

**Voorstel wijziging Wft uitbreiding meldingsplicht substantiële zeggenschap- en kapitaalbelangen met economische long posities**

**Wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met uitbreiding van de meldingsplicht voor melding van zeggenschap en kapitaalbelang met financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten**

Wij Beatrix, bij de gratie Gods, Koningin der Nederlanden, Prinses van Oranje-Nassau, enz. enz. enz.

Allen, die deze zullen zien of horen lezen, saluut! doen te weten:

Alzo Wij in overweging genomen hebben dat het wenselijk is om over te gaan tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met uitbreiding van de meldingsplicht voor melding van zeggenschap en kapitaalbelang tot financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten;

Zo is het, dat Wij, de Raad van State gehoord, en met gemeen overleg der Staten-Generaal, hebben goedgevonden en verstaan, gelijk wij goedvinden en verstaan bij deze:

**Artikel I**

De Wet op het financieel toezicht wordt als volgt gewijzigd:

A

Artikel 5:45 wordt als volgt gewijzigd:

1. Onder vernummering van het tiende lid tot elfde lid wordt een lid ingevoegd:

10. Iemand wordt geacht te beschikken over aandelen en de daaraan verbonden stemmen, indien hij een financieel instrument houdt waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen.

**Artikel II**

Een ieder die op het tijdstip van inwerkingtreding van deze wet, naar hij weet of behoort te weten, beschikt over tenminste drie procent van het kapitaal of ten minste drie procent van de stemmen in een uitgevende instelling als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, van de Wet op het financieel toezicht of een bestuurder of commissaris van een uitgevende instelling als bedoeld in artikel 5:48, eerste lid, van die wet die op het tijdstip van inwerkingtreding van deze wet, naar hij weet of behoort te weten, beschikt over aandelen of stemmen in de uitgevende instelling of een daarmee gelieerde instelling als bedoeld in artikel 5:48, tweede lid, van die wet en daarvan niet eerder melding heeft gedaan aan de Stichting Autoriteit Financiële Markten, doet daarvan binnen vier weken na dat tijdstip melding als bedoeld in artikel 5:38 van de Wet op het financieel toezicht. De melding wordt overeenkomstig artikel 5 van het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft gedaan. Indien op het tijdstip van inwerkingtreding of uiterlijk vier weken na dat tijdstip op grond van de artikelen 5:38, eerste of tweede lid, 5:39, eerste lid, 5:42,

of 5:43, eerste of tweede lid, of indien van toepassing, artikel 5:40 of 5:48 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.

### **Artikel III**

Deze wet treedt in werking op een bij koninklijk besluit te bepalen tijdstip.

Lasten en bevelen dat deze in het Staatsblad zal worden geplaatst en dat alle ministeries, autoriteiten, colleges en ambtenaren wie zulks aangaat, aan de nauwkeurige uitvoering de hand zullen houden.

De Minister van Financiën,

## Memorie van Toelichting

### 1. Algemeen

Bij de consultatie van het concept-Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft medio 2008 is door enkele geconsulteerde partijen aandacht gevraagd voor bepaalde financiële instrumenten zoals contracts for difference en total return equity swaps. Mede naar aanleiding van kamervragen van het lid Irrgang (SP) en van de leden Omtzigt, Blanksma-van den Heuvel en De Nerée tot Babberich (allen CDA) en een aangehouden motie tijdens de Algemene Financiële Beschouwingen van september 2009 van lid Irrgang (SP)<sup>1</sup> heeft de minister van Financiën besloten om openbaar te consulteren over het uitbreiden van de melding betreffende zeggenschap en kapitaalbelang met financiële instrumenten waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten, zonder dat de houder juridisch een aanspraak op de (onderliggende) aandelen kan maken.

