

Ken je ‘aandeelhouders’

*Mr. D. S. Mansur**

Inleiding

Op 24 mei 2011 is het wetsvoorstel ‘Wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met introductie van een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten’ (hierna: het wetsvoorstel) bij de Tweede Kamer ingediend.¹ Het wetsvoorstel introduceert een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten. Hieronder vallen bijvoorbeeld de *contracts for differences* (hierna: CfD’s), *total return equity swaps* en andere instrumenten of contracten ter verrekening of ruil van verschillende waarden. Het wetsvoorstel omvat een uitbreiding van het huidige stelsel voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen zoals opgenomen in hoofdstuk 5.3 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en daarop gebaseerde regelgeving, met name het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft.² Hoewel de beweegredenen voor het wetsvoorstel duidelijk zijn uiteengezet in de memorie van toelichting (hierna: de MvT),³ is het de vraag of het wetsvoorstel in de huidige vorm ook de beoogde gevolgen zal hebben voor de financiële markten. Zoals ook uit het verslag van de vaste commissie voor Financiën van de Tweede Kamer die belast is met het voorbereidend onderzoek van het wetsvoorstel (hierna: het verslag van de vaste commissie)⁴ blijkt, dient het wetsvoorstel op enkele belangrijke punten te worden verduidelijkt. Het onderwerp van het wetsvoorstel is zeer complex en het maken van adequate regelgeving op dit gebied is niet eenvoudig. Voordat ik het wetsvoorstel behandel, zal ik kort ingaan op het fenomeen en de problematiek van *cash settled* instrumenten. Daarna zal ik de achtergrond en beweegredenen voor het wetsvoorstel behandelen. Als laatste zal ik ingaan op enkele belangrijke aspecten van het wetsvoorstel die verduidelijking behoeven.

Cash settled instrumenten

In de MvT worden CfD’s en *total return equity swaps* als voorbeelden van *cash settled* instrumenten genoemd die onder het bereik van het wetsvoorstel vallen. Kort gezegd gaat het om afgeleide producten die de houder een economische positie geven – *long* of *short* – in de verandering in de koers van een

beursgenoteerd aandeel gedurende een bepaalde looptijd.⁵ Om een voorbeeld te geven: bij een CfD op een aandeel komt de schrijver (bijvoorbeeld een *investment bank*) met de houder overeen dat de schrijver de volledige opbrengst (namelijk het koersverschil gedurende de looptijd van de overeenkomst) van de betreffende beursgenoteerde aandelen aan de houder van de CfD zal betalen of, andersom, dat de houder aan de schrijver zal betalen in geval van verlies. De tegenprestatie is een vaste vergoeding van de houder van de CfD aan de schrijver. Een CfD kan in beginsel op verzoek van de houder op elk moment worden afgewikkeld en dit geschiedt in de regel contant. Een CfD geeft de houder geen stemrecht op de onderliggende aandelen en ook geen recht op verwerving van de onderliggende aandelen. Gemakshalve zal in deze bijdrage de CfD als illustratie dienen voor het beschrijven van de problematiek die het wetsvoorstel probeert op te lossen.

De houder van de CfD draagt de economische risico’s die gepaard gaan met het houden van de aandelen. Dit betekent dat bij het beëindigen van de transactie de houder ofwel (1) een bedrag gelijk aan de stijging van de koers van het onderliggende aandeel over de periode van de CfD in contanten ontvangt, ofwel (2) een bedrag moet betalen gelijk aan de daling van de koers over diezelfde periode. Wanneer men deze economische risico’s draagt, wordt men geacht een *long* positie in de betreffende aandelen te hebben. Een houder van een *long* positie heeft dus voordeel bij een stijging van de koers van het onderliggende aandeel. Een houder van een *short* positie gokt juist op een waardedaling in de tijd tussen het afsluiten van de verkoopovereenkomst en de feitelijke levering. Bij gewone *shortselling* verkoopt iemand alvast aandelen of andere effecten tegen een datum in de toekomst, terwijl hij over de betreffende aandelen beschikt of ze ergens heeft geleend. Als iemand *naked short* gaat, heeft hij nog geen beschikking over de aandelen. Het wetsvoorstel adresseert slechts constructies die resulteren in een (bruto) *long* positie, zodat het fenomeen van *shortselling* in deze bijdrage voor het overige onbesproken blijft.

