

# Introductie van een meldingsplicht voor synthetische kapitaalbelangen in uitgevende instellingen per 1 januari 2012

*Mr. Ico Jalink\**

## Inleiding

Per 1 januari 2012 is de Wet van 1 december 2011 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met de introductie van een meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten (hierna: de wetswijziging) van kracht.<sup>1</sup> Ter uitvoering hiervan is het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft (hierna: Bmzk) bij algemene maatregel van bestuur gewijzigd.<sup>2</sup> De wetswijziging breidt de meldingsplichten uit van beleggers ingevolge hoofdstuk 5.3 van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Een houder van een *cash settled* financieel instrument wordt geacht te beschikken over de onderliggende aandelen van een uitgevende instelling als gedefinieerd in artikel 5:33 Wft. De term '*cash settled*' wil zeggen dat er een geldelijke afwikkeling is overeengekomen tussen partijen en dat de aan het instrument onderliggende aandelen dus niet fysiek worden geleverd. De ratio van deze meldingsplicht is dat deze *cash settled* instrumenten door de houder ervan kunnen worden gebruikt om de uitoefening van stemrechten op de onderliggende aandelen te beïnvloeden.<sup>3</sup> Voorts stellen *cash settled* instrumenten de houders ervan in staat meldingsplichten te ontlopen, terwijl zij economisch in een vergelijkbare positie verkeren als de houders van de onderliggende aandelen. Door middel van *cash settled* instrumenten kan iemand dus onopgemerkt een (groot) belang verwerven in een uitgevende instelling (*stakebuilding*). Voorheen kwam men, ongeacht de omvang van het economische belang van een houder van een *cash settled* instrument, niet tot een meldingsplicht ten aanzien van de aan dat instrument onderliggende aandelen als de wederpartij van deze houder van het instrument geen (contractueel) afdwingbaar recht had om zeggenschap uit te oefenen. De wetswijziging brengt daar verandering in. Op grond van de wetswijziging en de bijbehorende aanpassing van de Bmzk moeten substantiële verborgen kapitaalbelangen ook bij de Autoriteit Financiële Markten (hierna: de AFM) worden gemeld. In deze

bijdrage zal ik eerst een kort beeld schetsen van het thans geldende meldingsregime voor kapitaalbelang en zeggenschap in uitgevende instellingen. Vervolgens wordt ingegaan op de veranderingen in de meldingsregels, de verschillende instrumenten waarop de meldingsplicht betrekking heeft, de wijze waarop de omvang van het belang moet worden berekend en de meldingsregeling voor *cash settled* instrumenten in enkele andere Europese landen.

## Wettelijk kader meldingsregels voor stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen

In hoofdstuk 5.3 Wft staan regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen. Deze regels zijn gericht tot de uitgevende instellingen en tot aandeelhouders en andere stemgerechtigden (onder wie de bijzondere categorie bestuurders en commissarissen die over aandelen en/of stemmen beschikken in de eigen uitgevende instelling). Deze bijdrage beperkt zich (evenals de wetswijziging) tot de regels die gericht zijn tot de belegger. De belegger moet bij het bereiken, over- of onderschrijden van een bepaald percentage van het kapitaalbelang en/of stemmen in een uitgevende instelling waar hij over beschikt een melding doen bij de AFM (art. 5:38 lid 1 en 2 Wft). Deze drempelwaarden, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 40%, 50%, 60%, 75% en 95%, staan in artikel 5:38 lid 3 Wft. Bij het beantwoorden van de vraag of iemand meldingsplichtig is, moet de persoon in ieder geval 'beschikken over' aandelen of stemmen. Het percentage aandelen wordt gevonden door alle aandelen waar iemand over beschikt te delen door het totaal aantal uitgegeven aandelen van de uitgevende instelling en vervolgens te vermenigvuldigen met 100%. Het percentage stemmen vindt men door de stemmen waar iemand over beschikt te delen door het totaal aantal stemmen dat op het kapitaal kan worden uitgebracht te vermenigvuldigen met 100%. Artikel 5:39 lid 1 Wft bevat een meldingsplicht wanneer sprake is van het passief bereiken, over- of onderschrijden van een drempelwaarde als gevolg van een noemerwijziging van de uitgevende instelling. Bij het bepalen van het percentage aandelen en

\* Mr. Ico Jalink is werkzaam als advocaat bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Stb. 2011, 611.