In reactie op de aangehouden motie van lid Irrgang (SP) heeft de minister van Financiën aangegeven in overleg met de AFM de wenselijkheid te zullen bezien van de introductie van meldingsplichten ter zake van voornoemde financiële instrumenten.<sup>2</sup> Dit heeft geresulteerd in onderhavig wetsvoorstel. Het conceptwetsvoorstel heeft als doel de transparantie in de zeggenschap en kapitaalbelangen in beursvennootschappen te vergroten door inzicht te geven in de economische longposities waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. Dit kan bijdragen aan de bescherming van beleggers in effecten en een groter vertrouwen in de financiële markten bevorderen, teneinde de goede werking van deze markten te verzekeren. Het wetsvoorstel betreft een aanvulling op de thans geldende regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). Hierop zal in de volgende paragrafen nader worden ingegaan.

In dit wetsvoorstel wordt overigens uitgegaan van eerdere inwerkingtreding van het bij de Tweede Kamer ingediende wetsvoorstel 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<sup>3</sup>. In het laatstgenoemde wetsvoorstel wordt onder andere voorgesteld een drieprocentdrempelwaarde voor de melding van zeggenschap en kapitaalbelang in te voeren.

### 2. Belang van cash settled financiële instrumenten

Er worden financiële instrumenten gebruikt die de houder ervan een economische waarde bieden die afhankelijk is van de waardeestijging van aandelen in een beursvennootschap zonder dat de houder juridisch een aanspraak op de (onderliggende) aandelen kan maken. In veel gevallen zal er

---

<sup>1</sup> Handelingen II 2008/2009, nr 9, pag. 621-629

<sup>2</sup> Handelingen II 2008/2009, nr 9, pag. 621-629

<sup>3</sup> Kamerstukken II 2008/2009, 32014, nr 1

sprake zijn van een overeenkomst die gesloten wordt tussen een bank en een wederpartij met betrekking tot de waarde van een onderliggend (recht op een) aandeel dat wordt verhandeld op een gereguleerde markt, waarbij wordt afgesproken dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen. De bank of een derde op wie de betalingsverplichting rust, zal zich daarbij kunnen verplichten om bij de beëindiging van de overeenkomst aan de wederpartij het verschil te betalen tussen de actuele waarde van een aandeel en een eventuele koersstijging en dividenden daarop. Als tegenprestatie ontvangt de bank een vergoeding van de wederpartij. Voorbeelden zijn contracts for differences en total return equity swaps, maar er zijn daarnaast ook andere financiële instrumenten denkbaar die een vergelijkbaar effect kunnen hebben.

De bank zal vaak als schrijver van het financiële instrument waarvan de economische waarde vergelijkbaar is met de waarde van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten, de onderliggende aandelen hebben gekocht om haar eigen risico af te dekken. De wederpartij heeft als houder van het financiële instrument geen juridische aanspraak op de onderliggende aandelen of de daaraan verbonden stemmen; de overeengekomen afwikkeling geschiedt immers anders dan in aandelen. Door de aard van het financiële instrument, welke afhankelijk is van de waarde van aandelen, heeft de houder van het financiële instrument echter wel een economisch belang. Vanwege dat economische belang van de houder van het financiële instrument kan de bank genegen zijn de rechten die verbonden zijn aan het aandeel uit te oefenen overeenkomstig de voorkeuren van de houder. De facto zou de houder daarmee invloed kunnen hebben op de uitoefening van het stemrecht.