Meldingsplicht op grond van de Wft

Artikel 5:38 Wft bevat voor eenieder die beschikking krijgt of verliest over aandelen of stemmen, waardoor het percentage van het kapitaal of de stemmen waarover hij beschikt een

* Mr. D.S. Mansur is werkzaam als advocaat bij Stibbe te Amsterdam.

1. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 1-2.

2. Stb. 2008, 578.

3. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 3, p. 1-5.

4. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 5.

5. Voor een heldere en meer uitgebreide beschrijving van dit soort instrumenten verwijs ik naar het artikel van J. Luyér & M.M. van den Broek, Naar een meldingsplicht van aandelenderivaten?, Tijdschrift voor Financieel Recht 2009, p. 27-34. De beschrijving in deze bijdrage is overigens grotendeels aan de beschrijving van Luyér en Van den Broek ontleend.

bepaalde drempelwaarde bereikt, overschrijdt of onderschrijdt, de verplichting om dat onverwijld te melden aan de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM).

Onder het begrip 'aandeel' vallen ook instrumenten die het recht geven aandelen te verwerven (art. 5:33 lid 1 onder b Wft). Dit artikel is gebaseerd op artikel 13 van de Transparantierichtlijn.⁶ *Cash settled* instrumenten vallen niet onder deze definitie. Verder bepaalt artikel 5:45 Wft dat iemand wordt geacht te beschikken (1) over aandelen (en de daaraan verbonden stemrechten) die door een derde voor zijn rekening worden gehouden (lid 4) en (2) over stemrechten waarover een derde beschikt met wie hij een overeenkomst heeft tot een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake uitbrengen van stemmen (lid 5) dan wel waarin een tijdelijke en betaalde overdracht van stemmen is overeengekomen (lid 6).

Cash settled instrumenten geven echter geen recht op de verwerving van aandelen door de synthetische constructie. Hierdoor wordt een houder van een *cash settled* instrument niet geacht over het aandeel en het verbonden stemrecht te beschikken. Deze instrumenten vallen derhalve buiten het bereik van de meldingsregels. Hoewel hier helemaal geen sprake is van 'ownership' (anders dan bij bijvoorbeeld een echte optie), hangt dit nauw samen met de 'hidden ownership'-problematiek.⁷

In de toelichting op het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft is opgemerkt dat het verwerven van dergelijke synthetische instrumenten wel meldingsplichtig wordt als partijen weliswaar formeel een afwikkeling in contanten hebben afgesproken, maar evident is dat materieel een afwikkeling in aandelen werd beoogd.⁸ Er is dan sprake van een aandelenoptie die wel onder de meldingsregels valt. Echter, financiële instrumenten die bij afwikkeling worden 'gesettled' in contanten vallen niet onder het begrip optie. Dit is ook in lijn met de Transparantierichtlijn.

In de MvT wordt bevestigd dat financiële instrumenten die contant worden *gesettled* niet onder het bereik van hoofdstuk 5.3 van de Wft vallen. Zoals gezegd beoogt het wetsvoorstel de thans geldende regels uit te breiden met een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten. Voordat het wetsvoorstel zelf in meer detail wordt besproken, volgt eerst een uiteenzetting van de belangrijkste beweegredenen om tot dit wetsvoorstel te komen.

Belang van een meldingsplicht voor *cash settled* instrumenten

De schrijver van een CfD (als gevolg waarvan dus een *long* positie voor de koper ontstaat) zal het risico dat hij aan de houder van de positie een eventuele koersstijging zal moeten vergoeden doorgaans afdekken (*hedgen*) door de onderliggende aandelen te verwerven. Het *hedgen* door middel van fysiek aandeelhouderschap is om een aantal redenen aanleiding geweest voor zorg bij uitgevende instellingen en toezichthouders.

