

---

## Uitbreiding toezicht op effectenbeurzen: wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in verband met de toetsing van gekwalificeerde deelnemingen in effectenbeurzen

### Inleiding

Op 30 januari 2001 is het wetsvoorstel 'Wijziging van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 in verband met de toetsing van gekwalificeerde deelnemingen in effectenbeurzen' (hierna: het Wetsvoorstel; TK 27 599, nr. 2) ingediend en op 20 maart jl. is het door de Eerste Kamer aangenomen. Opzienbarend, aangezien het voorstel daarmee binnen een tijdsbestek van minder dan acht weken in zowel de Tweede als de Eerste Kamer behandeld en aangenomen is. Geen van de Kamers had enig inhoudelijk commentaar. Het voorstel behelst de invoering in de Wte 1995 van een

vereiste van een verklaring van geen bezwaar (vvgb) voor het verwerven of houden van een gekwalificeerde deelneming in een houder van een erkende effectenbeurs of het uitoefenen van de daaraan verbonden zeggenschap. In dit artikel wordt een beschrijving gegeven van de belangrijkste elementen van het Wetsvoorstel en enkele achtergronden en worden enkele kanttekeningen geplaatst.

### Het voorstel

Bij invoering van het Wetsvoorstel zal aan de Wte 1995 een nieuw artikel 26a worden toegevoegd, waarvan lid 1 luidt:

'Het is verboden, anders dan na verkregen verklaring van geen bezwaar, een gekwalificeerde deelneming te houden, te verwerven of te vergroten in een houder van een effectenbeurs aan wie op grond van artikel 22 een erkenning is verleend, waarbij in afwijking van artikel 1, onder f, een percentage geldt van meer dan 10 procent, dan wel enige zeggenschap verbonden aan deze gekwalificeerde deelneming uit te oefenen in een houder van een effectenbeurs als hiervoor bedoeld.'

De beoordeling van een verzoek om een vvgb en het verlenen daarvan is een bevoegdheid die bij uitsluiting aan de Minister van Financiën (hierna: de Minister) zal toekomen en niet aan de STE. De logica daarvan is volgens de Memorie van Toelichting (hierna: MvT; TK 27 599, nr. 3) dat de Minister thans onder artikel 22 jo. 40 Wte 1995 bij uitsluiting bevoegd is om een verzoek om erkenning van een effectenbeurs te behandelen en een verzoek om een vvgb min of meer in het verlengde daarvan zal liggen. Deze bevoegdheid van de Minister zal dan ook op de voet van artikel 40 lid 1 Wte 1995 niet overdraagbaar zijn. Het Wetsvoorstel voorziet wel in een uitbreiding van artikel 40 lid 6, op grond waarvan de STE de Minister op diens verzoek zal moeten adviseren bij de beoordeling van een verzoek om een vvgb. De Minister kan aan de vvgb beperkingen en voorschriften verbinden.

De drempel van 10% voor de definitie van een gekwalificeerde deelneming volgens artikel 26a lid 1 lijkt welbewust gekozen. Het is immers een afwijking van de definitie van gekwalificeerde deelneming in artikel 1 onder f Wte 1995, dat een drempel kent van 5%. In de MvT wordt echter ter toelichting slechts verwezen naar de 'bestendige praktijk' (NB: Nederland kende in 2000 slechts enkele erkende effectenbeurzen) om in

geval van een beurserkenning de zeggenschap van een aandeelhouder te beperken tot maximaal 15% (in de statuten van Euronext N.V. (bijvoorbeeld) is, waarschijnlijk vooruitlopend op het onderhavige Wetsvoorstel, een bepaling opgenomen die het aandeelhouders verbiedt om 10% of meer van de geplaatste gewone aandelen te houden). Artikel 26a lid 1 geldt overigens blijkens de tekst alleen voor deelnemingen in houders van een *erkende* effectenbeurs. Met de huidige bewoordingen zullen daar dan niet de houders van een beurs die een vrijstelling of ontheffing geniet onder artikel 25 Wte 1995, vallen. Het is de vraag of dat de bedoeling is.

Belangrijker dan het precieze percentage waarbij het vereiste van vvgb ontstaat, zijn de gronden waarop een vvgb verleend dan wel geweigerd zal kunnen worden. Het Wetsvoorstel gaat ervan uit dat de Minister de vvgb dient te verlenen tenzij sprake is van bepaalde weigeringsgronden (zogenaamd 'ja, tenzij'-principe). De 'tenzij'-gronden staan (limitatief) opgesomd in artikel 26a lid 2, dat luidt:

'2. Onze Minister verleent, op verzoek, een verklaring van geen bezwaar voor een handeling als bedoeld in het eerste lid, tenzij

a. hij van oordeel is dat de betrokken handeling zou leiden of zou kunnen leiden tot een invloed op de betrokken houder van een effectenbeurs die in strijd is met hetgeen nodig is met het oog op een adequate functionering van die effectenbeurs of de positie van beleggers op die effectenbeurs;

b. hij van oordeel is dat de handeling er toe zou leiden of zou kunnen leiden dat de betrokken houder behoort of zou gaan behoren tot een groep waarbinnen de formele of feitelijke zeggenschapsstructuur in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering zou vormen voor het adequaat uitoefenen van de controle op de naleving van de voor de effectenbeurs geldende regels.'