Ondanks dat door betrokken contractspartijen een afwikkeling anders dan in aandelen wordt overeengekomen, kunnen zich bij voornoemde financiële instrumenten gevallen voordoen waarbij door de betrokken contractspartijen toch wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen. De bank heeft immers een commercieel belang om de aandelen over te dragen indien de wederpartij daar de voorkeur aan geeft. Er zal dan in plaats van in contanten een overeenkomende waarde in aandelen worden afgewikkeld. Indien wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen kunnen de desbetreffende vennootschap, haar aandeelhouders en de rest van de markt plotseling worden geconfronteerd met een aandeelhouder die heimelijk een belang in een uitgevende instelling heeft opgebouwd zonder dat daarvan melding is gedaan op grond van de gebruikelijke transparantieplichtingen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft. Dit kan van invloed zijn op de hoogte van de controlepremie in de aandelenprijs, er gaat immers een opwaarts effect op de aandelenprijs uit indien op grond van de transparantieplichtingen uit hoofdstuk 5.3 Wft duidelijk wordt dat iemand erop uit is om een substantieel belang op te bouwen. Daarnaast kan dit leiden tot een verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders. Dit kan zich bijvoorbeeld voordoen indien een omvangrijk economisch belang wordt opgebouwd voordat een openbaar bod wordt aangekondigd. Door het gebruik van voornoemde financiële instrumenten zal de controlepremie in mindere mate in de aandelenprijs zijn verdisconteerd waardoor aandeelhouders een lagere prijs van de bieder zullen ontvangen dan wanneer laatstgenoemde de aandelen op de beurs had gekocht.

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

Het kabinet meent dat de markt voldoende kennis moet kunnen nemen van belangrijke stemverhoudingen en kapitaalbelangen. Niet alleen juridische aanspraken op stemrechten of aandelen zijn daarbij van belang. Zoals hierboven beschreven kan met economische longposities die afhankelijk zijn van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten onder omstandigheden invloed worden uitgeoefend op de uitoefening van stemrechten. Daarnaast kunnen economische longposities de houder ervan in de gelegenheid stellen om eenvoudiger dan zonder het financiële instrument het geval zou zijn, over te gaan tot verwerving van een belang in de uitgevende instelling. Om die redenen wordt voorgesteld het stelsel van meldingsplichten uit te breiden. Het kabinet onderkent dat de wijziging van een meldingsplicht naar verwachting zal leiden tot meer meldingen en dientengevolge tot een stijging van administratieve lasten voor meldingsplichtigen, maar is van mening dat deze nadelen opwegen tegen de voordelen die samenhangen met de te realiseren toename van de transparantie in economische longposities die afhankelijk zijn van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten.

De Europese Transparantierichtlijn staat niet in de weg aan een regeling ten aanzien van transparantie van financiële instrumenten waarvan de economische waarde vergelijkbaar is met de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. Op grond van artikel 3 van de Transparantierichtlijn mogen lidstaten van herkomst strengere verplichtingen dan uit hoofde van de richtlijn opleggen. Met deze maatregel is beoogd om zoveel mogelijk aan te sluiten bij de maatregelen die reeds zijn getroffen in andere Europese landen, zoals het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk. Gezien het belang van transparantie van economische longposities waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten, kan een Europese aanpak op dit punt niet worden afgewacht.

### **3. Inhoud van de voorgestelde regeling**

#### *3.1 Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang*

In hoofdstuk 5.3 van de Wet op het financieel toezicht zijn regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen opgenomen. In dit hoofdstuk is een gedeelte van de Europese Transparantierichtlijn<sup>4</sup> geïmplementeerd. Het betreft met name de in die richtlijn opgenomen bepalingen die betrekking hebben op het melden van stemmen en kapitaalbelangen in uitgevende instellingen en op het melden van wijzigingen in hun uitstaande kapitaal en stemmen door uitgevende instellingen, zoals geregeld in de artikelen 9 tot en met 15 van die richtlijn. De regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen verplichten een ieder, die de beschikking krijgt of verliest over aandelen of stemmen in het geplaatste kapitaal van een uitgevende instelling waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal en/of stemmen waarover hij beschikt een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijdt onverwijld te melden aan de Autoriteit Financiële Markten. Deze meldingsplichten hebben thans betrekking op aandelen en stemrechten, maar ook op rechten om aandelen te verwerven (bijvoorbeeld call-opties, converteerbare obligaties en contracts for difference waarbij afwikkeling in aandelen is overeengekomen).