2. Stb. 2011, 515.

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

stemmen waar een belegger over beschikt, dient ook te worden gekeken naar artikel 5:45 Wft, dat bijzondere bepalingen bevat ten aanzien van toerekening van aandelen en stemmen. Bijvoorbeeld bij *securities lending* houdt de uitlener op juridisch eigenaar te zijn. In plaats daarvan houdt hij een vordering tot teruglevering van de aandelen op de inlener. De uitlener blijft het economisch risico lopen op de uitgeleende aandelen en wordt daarom ingevolge artikel 5:45 lid 6 Wft geacht te beschikken over stemmen. Onder stemmen wordt verstaan zowel reël stemrecht als potentieel stemrecht. Laatstgenoemde is het recht ingevolge een overeenkomst ter verkrijging van stemmen; dit is bijvoorbeeld het geval bij een (fysiek afgewikkelde) calloptie, claims, warrants, converteerbare obligaties of royeerbare certificaten.

Het Bmzk voorziet in regels die uitvoering geven aan de bepalingen van hoofdstuk 5.3 Wft en de wijze waarop meldingsplichten in het AFM-register verwerkt dienen te worden. Indien een meldingsplichtige zijn wettelijke meldingsplichten niet nakomt, kan de AFM optreden door middel van een informatieverzoek (art. 1:74 Wft), een aanwijzing (art. 5:51 Wft), oplegging van een last onder dwangsom (art. 1:79 Wft) en/of oplegging van een bestuurlijke boete (art. 1:80 Wft). Bovendien is er nog het civiele toezichtskader zoals opgenomen in artikel 5:52 Wft. Dit voorziet in de mogelijkheid voor (onder andere) de uitgevende instelling om de rechter te verzoeken het stemrecht van de meldingsplichtige aandeelhouder te schorsen als hij geen of een onjuiste melding heeft gedaan. Ten slotte levert overtreding van de meldingsplichten van artikel 5:38 lid 1 en 5:39 lid 1 Wft een economisch delict op onder de Wet op de economische delicten (art. 1 onder 2 WED).

### Introductie van een meldingsplicht voor synthetische belangen

#### *Wijziging artikel 5:45 Wft*

Iemand wordt op de voet van artikel 5:45 lid 10 Wft geacht te beschikken over aandelen als gedefinieerd in artikel 5:33 lid 1 onderdeel b Wft, indien hij:

- a. 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;
- b. op basis van een optie verplicht kan worden om aandelen te kopen; of
- c. een ander contract heeft gesloten op grond waarvan hij een met een aandeel vergelijkbare economische positie heeft.

Dit nieuwe artikellid bepaalt dat de meldingsregels van hoofdstuk 5.3 Wft nu ook gelden voor de houders van *cash settled* instrumenten (onderdeel a), geschreven putopties (onderdeel b) en instrumenten die een vergelijkbare economische (*long*) positie, zoals aandelen, creëren (onderdeel c). Meer in het bijzonder gaat het om houders van een *bruto-long position* in deze *cash settled* instrumenten, aangezien het om een 'waar-

destijging' gaat. Eventuele *short* posities mogen dus niet worden verrekend voor vaststelling van de meldingsplicht. Raaijmakers introduceerde de term 'synthetische belangen' voor situaties waarin het juridische eigendom van het economische belang in aandelen is gescheiden.<sup>4</sup> De *cash settled* instrumenten, waartoe voor het gemak fysiek afgewikkelde putopties ook worden gerekend, creëren een synthetische belegging, aangezien de risico's van de onderliggende vermogensbestanddelen gedupliceerd worden, waarbij de gemene deler is dat de houder een belang heeft in de waardeinstijging van het onderliggende aandeel als ware de houder van het financiële instrument een aandeelhouder.