De twee in artikel 26a lid 2 opgenomen gronden spreken in algemene zin wel min of meer voor zich, hoewel de termen 'invloed', 'adequate functionering' en 'positie van beleggers op die effectenbeurs' ruimte voor interpretatie laten. Ze zijn echter wel zo ruim geformuleerd dat ze geen duidelijkheid c.q. zekerheid verschaffen over de criteria die in de praktijk gehanteerd zullen gaan worden. De MvT geeft twee voorbeelden van situaties die onwenselijk worden geacht: een financieel niet solide of niet betrouwbare

(groot)aandeelhouder kan het vertrouwen in de effectenbeurs en daarmee de ordelijke handel en prijsvorming op die beurs aantasten (art. 26a lid 2 onder a) en een effectenbeurs kan bij de toepassing van de beursregels in een belangenconflict geraken met een (groot)aandeelhouder, ook zijnde een aangesloten en/of genoteerde onderneming (art. 26a lid 2 onder b). Zie omtrent dat bezwaar van een mogelijk belangenconflict bijvoorbeeld S. Eisma, *Sancties bij overtreding van het Fondsenreglement, Ondernemingsrecht 2001*, p. 82. De MvT bevat verder een verwijzing naar de criteria die worden gehanteerd voor het verlenen van een vvgb voor het houden van een gekwalificeerde deelneming in een effecteninstelling (TK 23 874, nr. 3, p. 46; toelichting op de art. 16 tot en met 18 en 22 lid 2 Wte 1995 en art. 18a Bte) respectievelijk een kredietinstelling (art. 24 lid 2 Wtk 1992), maar deze overwegingen zijn evenmin veel specifiekere dan de (voorgestelde) wettekst zelf. Als aanvulling op de tekst en toelichting van het Wetsvoorstel geldt misschien de regel van artikel 18a Bte dat het feit dat het recht van een niet-lidstaat van toepassing is op een (rechts)persoon waarmee een effecteninstelling verbonden is, geen belemmering mag zijn voor een adequate uitoefening van het toezicht, en de regel van artikel 24 lid 2 Wtk 1992 dat de gekwalificeerde deelneming niet mag leiden tot een invloed die in strijd is met een 'gezond bankbeleid' of een ongewenste ontwikkeling van het 'kredietwezen'.

De sanctie op overtreding van artikel 26a lid 1 zal verschillend zijn al naar gelang het gaat om het ongeoorloofd houden of verwerven van een gekwalificeerde deelneming of het ongeoorloofd uitoefenen van de aan de gekwalificeerde deelneming verbonden zeggenschap. In het eerste geval is de sanctie: ongedaan maken van de handeling dan wel de eventueel gestelde beperkingen alsnog in acht nemen. In het tweede geval is de sanctie: vernietigbaarheid, op vordering van de Minister, van een besluit dat door ongeoorloofde uitoefening van zeggenschap genomen is. Het kunnen toepassen van die laatste sanctie hangt wel af van de vraag of 'het besluit zonder dat de zeggenschap zou zijn uitgeoefend, anders zou hebben geluid dan wel niet zou zijn genomen' (art. 26a lid 7). Dat lijkt een tamelijk lastig criterium en zadelt de Minister op met een bewijsprobleem. Wellicht is het redelijker om de bewijslast op dit punt bij de aandeelhouder/overtreder te leggen en het besluit vernietigbaar te laten zijn *tenzij* de aandeelhouder aannemelijk weet te maken dat hetzelfde besluit ook zonder zijn invloed wel zou zijn

genomen. Bovendien lijkt de sanctie niet helemaal te sporen met de systematiek van de Richtlijn beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten, PbEG L 141, 11 juni 1993, p. 27-46; zie ook hierna), die in artikel 9 lid 5 als sanctie tegen ongeoorloofde uitoefening van zeggenschap onder meer noemt de vernietiging van aldus uitgebrachte stemmen (NB: niet besluiten zelf; daarmee lijkt overigens ook art. 16 lid 9 Wte 1995 geen volledig juiste implementatie van de Richtlijn beleggingsdiensten). Daarmee zou in beginsel het betreffende besluit zelf nog wel in stand blijven. Misschien wordt daarmee het belang van de beleggers of het functioneren van de markten al voldoende gewaarborgd.