Bedoelde bepalingen strekken ertoe een regeling te geven voor een vergrote transparantie in de zeggenschap en kapitaalverhoudingen in beursvennootschappen door middel van het openbaar maken door aandeelhouders en andere stemgerechtigden van hun substantiële deelnemingen. Dit betekent dat partijen die actief zijn op de financiële markten (niet alleen beleggers, maar ook vennootschappen en andere partijen) onder meer inzicht krijgen in de mate waarin de aandelen in een bepaalde beursvennootschap vrij verhandelbaar zijn en in het bestaan van concentraties van aandelen of stemmen alsmede belangenverstrengelingen. Daarnaast worden ontwikkelingen in de zeggenschap en de kapitaalbelangen in vennootschappen zichtbaar voor deze partijen. Door deze toegevoegde informatie zijn beleggers beter in staat om geïnformeerd en onderbouwd een beoordeling te maken van de effecten waarin zij mogelijk transacties willen verrichten. Op deze wijze kan de vergrote transparantie bijdragen aan een verbetering van de werking van de financiële markten.

Tevens bevat hoofdstuk 5.3 van de Wft een artikel<sup>5</sup> op grond waarvan in sommige gevallen de aandelen of stemmen aan een andere persoon worden toegerekend dan de persoon die de aandelen of stemmen in juridische zin houdt.

In artikel 5:46, derde lid, wordt voor bepaalde categorieën financiële ondernemingen een vrijstelling van meldingsplichten met betrekking tot hun handelsportefeuille geregeld. Deze handelsportefeuillevrijstelling houdt in dat de genoemde ondernemingen de tot hun handelsportefeuille behorende aandelen en daaraan verbonden stemmen niet hoeven mee te tellen bij de berekening van hun totale belang in een uitgevende instelling zolang deze minder dan vijf procent bedragen. Deze bepaling is ook van toepassing op de uitbreiding van de meldingsplicht

---

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

<sup>5</sup> Artikel 5:45 Wft

met financiële instrumenten waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten.

### *3.2 Hoofdlijnen van de wijzigingen van de regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang*

Het voorstel strekt tot aanvulling van artikel 5:45 van de Wft. Afhankelijk van de vraag of een persoon beschikt over de bedoelde financiële instrumenten, zal de aanvulling van artikel 5:45 van de Wft van invloed zijn op de omvang van het zeggenschap en/of kapitaalbelang dat iemand wordt geacht te houden en daarmee zijn verplichting om, bij het bereiken, over- of onderschrijden van een drempelwaarde, melding te doen van zijn belang. De laatstgenoemde meldingsplicht is geregeld in artikelen 5:38, derde lid, en 5:39, tweede lid van de Wft.

Ten behoeve van het toezicht op de naleving van de meldingsplichten staat de AFM het volgende instrumentarium ter beschikking, namelijk: een informatieverzoek (artikel 1:74 van de Wft), een aanwijzing (artikel 5:51 van de Wft), een last onder dwangsom (artikel 1:79 van de Wft) en een bestuurlijke boete (artikel 1:80 van de Wft). Ook het civielrechtelijke toezichtskader, zoals opgenomen in artikel 5:52, is van toepassing. Hieronder wordt bijvoorbeeld de mogelijkheid verstaan om de rechter op vordering van de uitgevende instelling te verzoeken tot schorsing van het stemrecht van een meldingsplichtige die geen of een onjuiste melding heeft gedaan. Daarnaast zijn ook de strafrechtelijke sancties van toepassing. Een overtreding van de meldingsplichten uit de artikelen 5:38 lid 1 en 2 en 5:39 lid 1 levert een economisch delict op onder de Wet op de economische delicten.

Daarnaast nog een opmerking over 'acting in concert'. Bij de thans geldende regeling uit hoofdstuk 5.3 van de Wft dient een persoon op grond van artikel 5:45, vijfde lid, jo. 5:38 en 5:39 van de Wft een melding te doen wanneer hij duurzaam samenwerkt met iemand die over stemmen beschikt en het gezamenlijke belang een drempelwaarde bereikt, over- of onderschrijdt. Deze bepaling geldt voortaan ook voor personen die samenwerken met een houder van een financieel instrument als bedoeld in het voorgestelde tiende lid. Laatstgenoemde zal immers ook geacht worden te beschikken over stemmen.