Artikel 5:45 lid 10 onderdeel a Wft is blijkens de wetsgeschiedenis gericht tot houders van een economisch belang in een uitgevende instelling door middel van bijvoorbeeld *cash settled* callopties, *contracts for difference* (hierna: CfDs) en (*total return*) *equity swaps*.<sup>5</sup> Een houder van een *cash settled* calloptie heeft bij uitoefening van zijn optie het recht om van de schrijver van de *cash settled* calloptie het verschil te ontvangen tussen de marktcoers van een onderliggende waarde (in deze context beursgenoteerde aandelen) en de afgesproken uitoefenprijs. De idee van een swapovereenkomst is dat de ene contractspartij de lusten en de lasten van een vermogensbestanddeel draagt in ruil voor de lusten en lasten van een vermogensbestanddeel van haarzelf. Partijen kunnen daarmee verschillen tussen financiële markten en elkaars posities op die markten optimaal benutten. Een *cash settled equity swap* werkt doorgaans als volgt: een *investment bank* ruilt de geldstromen die voortvloeien uit de aandelen tegen een rentevergoeding (*floating* of een *fixed interest rate*) die een belegger aan deze bank betaalt. De bank dekt zijn risico op de transactie in de regel af door deze aandelen te verwerven dan wel onder zich te houden. Op de beëindigingsdatum of op tevoren bepaalde betalingsdata van de swap wordt het prijsverschil in geld verrekkend. Swaps hoeven geen vastgestelde beëindigingsdatum te hebben. Conceptueel zijn *total return equity swaps* precies hetzelfde als een CfD, met als enige verschil dat er bij een CfD slechts over de marges wordt afgerekend. Koper en verkoper van de CfD spreken af dat de verkoper het verschil betaalt aan de koper tussen de waarde van het effect ten tijde van het afsluiten van het contract en de waarde bij beëindiging ervan. Mocht dit een negatief bedrag zijn, dan betaalt de koper dit aan de verkoper.

Een ander voorbeeld van een *cash settled* instrument waar artikel 5:45 lid 10 onderdeel a Wft op ziet, is de *cash settled single stock future*. Een *single stock future* is een termijncontract dat de houder ervan verplicht om een bepaalde hoeveelheid aandelen van een beursfonds tegen een bepaalde prijs op een bepaald tijdstip af te nemen. Net als bij de CfD en de *cash settled equity swap* geldt bij een *cash settled single stock future* dat bij afwikke-

4. G.T.M.J. Raaijmakers, Synthetische aandelenbelangen in beursvennootschappen, in: G.T.M.J. Raaijmakers & R. Abma (red.), *Achter de schermen bij beursaandeelhouders*, Deventer: Kluwer 2007, p. 5.

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

ling niet de aandelen, maar het koersverschil wordt overgedragen. De waarde van het contract varieert met de onderliggende waarde van de effecten of goederen waarover het is afgesloten. Zoals bekend verschillen termijncontracten van opties omdat er wederzijds zowel een recht als een plicht tot levering bestaat. Tot een aantal jaar geleden was het op de *future*-markt gebruikelijk om te handelen met een aandelenindex als onderliggende waarde. Tegenwoordig worden ook *single stock futures* in grote volumes verhandeld.<sup>6</sup>

Artikel 5:45 lid 1 onderdeel b Wft beoogt het onmogelijk te maken om de meldingsplicht te kunnen omzeilen door putopties te schrijven in beurs aandelen. Dit ziet overigens niet op *cash settled* putopties, maar op 'fysieke' putopties. Putopties geven de houder ervan het recht om te verkopen tegen de uitoefenprijs binnen de looptijd van het contract. Aangenomen wordt dat de schrijver van de putoptie, vanwege de contractuele en economische verhoudingen, invloed kan uitoefenen op zijn wederpartij om op een hem welgevallige wijze te stemmen op de aan de putoptie onderliggende aandelen. Dit gevaar op *hidden ownership* heeft de wetgever willen voorkomen.<sup>7</sup>

Artikel 5:45 lid 1 onderdeel c Wft ziet op *cash settled* instrumenten die niet kwalificeren als financieel instrument in de zin van artikel 1:1 Wft. Het is een vangnetbepaling die dient te voorkomen dat er in de toekomst andere contracten dan omschreven in onderdeel a ontwikkeld worden maar niet meldingsplichtig zijn, omdat ze bijvoorbeeld niet onder de definitie van financieel instrument vallen.