De Minister kan een vvgb wijzigen of intrekken indien – onder meer – de houder ter ondersteuning van zijn verzoek waarop de vvgb is verleend onjuiste gegevens heeft verstrekt (art. 26a lid 9 onder b) of indien zich omstandigheden of feiten voordoen die zich op het tijdstip van verlening van de vvgb nog niet voordeden of toen nog niet bekend waren (lid 9 onder c). Aan het toepassen van deze sancties is ook een lastige toets verbonden: de Minister kan de vvgb alleen op grond van die bepalingen wijzigen of intrekken indien op de aanvraag een andere beslissing zou zijn genomen en (onder b) de vvgb zou zijn geweigerd of daaraan nadere beperkingen zouden zijn gesteld of nadere voorschriften zouden zijn verbonden (onder c). Dat zijn weer criteria die bepaald worden door hypothetische omstandigheden en de onderdelen b en c zijn voorts niet precies gelijk geformuleerd. Voor de toepassing van deze bepalingen heeft de Minister echter een minder lastig bewijs te leveren, aangezien hij zelf degene is die de vvgb niet of onder andere voorwaarden verleend zou hebben. Het lijkt wel voor de hand te liggen dat de bedoeling voor beide onderdelen dezelfde is en dan zou het eenduidiger zijn om in beide onderdelen een gelijke formulering te hanteren.

#### Achtergronden

In de MvT worden twee ontwikkelingen aangeduid die aanleiding geven voor het Wetsvoorstel. Als eerste de omvorming van effectenbeurzen van een verenigingsstructuur naar die van een vennootschap met winstoogmerk (in Nederland in 1997 door de overgang van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Vereniging EOE naar AEX), alsmede de fusie van de beurzen in Amsterdam, Brussel en Parijs tot Euronext N.V. en het

voornemen om aandelen Euronext N.V. te laten noteren. Die ontwikkeling leidt ertoe dat de houder van een effectenbeurs eigen, commerciële belangen heeft met betrekking tot de eigen kapitaalverschaffing, hetgeen zal leiden tot een mogelijk belangenconflict bij de uitoefening van het toezicht. Daarnaast wordt gewezen op initiatieven om – met gebruikmaking van nieuwe (informatie)technologieën – nieuwe beurzen of handelsplatforms op te zetten. De MvT wijst erop dat die initiatieven (de MvT geeft geen concrete voorbeelden) worden ontplooid door vennootschappen die in sterke mate door (groot)aandeelhouders worden be- c.q. gestuurd, terwijl het huidige toezicht op effectenbeurzen nog uitsluitend gericht is op de vennootschap zélf, die de houder is van de effectenbeurs. Reeds nu vormt deskundigheid en de betrouwbaarheid van de personen die het (dagelijks) beleid van de houder bepalen (daar- onder begrepen de aandeelhouders) een onderdeel van de beoordeling van een verzoek om erkenning onder artikel 22 lid 2 Wte 1995. Die toets is echter (ken- nelijk) niet geschikt om voldoende transparantie in zeg- genschapsstructuren te bewerkstelligen. En de toetsing van beleidsbepalers onder artikel 22 lid 2 Wte 1995 is in principe beperkt tot het moment van beoordeling van een verzoek om erkenning.

De wetgever wil met het Wetsvoorstel aansluiten bij de Richtlijn beleggingsdiensten, uitgewerkt en aangevuld in een aanbeveling van FESCO (Forum of European Securities Commissions; een overlegorgaan van de Europese toezichthouders) onder de titel 'Standards for Regulated Markets' (Standards for Regulated Markets (99-FESCO-C; December 1999), te vinden op [www.eurofefesco.org](http://www.eurofefesco.org)). De aanbevelingen in de Standards for Regulated Markets (onder 'Governance') zijn, voorzover hier van belang: het invoeren van een toets, in de vorm van een voorafgaande goedkeuring, of een aandeelhouder van een houder van een gerege- leerde markt (effectenbeurs) 'fit and proper' is en opname in de oprichtingsdocumenten van – met name commerciële – geregeleerde markten van een mecha- nisme dat de toezichthouder/beurshouder in staat stelt om ook in geval van belangenconflicten het toezicht uit te oefenen, vooral waar het gaat om de goedkeuring van prospectussen van op die markt te verhandelen effecten. De Richtlijn beleggingsdiensten is – de titel zegt het al – toegesneden op het aanbieden van beleg- gingsdiensten en bevat slechts in dat kader elementen die zien op een juiste functionering van effectenmark- ten. De richtlijn zegt niets concreets over de toetsing van zeggenschap in een houder van een effectenbeurs.