In aansluiting op de introductie van de meldingsplicht voor voornoemde financiële instrumenten zal het Besluit openbare biedingen overeenkomstig worden aangepast. Hiertoe zullen de artikelen 5 en 13 van het Besluit openbare biedingen Wft worden aangevuld in die zin dat de bieder en de doelvennootschap op bepaalde tijdstippen tevens opgave dienen te doen van de door hen verrichte transacties en gesloten overeenkomsten met betrekking tot financiële instrumenten die afhankelijk zijn van de waardestijging van aandelen in de doelvennootschap.

Voorts zal overwogen worden of er aanleiding bestaat om voor bepaalde houders van bepaalde financiële instrumenten een uitzondering op de meldingsplicht op te nemen in de



Vrijstellingsregeling Wft.

#### **4. Gevolgen voor het bedrijfsleven**

De in dit wetsvoorstel voorgestelde wijzigingen hebben additionele gevolgen voor het bedrijfsleven. Voor de berekening van de gevolgen voor het bedrijfsleven is aangesloten bij de handleiding Meten is weten II voor het definiëren en meten van administratieve lasten voor het bedrijfsleven. De toename van de lasten voor het bedrijfsleven worden voornamelijk veroorzaakt door wijziging van de meldingsverplichtingen voor meldingsplichtigen op grond van de Wft.

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

De regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen (hoofdstuk 5.3 van de Wft) leggen ondermeer een meldingsplicht op voor een ieder die wordt geacht te beschikken over aandelen of stemmen van een uitgevende instelling, waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal en/of stemmen waarover hij beschikt de drempelwaarde van drie procent bereikt, over- of onderschrijdt. Het is niet goed mogelijk om de veranderingen in administratieve lasten door de wijziging van de meldingsplicht exact te kwantificeren. Dit heeft verschillende oorzaken. Allereerst komt dit doordat deze veranderingen mede afhankelijk zijn van het aantal meldingsplichtige transacties dat in de toekomst zal worden verricht, hetgeen thans niet met zekerheid kan worden vastgesteld. Verwacht wordt dat de toename van het aantal meldingen beperkt zal zijn. Naar verwachting zullen er circa tien procent additionele meldingen op jaarbasis plaatsvinden. Op basis van deze gegevens worden 120 additionele meldingen verwacht bij de uitbreiding van de meldingsplichten met financiële instrumenten waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. Voor de berekening wordt ervan uitgegaan dat een hoogopgeleide kennismedewerker 2,5 uur nodig heeft om een melding te verrichten. Voor de berekening wordt uitgegaan van een intern uurtarief van €45 voor een hoogopgeleide kenniswerker. De kosten voor een melding bedragen daarmee €112,50 ( $2,5 * €45$ ). Vermenigvuldigd met het eerdergenoemde aantal geschatte meldingen op jaarbasis van 120 meldingen op jaarbasis zullen de administratieve lasten structureel € 13.500 ( $2,5 * €45 * 120$ ) bedragen ten gevolge van de wijziging van de meldingsplicht.

De uitbreiding van de meldingsplichten met financiële instrumenten waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten brengt een initiële meldingsplicht met zich voor diegenen die op het moment van de inwerkingtreding van dit wetsvoorstel in een uitgevende instelling te worden geacht te beschikken over tenminste drie procent van het kapitaal of ten minste drie procent van de stemmen en daarvan niet eerder melding heeft gedaan aan de AFM. Het aantal te verwachten initiële meldingen kan niet met zekerheid worden aangegeven. Naar verwachting worden 300 initiële meldingen

gedaan bij de uitbreiding van de meldingsplichten met financiële instrumenten waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. Naar schatting zal een hoogopgeleide kenniswerker 2,5 uur nodig hebben om een melding te verrichten. Voor de berekening wordt uitgegaan van een intern uurtarief van €45 voor een hoogopgeleide kenniswerker. De administratieve lasten van de initiële meldingen bedragen op basis van de hierboven gehanteerde uitgangspunten €33.750 ( $2.5 * €45 * 300$ ).