De houder van een CfD heeft weliswaar geen aanspraak op fysieke levering van de aandelen bij afwikkeling van de transactie, maar partijen kunnen, doordat de schrijver zijn positie afdekt door middel van fysiek aandeelhouderschap, makkelijk overgaan tot een fysieke afwikkeling van een *long* positie indien gewenst. Dit kan sneller en eenvoudiger dan het geval zou zijn geweest als de CfD niet was aangegaan (ongeacht het feit dat er geen contractuele aanspraak op fysieke levering bestaat). Reden hiervoor is dat de houder een voorkeur kan hebben voor levering van de aandelen, die dus in waarde zijn gestegen, in plaats van een vergoeding in contanten. Tegelijkertijd kan de schrijver van de CfD er belang bij hebben dat de aandelen die als *hedge* worden aangehouden weer snel verkocht worden. De tegenpartij bij de CfD is in dezen een voor de hand liggende koper. Het gevaar hierbij is dat langzaam of via verschillende tegenpartijen in het geheim een economisch belang wordt opgebouwd zonder dat dat gemeld dient te worden (spreiding over meerdere tegenpartijen kan ervoor zorgen dat de meldingsdrempels niet worden overschreden). Het heimelijk opbouwen van een belang kan uiteindelijk de hieronder uiteen te zetten gevolgen hebben.

Allereerst geldt dat hoe eerder er gemeld wordt, hoe eerder een eventuele *control premium* verdisconteerd wordt in de koers. Omdat er pas in een laat stadium gemeld wordt, brengt dit bijvoorbeeld verminderde bescherming van minderheidsaandeelhouders met zich mee als een groot belang wordt opgebouwd vlak voor een openbaar bod.⁹

Een tweede probleem dat zich voordoet, is dat de schrijver, tevens juridisch eigenaar van de aandelen, zich gedurende de looptijd van het contract kan laten leiden door de wensen van de houder. Het economische belang ligt namelijk toch bij de houder en niet bij de schrijver van de *cash settled* instrumenten. De houder kan zodoende *de facto* invloed hebben op de wijze waarop de schrijver de stemrechten uitoefent.¹⁰

Een derde zorg die door de AFM in de consultatie van het wetsvoorstel werd signaleerd, betreft de informatievoor-

6. Richtlijn 2004/109/EG van het Europees Parlement en de Raad van 15 december 2004 betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een geregelende markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.

7. Zie hierover ook Asser/Macijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 204.

8. Stb. 2008, 578, p. 19.

9. Zie in dit verband het in noot 5 aangehaalde artikel van Luyér en Van den Broek, waarin enkele praktijkvoorbeelden worden genoemd.

10. G.T.M.J. Raaijmakers, Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma (red.), Achter de schermen van beursaandeelhouders (Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht' 2007), Deventer: Kluwer 2007, p. 11-12.

sprong die de houder van een *cash settled* instrument ten opzichte van de rest van de markt heeft. Hij weet immers dat de vrije verhandelbaarheid op de beurs (*free float*) van de onderliggende aandelen mogelijk beperkt is vanwege de door de schrijver als *hedge* aangehouden aandelen.

De minister van Financiën heeft naar aanleiding van deze zorgen en regelgeving in andere Europese landen besloten om met het wetsvoorstel met betrekking tot een meldingsplicht voor *cash settled* instrumenten te komen.

Aanpak op Europees niveau?