Ten slotte is er het overleg tussen de Ministers van Financiën van België, Frankrijk en Nederland en het overleg tussen de toezichthouders in die landen, waaraan mogelijk houvast kan worden ontleend ter zake van de criteria die zullen worden gehanteerd. De Ministers van Financiën van Frankrijk, België en Nederland hebben de respectieve toezichthouders van die landen (COB, CB, CMF, Banque de France (Frankrijk), BNB, CBF (België), STE, DNB (Nederland)) met een brief van 19 januari 2001 opgeroepen om hun internationale samenwerking en coördinatie te vergroten en daartoe een 'memorandum of understanding' aan te gaan. In diezelfde brief spreken de betrokken ministers af dat zij vóór het nemen van enige beslissing die een effect kan hebben op Euronext als groep zij overleg zullen plegen met hun collega's in de andere landen. De aangeschreven toezichthouders hebben op 22 maart 2001 een memorandum van die strekking gesloten (Strct. 3 april 2001, p. 18; nog niet op internet maar wel te bevragen bij STE). Het Memorandum of Understanding bestaat uit twee delen: een deel 'Coordinated regulation and supervision of Euronext' en een deel 'Coordinated supervision and oversight of the clearing activities of the Euronext group'. In het Memorandum of Understanding verplichten de toezichthouders zich – onder meer – tot het vormen van een 'Chairmen's Committee', bestaande uit de voorzitters van de respectieve toezichthouders. Het Memorandum of Understanding geeft een lijst van door Euronext Group te nemen beslissingen die onderworpen zullen zijn aan voorafgaande goedkeuring van het Chairmen's Committee (onderdeel II 2.1), waaronder besluiten tot 'alliances, mergers, cross share holdings' en 'other integration and restructuring steps'. Daaronder zijn wellicht ook deelnemingen door derden te begrijpen. Verder bepaalt het Memorandum of Understanding dat de leden van het Chairmen's Committee beslissingen van dat committee zullen aanbevelen aan hun respectieve nationale toezichthouder, voorzover een beslissing van de nationale toezichthouder vereist zou zijn om een beslissing van het Chairmen's Committee rechtsgevolg te laten hebben (onderdeel I 1.1; kennelijk ervan uitgaande dat dergelijke beslissingen nu of in de toekomst rechtstreekse werking zullen hebben). Het Memorandum of Understanding en de brief van de ministers van 19 januari geven geen concrete criteria voor het toetsen van deelnemingen in Euronext of houders van een effectenbeurs in het algemeen. Het Memorandum of Understanding en de brief van de ministers van 19 januari hebben ook uitsluitend betrekking op Euro-

next zodat het uitoefenen van de bevoegdheid van artikel 26a in het geval van andere effectenbeurzen in beginsel niet valt onder die afspraken.

### Conclusie

Het Wetsvoorstel en de toelichting zijn weinig concreet op het punt van de criteria die zullen worden aangelegd bij de beoordeling van een verzoek om een vvgb, zodat wellicht te veel wordt overgelaten aan de inschatting door de Minister van de omstandigheden in elk individueel geval. Zodoende is het nog niet goed mogelijk om een potentiële investeerder in detail aan te geven wat hem/haar te wachten staat bij het (trachten te) verwerven van een gekwalificeerde deelneming in een effectenbeurs. In het geval van Euronext is wel duidelijk dat daarbij rekening moet worden gehouden met het overleg tussen de toezichthouders van de verschillende betrokken landen.

Het nut van de voorgestelde regeling wordt niet betwist; alom wordt het belang onderschreven van een alerte aanpassing van de Europese effectenbeurzen en het toezicht daarop aan de veranderende marktomstandigheden. Het Wetsvoorstel is dan ook zonder opmerkingen door zowel de Tweede als de Eerste Kamer aangenomen. Een maand na publicatie in het Staatsblad zal het in werking treden. Op het moment van schrijven van dit stuk was het – inmiddels aangenomen – Wetsvoorstel echter nog niet gepubliceerd zodat het tijdstip van in werking treden niet vaststaat.

De Minister had aangedrongen op een spoedige behandeling van het Wetsvoorstel, met name met het oog op de voorgenomen beursgang van Euronext in mei. Om die reden is de termijn voor in werking treden in het Wetsvoorstel in februari ook gewijzigd van drie maanden na publicatie tot één maand na publicatie. Inmiddels is duidelijk (zie onder meer het Financieele Dagblad van 15 en 24 maart 2001) dat de beursgang van Euronext toch langer op zich zal laten wachten vanwege nog voortgaand overleg tussen de toezichthouders in de drie betrokken landen, alsmede de verslechterde marktomstandigheden.

*Mr. G. in 't Veld  
Stibbe*