De uitbreiding van de meldingsplicht onder de Wft heeft tot gevolg dat er naar verwachting systeemaanpassingen gedaan zullen moeten worden, deze bedragen circa eenmalig €500.000.

De totale administratieve lasten die zijn gemoeid met de wijziging van de meldingsplicht bedragen initieel € 533.750 ( $€33.750 + €500.000$ ) en jaarlijks € 13.500.

## **5. Artikelsgewijze toelichting**

### *Artikel 1*

In dit onderdeel wordt artikel 5:45 van de Wft gewijzigd. Dit artikel bevat verschillende manieren waarop de aandelen en/of stemmen waarover een ander beschikt aan een persoon worden toegerekend. Het gaat daarbij om situaties waarin aandelen of stemmen worden toegerekend aan een andere persoon dan degene die de aandelen en stemmen in juridische zin houdt. Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn indien door een bank aandelen en de daaraan verbonden stemmen worden gehouden ter afdekking van haar eigen positie. De bank is dan juridisch gerechtigde, maar de economisch eigendom kan bij een derde rusten. Artikel 5:45 van de Wft is van toepassing op alle meldingsplichten, zo ook de meldingsplichten in artikelen 5:38, derde lid, van de Wft en 5:39, tweede lid van de Wft.

Om een evenwicht te realiseren tussen transparantie van zeggenschap en kapitaalbelang en anderzijds het streven naar beperkte administratieve lasten bevat het nieuw voorgestelde tiende lid enkel een meldingsplicht terzake van financiële instrumenten waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. Dit lid bepaalt dat iemand wordt geacht te beschikken over aandelen en de daaraan verbonden stemmen, indien deze een financieel instrument houdt waarvan de waarde afhankelijk is van de waardestijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen. De toevoeging van "of daaraan verbonden dividendrechten" is noodzakelijk om tevens de situatie waarin een uitkering op een aandeel wordt gedaan onder het bereik van de voorgestelde wijziging te brengen. Immers indien er een uitkering op een aandeel wordt gedaan, kan dit van invloed zijn op de koers van een aandeel.

De voorgestelde meldingsverplichting leidt ertoe dat naast aandelen en financiële instrumenten die een recht ter verwerving belichamen ook voornoemde financiële instrumenten meetellen voor het bereiken, over of onderschrijden van een drempelwaarde. Voornoemde instrumenten kunnen tot gevolg hebben dat de houder ervan invloed kan hebben op de uitoefening van de aan aandelen verbonden rechten en daarnaast kunnen zich bij voornoemde financiële instrumenten gevallen

voordoen waarbij door de betrokken contractspartijen toch wordt overgegaan tot afwikkeling in aandelen. Het gaat hierbij onder meer om contracts for difference, total equity return swaps en daarnaast overige cash settled financiële instrumenten die dezelfde kenmerken bevatten. Overigens is verrekening van long en short posities onder de voorgestelde regeling niet toegestaan.

Op grond van het tiende lid wordt een persoon die een financieel instrument houdt waarvan de waarde afhankelijk is van de waardestijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen, geacht te beschikken over de stemmen die verbonden zijn aan de onderliggende aandelen. Het is veelal de wederpartij van de houder van het financieel instrument of een derde die juridisch gerechtigd is tot de aandelen en de daaraan verbonden stemmen.

De beschikking verkrijgen of verliezen over een financieel instrument waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardedaling van aandelen kan niet tot een meldingsplicht leiden omdat hierbij geen sprake is van een waarde die afhankelijk is van de waardestijging van de aandelen of daaraan verbonden dividendrechten. De waarde van bijvoorbeeld een short contract for difference gaat omhoog naarmate de koers van het (onderliggende) aandeel daalt. Het schrijven van een financieel instrument waarvan de waarde samenhangt met de waardedaling aandelen kan eveneens niet tot een meldingsplicht leiden omdat de schrijver geen financieel instrument houdt in de zin van het voorgestelde tiende lid.