Hoewel er op grond van de Transparantierichtlijn geen verplichting bestaat om de meldingsregels uit te breiden tot *cash settled* instrumenten, hebben bepaalde lidstaten (waaronder het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Portugal en Italië) dit reeds gedaan of wordt er een uitbreiding voorbereid. Samengevat geldt in deze landen een meldingsplicht voor '*instruments with similar economic effect to holding shares*'. Daarnaast heeft het Committee of European Securities Regulators (CESR) (thans: European Securities and Markets Authority (ESMA)) een consultatiedocument openbaar gemaakt dat een voorstel bevat om de meldingsplichten uit te breiden.¹¹ De minister van Financiën is van mening dat een Europese aanpak op dit punt niet kan worden afgewacht, gelet op het belang van transparantie omtrent bepaalde *cash settled* instrumenten.¹² Daarbij verwacht de minister van Financiën geen negatieve gevolgen voor de concurrentiepositie van Nederlandse beursvennootschappen, omdat zo veel mogelijk is beoogd aan te sluiten bij soortgelijke regelingen in het buitenland. In de MvT wordt bovendien verwezen naar een externe studie (uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie) die erop wijst dat het vereisen van transparantie van *cash settled* instrumenten een mogelijke verbetering van de Transparantierichtlijn is.¹³ Of de transparantieplichtingen voor *cash settled* instrumenten deel zullen uitmaken van een mogelijke herziening van de Transparantierichtlijn is thans nog onbekend.

Het wetsvoorstel

Zoals hierboven reeds is gezegd, worden in sommige gevallen op grond van artikel 5:45 Wft de aandelen of stemmen aan een andere persoon toegerekend dan aan de persoon die de aandelen of stemmen in juridische zin houdt. Het wetsvoorstel strekt tot uitbreiding van dit artikel 5:45 Wft. Er wordt

een nieuw lid 10 voorgesteld, op basis waarvan iemand geacht wordt te beschikken over aandelen¹⁴ indien hij:

- een financieel instrument houdt waarvan de waardeinstijging mede afhankelijk is van de waardeinstijging van aandelen of daaraan verbonden uitkeringen en op grond waarvan hij geen recht heeft op verwerving van een aandeel;
- op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen te kopen; of
- een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel vergelijkbare economische positie heeft.

Deze uitbreiding kan van invloed zijn op het percentage van het kapitaal waarover iemand wordt geacht te beschikken en dus ook op de verplichting om, bij het bereiken, overschrijden of onderschrijden van een drempelwaarde, melding te doen van zijn belang. De meldingsplicht ontstaat op het moment dat iemand de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor het percentage van het kapitaal een drempelwaarde bereikt, overschrijdt of onderschrijdt. In verband hiermee wordt er in de MvT opgemerkt dat, wanneer aan deze uitbreiding of vermindering een overeenkomst (zoals een CfD) ten grondslag ligt, de meldingsplicht ontstaat op het moment dat deze verbintenis tot stand komt. Indien er sprake is van een overeenkomst onder opschortende tijdsbepaling of voorwaarde is voor het ontstaan van de meldingsplicht het intreden van de zekere respectievelijk onzekere gebeurtenis beslissend.

Omdat de meldingsplicht voor *cash settled* instrumenten in de definitiebepalingen van hoofdstuk 5.3 van de Wft zal worden opgenomen, zijn ook de overige bepalingen van het hoofdstuk van toepassing. Dit omvat bijvoorbeeld de meldingsplicht bij het passief bereiken, overschrijden of onderschrijden van een drempelwaarde ten gevolge van een noemerwijziging van de uitgevende instelling en de uitzonderingen op grond van artikel 5:46 Wft.¹⁵

Consultatie en nodige verduidelijking

In de consultatie over het wetsvoorstel is door een aantal partijen uitgebreid commentaar geleverd op de uitwerking van de meldingsplicht.¹⁶ Een van de belangrijkste opmerkingen betrof de formulering van de meldingsplicht zoals die was voorgesteld in het conceptwetsvoorstel. Het voorgestelde lid

11. Consultation Paper, CESR proposal to extend major shareholding notifications to instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares, CESR/09-1215b. Zie <ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/com-2010-243_en.pdf>.

12. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 3, p. 3.