### Wijziging Bmzk

Artikel 5 lid 1 Bmzk schrijft voor welke gegevens een houder van een substantiële deelneming moet verstrekken bij het verrichten van een melding op grond van artikel 5:38 of 5:39 Wft (dit artikel geldt dus ook voor de passieve meldingsplicht naar aanleiding van een melding door de uitgevende instelling van een wijziging in haar noemergegevens). Hieraan worden twee subonderdelen toegevoegd. Artikel 5 lid 1 onderdeel i Bmzk moet bewerkstelligen dat in het AFM-register inzichtelijk gemaakt wordt wanneer een meldingsplichtige via *cash settled* instrumenten een substantieel belang in een uitgevende instelling opbouwt. De melding van *cash settled* instrumenten moet vermelden (1) het betreffende soort financieel instrument of contract, (2) (waar toepasselijk) de vervaldatum en/of looptijd ervan en (3) het aantal aandelen in de uitgevende instelling waar het instrument betrekking op heeft. Stel bijvoorbeeld dat een uitgevende instelling één klasse aandelen heeft met een

totaal geplaatst kapitaal van EUR 10.000.000 miljoen bestaande uit 10.000.000 aandelen van EUR 1 nominaal en iemand koopt 5000 *single stock futures* (deze verhandelt men per lot van 100) in deze uitgevende instelling en hij houdt verder geen enkel ander belang in de uitgevende instelling. Deze persoon dient dan niet alleen aan de AFM te melden dat hij een 5%-belang houdt door middel van een financieel instrument als bedoeld in artikel 5:45 lid 10 onderdeel a Wft, maar ook dat de melding ziet op een *future*-contract, de *expiration date* van het *future*-contract en dat het *future*-contract betrekking heeft op 500.000 aandelen. Artikel 5 lid 1 onderdeel j Bmzk voegt daar voor schrijvers van putopties in een uitgevende instelling aan toe dat zij moeten melden op welke datum of termijn zij verplicht kunnen worden om aandelen te kopen teneinde aan hun verplichtingen te voldoen. Deze punten zullen worden verwerkt in digitale meldingsformulieren (op het moment van schrijven van deze bijdrage heeft de AFM de aangepaste meldingsformulieren nog niet beschikbaar gesteld).

### Overgangsregeling: vanaf 1 februari 2012 handhaving door de AFM

Op grond van de overgangsbepaling wordt er aan houders van bepaalde *cash settled* instrumenten een termijn van vier weken gegund vanaf de datum van inwerkingtreding van de wetswijziging om hun melding up-to-date te maken.<sup>8</sup> Deze overgangsbepaling is gericht tot twee categorieën houders van *cash settled* instrumenten. Ten eerste zal de houder ervan die als gevolg van de wetswijziging over een kapitaalbelang van 5% of meer beschikt en daarvan nog niet eerder een melding heeft gedaan binnen vier weken na inwerkingtreding zijn belang moeten melden. Ook geldt er een meldingsplicht voor de houder die al eerder een melding heeft gedaan, maar het aantal en soort aandelen waarover hij wordt geacht te beschikken als gevolg van de wetswijziging wijzigen ten opzichte van de laatste melding. Dit geldt dus ook wanneer de betreffende persoon binnen dezelfde bandbreedte blijft. Indien iemand dus al een 15%-belang in aandelen had aangemeld, maar na de wetswijziging ook moet worden geacht te beschikken over 1% van de aandelen doordat hij CfDs houdt, dan is deze persoon meldingsplichtig.

### Openbaar bod

In de nota naar aanleiding van het vergaderverslag van de vaste commissie voor Financiën heeft de regering aangekondigd het Besluit openbare biedingen Wft (hierna: Bob) aan te zullen passen, opdat de bieder en de doelvennootschap in de context van een openbaar bod op bepaalde tijdstippen tevens opgave moeten doen van hun belangen zoals bedoeld in artikel 5:45 lid 10 Wft.<sup>9</sup> Gedoeld zal zijn op de artikelen 5 lid 4 en 13 Bob, die thans bepalen dat een bieder tussen het tijdstip waarop een

6. Op dit moment is het mogelijk om via Bclear, een dienst van NYSE Euronext in een aantal Nederlandse beursvennootschappen, te handelen in *single stock futures*. Zie hiervoor <<https://globalderivatives.nyx.com/en/otc-services/bclear-equities>>.