Indien een voornoemd financieel instrument afloopt, valt dat onder het verliezen van beschikking over aandelen of stemmen. Immers hierdoor wijzigt de teller waardoor een meldingsplicht kan ontstaan indien dit leidt tot het bereiken, onder- of overschrijden van een drempelwaarde. Ook in deze situaties dient de houder van een financieel instrument waarvan de economische waarde afhankelijk is van de waardestijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten te voldoen aan de meldingsplicht.

Overwogen is om de schrijver van een put optie onder de meldingsverplichting te brengen, besloten is om dat niet te doen. Degene die een put optie schrijft gaat daarmee een afnameverplichting aan en is geen houder van een financieel instrument. Degene die een put optie schrijft heeft niet de mogelijkheid invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming door gebruikmaking van de aan aandelen verbonden rechten.

## *Artikel II*

In dit artikel zijn overgangsregels opgenomen. Er is een initiële meldingsplicht geregeld voor personen die op het tijdstip van inwerkingtreding van dit wetsvoorstel de beschikking hebben over ten minste drie procent van het kapitaal dan wel van de stemmen in een uitgevende instelling, maar hiervan niet eerder melding hebben gedaan bij de Autoriteit Financiële Markten, omdat de overschrijding van de meldingsdrempel wordt veroorzaakt door de in dit wetsvoorstel geregelde uitbreiding van de meldingsplicht. Ook een bestuurder of commissaris van een uitgevende instelling die op het tijdstip van inwerkingtreding van de wet, naar hij weet of behoort te weten, beschikt

over aandelen of stemmen in de uitgevende instelling of een daarmee gelieerde instelling dient een initiële melding te doen. Hiermee wordt beoogd het door de AFM beheerde register van meldingen zo spoedig mogelijk na de inwerkingtreding van dit wetsvoorstel juist en actueel te krijgen. In de eerste volzin is geregeld dat een initiële melding van een belang in aandelen of stemmen alleen dan hoeft te worden verricht indien daarvan niet reeds eerder een melding is gedaan. In beginsel dient binnen vier weken te worden voldaan aan deze initiële meldingsplicht. Indien zich binnen deze termijn echter een wijziging voordoet in het belang van de betreffende meldingsplichtige, in verband waarmee op grond van andere in de Wft opgenomen artikelen een onverwijilde meldingsplicht geldt (bijvoorbeeld het bereiken, over- of onderschrijden van een meldingsplichtige drempelwaarde, zoals genoemd in de artikelen 5:38 en 5:39 van die wet), strekt de betreffende onverwijilde melding mede ter voldoening aan de in de eerste volzin opgenomen meldingsplicht (tweede volzin). Hierdoor kan de meldingsplichtige in die situatie volstaan met slechts één (onverwijilde) melding (in plaats van twee meldingen), en worden de met deze meldingen gemoeide administratieve lasten beperkt.

De Minister van Financiën,

**II**

**Questionnaire omtrent transparantie bruto short posities van  
houders van substantiële long posities**

## **Questionnaire omtrent transparantie bruto short posities van houders van substantiële long posities**

Dit betreft een beknopte questionnaire over de vraag of het wenselijk is een wettelijke regeling te treffen die erin voorziet dat houders van substantiële zeggenschap en kapitaalbelangen of economische longposities ook gelijktijdig hun (bruto) shortposities openbaar maken.