13. Transparency Directive Assessment Report prepared for the European Commission Internal Markets and Services DG by Mazars. Zie <ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report-application_summary_en.pdf>.

14. Als in lid 10 wordt gesproken over 'aandeel' wordt bedoeld op aandeel als bedoeld in art. 5:33 lid 1 onderdeel b Wft.

15. Zie ook Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 3, p. 5.

16. Op het conceptwetsvoorstel is schriftelijk gereageerd door de AFM, Dutch Fund and Asset Management Association, VNO-NCW, Nederlandse Vereniging van Banken, Allen & Overy, de gecombineerde commissie vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten, Eumedion en de Vereniging Effecten Uitgevende Ondernemingen, de Vereniging van Effectenbezitters, Duisenberg school of finance en Nauta Dutilh. De reacties zijn allemaal te vinden via <minfin.nl/Actueel/Consultaties/2009/09/Consultatie_Voorstel_wijziging_Wft_ter_uitbreiding_meldingsplicht_substanti%C3%A4le_zeggenschap_en_kapitaal_belangen_met_economische_long_posities>.

10 zou op grond van het conceptwetsvoorstel als volgt gaan luiden:¹⁷

‘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 waardestijging van die aandelen of daaraan verbonden dividendrechten en dat wordt afgewikkeld anders dan in aandelen.’

Zo zou het aanvankelijk voorgestelde lid 10 anders ook hebben geleid tot een meldingsplicht voor *short* posities (de waarde van een *short* positie is immers ook afhankelijk van de waardestijging van de onderliggende aandelen of de daaraan verbonden dividendrechten) en dat was niet de bedoeling. In het wetsvoorstel zoals dat thans voorligt, is deze formulering dan ook gewijzigd.

Het is overigens nog steeds de vraag of het wetsvoorstel in de huidige vorm het beoogde effect zal bereiken. Uit het verslag van de vaste commissie voor Financiën en uit de opmerkingen uit de consultatie die niet (geheel) zijn overgenomen, vloeit voort dat het wetsvoorstel op enkele belangrijke punten verduidelijkt zou moeten worden. Hieronder volgt een beknopt overzicht van een aantal van deze belangrijke aspecten.

1. Wijze en inhoud van melding

Een van de eerste vragen die opkomt, is hoe het melden van de economische *long* posities die door middel van *cash settled* instrumenten worden gehouden, moet plaatsvinden indien dit door middel van het thans door de AFM gehanteerde meldingsformulier voor het melden van wijzigingen in zeggenschap en kapitaalbelang¹⁸ zal moeten geschieden. Er kan bijvoorbeeld voor worden gekozen om de positie als een middelmatig reëel stemrecht te melden (indien de zorg is dat de houder van een *cash settled* instrument invloed kan uitoefenen op de wijze waarop het stemrecht verbonden aan de onderliggende aandelen wordt uitgeoefend) of als een rechtstreeks potentieel aandelenbelang (en stemrecht) (indien de zorg is dat de houder snel en eenvoudig de onderliggende aandelen kan verwerven). In beide gevallen is het echter onzeker of de houder ook daadwerkelijk invloed kan uitoefenen op het stemrecht en/of de onderliggende aandelen kan verwerven. Zoals ook door sommige marktpartijen tijdens de consultatie werd gesuggereerd, zou het inzichtelijker zijn als er op het meldingsformulier een aparte categorie voor *cash settled* instrumenten wordt opgenomen, zodat de verschillende soorten belangen ook kunnen worden geïdentificeerd. Hier speelt ook de vraag of het wenselijk is dat in het openbare register van de AFM ook een indeling wordt gemaakt naar de soorten financiële instrumen-

ten die een partij houdt.¹⁹ Volgens de MvT gaat de AFM over de indeling van het meldingsformulier en het ligt in de rede dat de AFM in het kader hiervan het meldingsformulier zal aanpassen en daarbij rekening zal houden met de bijzondere eigenschappen van de *cash settled* instrumenten. Wellicht kan de gedetailleerde verdeling (*detailed breakdown*) van de samenstelling van belangen die door de Financial Services Authority wordt gehanteerd als inspiratie dienen.²⁰