7. *Hidden ownership* ziet op de situatie waarin het economische belang dat iemand in een vennootschap heeft groter is dan het juridische belang. Zie H.T.C. Hu & B. Black, Empty voting and hidden (morphable) ownership: Taxonomy, implications, and reforms, *The Business Lawyer* 2006, jrg. 61, nr. 3, p. 1011-1070, Raaijmakers 2007, p. 1-72 en Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II\*, Deventer: Kluwer 2009, nr. 204.

8. Art. II van de Wet van 1 december 2011 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht in verband met de introductie van de meldingsplicht voor bepaalde *cash settled* instrumenten. Zie voor de vindplaats noot 1.

9. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 6, p. 8. Deze wijziging is overigens (nog) niet meegenomen in het Wijzigingsbesluit financiële markten 2012.

openbaar bod is aangekondigd en het tijdstip waarop een openbare mededeling is gedaan over de gestanddoening, een melding moet maken van aankopen van de aandelen in de doelvennootschap dan wel van door hem met betrekking tot die transacties gesloten overeenkomsten. Aangezien de regels van het verplichte bod betrekking hebben op personen met overwegende zeggenschap en dus aansluiten bij de stemmen waarover die persoon beschikt (voor de verplichtbodregels tellen potentiële stemrechten zoals in de vorm van callopties en converteerbare obligaties niet mee), vallen *cash settled* instrumenten niet onder de reikwijdte van het verplichte openbaar bod. Het amendement van Tweede Kamerlid Irrgang (SP) dat *cash settled* instrumenten beoogde mee te nemen in de definitie van 'overwegende zeggenschap' in de Wft werd door de Tweede Kamer verworpen. Dit zou ook inconsequent zijn met het Nederlandse stelsel van het verplicht bod, waarin potentiële stemrechten ook niet worden meegeteld.<sup>10</sup>

### Beleidsregel AFM

De regering heeft twee onderdelen van het wetsvoorstel vanwege het technische en operationele karakter ter uitwerking aan de AFM overgelaten. De AFM gaat dit doen door middel van een beleidsregel ex artikel 1:3 lid 4 Algemene wet bestuursrecht. De onderdelen betreffen (a) de methodiek op basis waarvan het belang berekend moet worden dat iemand houdt door middel van *cash settled* instrumenten en (b) de vraag of er een meldingsplicht moet komen voor *cash settled* instrumenten die betrekking hebben op mandjes van aandelen en aandelenindices. De AFM heeft een consultatie onder marktpartijen gehouden aan de hand van een conceptbeleidsregel.<sup>11</sup> In het zogeheten 'Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes' (hierna: het feedback statement) heeft zij de aan haar overgelaten beleidsvragen als volgt ingevuld:

- a. Delta adjusted calculatiemethode voor de melding van synthetische belangen

De AFM heeft beslist dat houders van *cash settled* instrumenten hun belang ingevolge artikel 5:45 lid 10 Wft moeten melden, berekend volgens de *delta adjusted* calculatiemethode.<sup>12</sup> Hierna volgt een uitleg van deze methode en

het verschil met een nominale calculatiemethode. Aangezien sommige marktpartijen zullen moeten wennen aan deze methode, gunt de AFM marktpartijen een inloopperiode van 1 januari 2012 tot oktober 2012 waarin het melden van *cash settled* instrumenten zowel op basis van de *delta adjusted* calculatiemethode als op basis van de nominale calculatiemethode toegestaan is. Bij de melding op basis van de nominale calculatiemethode moet de belegger in ieder geval de uitoefenprijs en het aantal aandelen op nominale basis vermelden. Waarschijnlijk zal de AFM hiervoor op korte termijn een meldingsformulier beschikbaar stellen. In de periode van januari 2012 tot oktober 2012 mag dus op basis van beide berekeningsmethoden een melding worden gedaan bij de AFM. Vanaf 1 oktober is alleen een melding op basis van de *delta adjusted* methode nog toegestaan.

- b. Mandjes en aandelenindices tellen in beginsel niet mee, tenzij ...