Hoofdstuk 5.3 van de Wft (Regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelangen in uitgevende instellingen) bevat een meldingsverplichting voor degenen die de beschikking verkrijgen of verliezen over aandelen of stemrecht waardoor een drempelwaarde wordt bereikt, over- of onderschreden. Op grond van thans geldende regelgeving is transparant of iemand een substantieel zeggenschap of kapitaalbelang heeft. Met de voorgestelde regeling in onderdeel I van het consultatiedocument worden ook de economische longposities waarvan de waarde afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden dividendrechten bij de meldingsplicht betrokken. Op deze wijze krijgen beleggers inzicht in de samenstelling en aard van de zeggenschap en kapitaalverhoudingen van een beursvennootschap. Het is de vraag of het wenselijk is om van degenen die hun substantiële zeggenschap-en kapitaalbelangen en economische long posities openbaar dienen te maken ook te verlangen dat zij hun eventuele shortposities openbaar maken. Een verplichting tot het openbaar maken van shortposities bestaat op grond van de huidige regelgeving niet omdat shortposities geen recht op overdracht of verkrijging van aandelen inhouden. Het houden van dergelijke instrumenten geeft op zichzelf niet de mogelijkheid invloed uit te oefenen op het beleid van de onderneming door gebruikmaking van de aan aandelen verbonden rechten. Shortposities kunnen echter wel een rol spelen bij de uitoefening van de aan aandelen verbonden rechten.

Wanneer een aandeelhouder bijvoorbeeld een kapitaalbelang van 6 procent in een uitgevende instelling heeft waarvan hij 4 procent heeft geleend van een derde met de verplichting om deze terug te leveren (securities lending), zou bepaald kunnen worden dat naast de 6 procent long positie ook de 4 procent short positie gemeld dient te worden. Duidelijk kan worden in hoeverre de houder van het substantiële belang ook het economische risico draagt of in hoeverre er juist sprake kan zijn van empty voting (uitoefenen van stemrechten zonder het economische risico te dragen op de aandelen).

Eenzijds zou door middel van transparantie van shortposities inzichtelijk kunnen worden gemaakt wat het integrale belang van een houder met een substantieel belang is. Dit biedt de marktpartijen meer zekerheid en kan wellicht tot een zuiverdere prijsvorming leiden. Bij een meldingsverplichting kan worden aangesloten bij de bestaande meldingsverplichtingen uit hoofdstuk 5.3 van de Wft. Een meldingsverplichting voor shortposities kan voorts meer inzicht bieden in het bestaan van eventuele belangenverstrengelingen ten aanzien van aandelen of stemmen.

Anderzijds zou een meldingsplicht van shortposities van personen met een substantiële longpositie een fundamentele wijziging betekenen van de huidige meldingsregelgeving, die zich uitsluitend richt op zeggenschap en kapitaaldeelnemingen in aandelen. Ook op grond van de

Transparantierichtlijn bestaat er geen meldingsplicht van shortposities voor personen met een substantiële longpositie. Een meldingsverplichting van shortposities zou dus een "nationale kop" betekenen.

Een meldingsverplichting van substantiële bruto shortposities zal niet leiden tot een toename van het aantal meldingen; de meldingsplicht ontstaat immers alleen als de bruto long drempel wordt overschreden. Wel zal het toevoegen van bruto shortposities de tijd verlengen die nodig is om een melding te verrichten.

### **Vraag**

- 1) Bent u van mening dat er een nationale wettelijke regeling getroffen moet worden die erin voorziet dat houders van substantiële zeggenschap en kapitaalbelangen of economische longposities ook gelijktijdig hun shortposities openbaar maken?**

De eventuele meldingsplicht van bruto short posities van personen met substantiële zeggenschap staat los van de thans geldende tijdelijke meldingsplicht voor significante netto shortposities.<sup>6</sup> Vermeldenswaard is dat CESR onlangs een consultatiedocument heeft gepubliceerd met voorstellen voor een transparantie ten aanzien van shortselling.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Op grond van de "Wet van 9 oktober tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met het kunnen vaststellen van tijdelijke voorschriften ter bevordering van ordelijke en transparante financiële marktprocessen en de stabiliteit van de financiële sector" kan de AFM maatregelen treffen tegen short selling  
<sup>7</sup> <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5791>