2. Dubbeltelling?

Een gedetailleerde verdeling is ook van belang omdat het wetsvoorstel als gevolg heeft dat bepaalde posities met betrekking tot één bepaald aandeel meer dan één keer zullen moeten worden gemeld. Bovendien wordt bij de berekening van een meldingsplichtige positie de noemer niet door een CfD vergroot, zodat er merkwaardige percentages tot stand zullen komen.

Echter, meldingen die meer dan 100% van het bestaande aandelenkapitaal van een uitgevende instelling behelzen, bestaan ook onder de huidige regelgeving, bijvoorbeeld door de aanwezigheid van *call options* (de juridische eigenaar van de aandelen moet zijn aandelenbezit melden en de houder van de *call option* op alle aandelen van de juridische eigenaar moet ook zijn economische belang melden). Het wetsvoorstel zal een extra dimensie toevoegen, omdat een schrijver van een CfD wellicht ook een positie in de aandelen die als *hedge* worden gehouden, zal moeten melden, terwijl de houder zijn economische belang zal moeten melden. Zie hierover ook punt 6 (‘Melden stemmenbelang door schrijver van *cash settled* instrumenten’) hieronder.

3. Schorsing van de stemrechten

Een belangrijke maatregel in geval van een overtreding van de bestaande meldingsplicht op grond van afdeling 5.3.3 van de Wft is de mogelijkheid dat de rechtbank het recht op uitbrengen van de stemmen in de betreffende uitgevende instelling waarover de meldingsplichtige beschikt gedurende een bepaalde periode schorst (art. 5:52 lid 4 sub b Wft). Gedurende de consultatie werd een probleem dat zich in dit verband voordoet terecht signaleerd. De houder van de economische *long* positie heeft immers formeel geen stemrecht, waardoor ‘zijn’ stemrecht ook niet te schorsen valt. Het artikellid zou zodanig moeten worden aangepast, dat het stemrecht verbonden aan de betreffende aandelen (dat formeel aan de schrijver van de positie blijft toebehoren) geschorst kan worden.

4. Delta-adjusted basis

Het was aanvankelijk niet duidelijk welk percentage aan economisch belang gemeld zou moeten worden door de houder van een *cash settled* instrument. Als men puur naar de letter van het wetsvoorstel kijkt, lijkt het erop dat de houder van bijvoorbeeld één CfD ook één aandeel zou moeten melden. Ech-

17. Het conceptwetsvoorstel is te vinden via <minfin.nl/Actueel/Consultaties/2009/09/Consultatie_Voorstel_wijziging_Wft_ter_uitbreiding_meldingsplicht_substanti%C3%A8le_zeggenschap_en_kapitaalbelangen_met_economische_long_posities>.

18. Meldingsformulier substantiële deelneming en aandelen met bijzondere statutaire rechten als bedoeld in afdeling 5.3.3 van de Wft – deel I, te vinden op <www.afm.nl>.

19. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 5, p. 3.

20. Zie Financial Services Authority, Disclosure of Contracts for Difference – Questions and Answers: Version 3, p. 4, zie <www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf> (hierna: de FSA Q&A).

ter, één CfD kan in de praktijk ook recht geven op betaling van bijvoorbeeld (de tegenwaarde van) honderd aandelen. In de MvT is dit verduidelijkt door uit te leggen dat het meldingsplichtige aantal instrumenten volgt uit de mate van afhankelijkheid waarin de koers van het *cash settled* instrument reageert op de koers van het onderliggende aandeel. Dit wordt ook wel aangeduid als een melding op *delta-adjusted* basis, waarbij rekening wordt gehouden met de mate van afhankelijkheid van twee waarden.

