicht.

De Gecombineerde Commissie voegt daar nog aan toe dat zij meent dat het feit dat overwegende zeggenschap in een uitgevende instelling is verkregen zonder

² Haar inbreng d.d. 26 juli 2010 inzake de consultatie d.d. 11 juni 2010 met betrekking tot wijziging van het Besluit openbare biedingen Wft en een aantal andere besluiten onder 3.1, tweede alinea en haar inbreng d.d. 9 september 2010 inzake het ontwerpvoorstel voor de Wijzigingswet financiële markten 2012, Deel II, onder 3.1, tweede alinea.

meer koersgevoelig is en dat het ook om die reden voor de hand ligt dat de AFM de mogelijkheid zou hebben af te dwingen dat de vereiste openbare mededeling wordt gedaan.

2.3 Artikel 5:73 Wft

In het kader van de consultatie heeft de Gecombineerde Commissie nog de vraag gesteld of art. 5:73 Wft, althans art. 5:74, tweede lid, Wft, niet in zoverre aangevuld moet worden dat de Ondernemingskamer ook bevoegd is bevel tot het uitbrengen van een verplicht bod te geven indien de aandelen van een naar Nederlands recht opgericht rechtspersoon alleen toegelaten zijn tot de handel op een gereguleerde markt in een andere lidstaat. Op dit moment is de Ondernemingskamer daartoe niet bevoegd omdat art. 5:73 lid 1 Wft de bevoegdheid van de Ondernemingskamer een bevel tot het uitbrengen van een verplicht bod beperkt tot de gevallen waarin een bod overeenkomstig Hoofdstuk 5.5 Wft word uitgebracht, dat wil zeggen tot de gevallen waarin de AFM bevoegd is het biedingsbericht goed te keuren en artikel 5:74 lid 2 Wft de AFM die bevoegdheid niet geeft. Het Wetsvoorstel gaat op deze nauw met art. 5:78a e.v. samenhangende vraag niet in. De Gecombineerde Commissie vraag zich af of Nederland de Richtlijn op dit punt wel volledig heeft geïmplementeerd.

2.4 Artikel 5:78a Wft

De Gecombineerde Commissie meent dat het voorstel terecht de rechtspersonen die naar Nederlands recht zijn opgericht en waarvan de (certificaten van) aandelen alleen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in een andere staat die deel uitmaakt van de EER van de toepassing van artikel 5:80a en 80b Wft uitsluit.

Omdat dit niet in de toelichting op artikel 5:78a Wft is vermeld, wijst de Gecombineerde Commissie er voor de volledigheid op dat de artikelen 5:79 tot en met 5:80b Wft na invoering van het voorgestelde artikel 5:78a Wft ook van toepassing zullen zijn op naar het recht van een andere staat die deel uitmaakt van de EER opgerichte rechtspersonen die (certificaten van) aandelen hebben uitgegeven die alleen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland. De Gecombineerde Commissie meent dat dit een juiste toepassing is van de Richtlijn. Wel kan toepassing van die bepalingen in de praktijk complicaties mee kunnen brengen.

2.5 Artikel 5:80b Wft

De Gecombineerde Commissie meent dat de voorgestelde wijziging van deze bepaling juist is. De Gecombineerde Commissie wijst er op dat de artikelen 5:80a en 5:80b Wft mogelijk niet volledig de door de Richtlijn beoogde bescherming van minderheidsaandeelhouders bieden: de combinatie van art. 5:80a, tweede lid en art. 5:80b, derde lid, opent de mogelijkheid voor een bieder om niet alleen door het doen van een transactie op de voet van artikel 5:80a, tweede lid, de prijs waartegen een verplicht bod moet worden uitgebracht in eerste instantie te "zetten", maar ook om dit op zodanige wijze te doen dat minderheidsaandeelhouders niet-ontvankelijk zullen zijn indien zij de Ondernemingskamer zouden vragen de billijke prijs waartegen het bod moet plaatsvinden te bepalen. Indien vervolgens de uitkoop van de resterende minderheidsaandeelhouders op grond van art. 2:359c BW wordt gevorderd, wordt de in het kader van het verplichte bod geboden prijs eveneens vermoed een billijke prijs te zijn. De Ondernemingskamer kan van die prijs afwijken, maar de kans dat de Ondernemingskamer daartoe overgaat is beperkt. Het vermoeden keert zich als het ware tegen de minderheidsaandeelhouders die op grond van de Richtlijn juist beschermd zouden moeten worden.

De Gecombineerde Commissie wijst in verband met het in art. 5:80b bepaalde nog op de complicaties die zich hebben voorgedaan bij het verplichte bod op Schuitema N.V. welk bod tot verschillende uitspraken van de Ondernemingskamer heeft geleid. Waar het om de regeling in art. 5:80b gaat is volgens de Gecombineerde Commissie het belangrijkste element het ontbreken van een formele rechtsingang die het minderheidsaandeelhouders mogelijk maakt in de gevallen dat door de bieder bij het verkrijgen van aandelen andere voordelen dan de betaling van een prijs in geld zijn toegekend aan verkopende aandeelhouders, de waarde van die voordelen en aldus de hoogte van de billijke prijs door de Ondernemingskamer te laten bepalen.

3 *Wet toezicht trustkantoren*

De Gecombineerde Commissie vreest dat het door de voorgestelde wijziging van artikel 1, onderdeel d, subonderdeel 3 onduidelijk kan zijn of bijvoorbeeld ook de werkzaamheden van banken en andere financiële instellingen die adviseren bij de verkoop van ondernemingen onder het begrip bemiddelen vallen waardoor deze onbedoeld onder de werkingssfeer van de Wet toezicht trustkantoren zouden worden gebracht.

Omdat de vraag wat onder bemiddelen moet worden verstaan tot discussie aanleiding kan geven, meent de Gecombineerde Commissie dat het wenselijk is

in de parlementaire behandeling tot uitdrukking te brengen dat het enkel verwijzen naar een trustkantoor van partijen die geïnteresseerden zijn in de verkoop of koop van de aandelen in een rechtspersoon niet onder "bemiddelen" valt.

De Gecombineerde Commissie vraagt zich overigens wel af of met het vervallen van de verklaring van geen bezwaar per 1 juli 2012 en het introduceren van het doorlopende toezicht op naar Nederlands recht opgerichte rechtspersonen deze wijziging nog een toegevoegde waarde heeft.

Den Haag, 7 juli 2011