De vaste commissie voor Financiën stelt ook de vraag hoe en door wie het te melden percentage zal worden berekend.²¹ In lijn met de huidige zeggenschapsmeldingen zal, naar alle waarschijnlijkheid, de verantwoordelijkheid bij de meldingsplichtige zelf rusten. De meldingsplichtige zal dan ook zelf een berekening op *delta-adjusted* basis moeten maken. Het is wel denkbaar dat de AFM daar enige *guidance* over zou kunnen gaan geven.²²

5. Index van aandelen

Een andere vraag die opkomt, is of posities met betrekking tot een mandje of index van aandelen gemeld zouden moeten worden. Men zou kunnen betogen dat de *exposure* op een individueel aandeel in een mandje of index zodanig klein is dat het niet gemeld moet worden. Bovendien zou dit veel lasten voor het bedrijfsleven met zich meebrengen en voor vermogensbeheerders is het niet altijd even eenvoudig om dergelijke indices of mandjes tot individuele uitgevende instellingen te herleiden.

Uit de consultatie blijkt dat de AFM van mening is dat posities met betrekking tot een mandje of index van aandelen wel zouden moeten worden gemeld, omdat het niet melden anders een eenvoudige ontwijkingsmogelijkheid creëert. Dit roept wel de vraag op of het niet omslachtig is om een CfD op een mandje of index af te sluiten terwijl het maar om één aandeel uit die index te doen is.

Volgens de MvT is het aan de AFM om te bepalen onder welke omstandigheden aandelen die behoren bij een mandje of index onder de meldingsplicht vallen.²³

6. Melden stemmenbelang door schrijver van *cash settled* instrumenten

Hierboven is uiteengezet dat de schrijver van een *cash settled* instrument genegen kan zijn om zijn stemrechten uit te oefe-

nen conform de wensen van de houder van het *cash settled* instrument, maar dit hoeft niet altijd het geval te zijn. Als wel gemeld zou moeten worden door de schrijver, kan dit leiden tot meldingen die geen weerspiegeling zijn van de realiteit. Bovendien betekent dit in de praktijk dat de houder van een *cash settled* instrument telkens bij de schrijver zal moeten nagaan of de positie wel of niet afgedekt is (doordat de onderliggende aandelen verworven zijn). Het is zeer de vraag of een houder van een *cash settled* instrument altijd geacht moet worden te beschikken over stemrechten verbonden aan de onderliggende aandelen.

Slotopmerkingen

Door middel van deze bijdrage is getracht een eerste indruk te geven van het wetsvoorstel met betrekking tot de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten. Het maken van regelgeving op dit gebied is zeker niet eenvoudig en dat blijkt ook uit de reeds gesignaleerde onduidelikheden van het wetsvoorstel en de discussiepunten die naar boven zouden komen in het kader van de implementatie en uitvoering van de voorgestelde regeling. Bij de technische uitwerking en interpretatie door marktpartijen en de AFM zullen zonder meer aanvullende vragen opkomen. Het is daarom belangrijk dat het wetsvoorstel zelf en de MvT daarbij zo veel mogelijk ingaan op deze vragen. In de praktijk betekent dit dat bij houders en schrijvers van *cash settled* instrumenten (*investment banks* en investeerders) zelf zal moeten worden nagegaan wat, in hun belevenis, de belangrijkste aandachtspunten voor de wetgever zouden moeten zijn.

21. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 5, p. 3 en 4.

22. De Financial Services Authority doet dit bijvoorbeeld door middel van de FSA Q&A, p. 9. Te raadplegen via <www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf>.

23. In het Verenigd Koninkrijk is een aandeel dat tot een mandje of index behoort meldingsplichtig indien het relevante aandeel 1% of meer van de genoteerde aandelenklasse of 20% of meer van de waarde van de aandelen in het mandje of de index is, of allebei. Verdere toelichting over hoe deze posities door de Financial Services Authority worden behandeld, is te lezen in de FSA Q&A, p. 6, te raadplegen via <www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf>.