De beleidsregel van de AFM zal bepalen dat iemand niet wordt geacht te beschikken over aandelen indien hij een financieel instrument houdt of een ander contract heeft gesloten dat betrekking heeft op een index of een mandje aandelen. Iemand wordt daarentegen wel geacht te beschikken over aandelen indien (1) de aandelen in de index of het mandje 1% of meer vertegenwoordigen van het totaal aantal geplaatste aandelen van dezelfde soort aandelen, (2) de aandelen 20% of meer van de waarde ten opzichte van de effecten in de index of het mandje vertegenwoordigen of (3) beide situaties van toepassing zijn.

Volgens het feedback statement zal het op grond van de beleidsregel niet verplicht zijn om passieve belangenwijzigingen te melden ten aanzien van belangen die worden gehouden via indexen en mandjes aandelen. Wanneer een belang dat wordt gehouden via een mandje of een index waardoor een drempelwaarde wordt bereikt, onder- of overschreden zonder actieve inmenging van de belegger (bijvoorbeeld door het verdwijnen van een ander fonds in een mandje), zal dit dus niet tot een meldingsplicht leiden. De meldingsplicht bij een passieve belangenwijziging als gevolg van een wijziging van het kapitaal van de uitgevende instelling (art. 5:39 Wft) blijft onverkort van toepassing.

In het geval belangen worden gehouden via mandjes en/of indices en in deze mandjes en/of indices zijn geen meldingsplichtige belangen opgebouwd, dan hoeven de belangen niet bij elkaar te worden opgeteld. Wanneer echter de spreiding van belangen over verschillende mandjes en/of indices is gestructureerd om een meldingsplicht te ontwijken, is aggregatie van de belangen verplicht. De AFM geeft daarbij als voor-

10. Zie Kamerstukken II 2005/06, 30 419, nr. 3. Zie in dit verband ook T.M. Stevens, Handboek openbaar bod (Serie Onderneming en Recht, Deel 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 192. Vooralsnog tellen alleen in het Verenigd Koninkrijk belangen gehouden door middel van *cash settled* instrumenten mee voor de verplichting tot het doen van een openbaar bod.

11. AFM, Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes, p. 6. Te raadplegen via <[www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2011/dec/consultatie-beleidsregel-melding.aspx](http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2011/dec/consultatie-beleidsregel-melding.aspx)>.

12. AFM, Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes, p. 4 e.v.

beeld het bewust creëren van een niet-meldingsplichtig belang van bijvoorbeeld 2% in drie mandjes elk.<sup>13</sup>

### *Delta adjusted versus nominale calculatiemethode*

In de jaren zeventig heeft er een revolutie plaatsgevonden op de financiële markten doordat twee wiskundigen een formule<sup>14</sup> ontdekten waarmee het mogelijk wordt om een theoretische bepaling van de waarde van posities in aandelenopties te berekenen. Dit bracht een golf van innovaties teweeg op het gebied van financiële producten.<sup>15</sup> Het is opmerkelijk, maar logisch dat wetgevers en toezichthouders de formule die aan de *derivatives revolution* ten grondslag heeft gelegen nu als instrument gebruiken om toezicht te houden op het gebruik van deze producten en misbruik ervan te voorkomen. Het gaat het bestek van deze bijdrage te buiten om de formule uitvoerig te bespreken, maar volgens het Black & Scholes-model zijn de waardebepalende factoren bij (aandelen)opties kort gezegd (1) de uitoefenprijs van de optie in verhouding tot de koers van de onderliggende waarde (de *delta*), (2) de volatiliteit (de *vega*), (3) de tijd tot het verstrijken van de optie (de dagelijkse waardevermindering; de *theta*), (4) de rente (de *rho*) en (5) het verwachte dividend. De delta van een aandelerivaat meet de mate waarin de waarde (of het rendement) van het derivaat verandert in verhouding tot de waardeverandering van het onderliggende aandeel (de AFM hanteert de definitie afkomstig uit art. 1:1 onder c van de Regeling solvabiliteitseisen voor het marktrisico 2010: 'de verwachte lineaire verandering van een optieprijs als gevolg van een geringe verandering in de prijs van het onderliggende instrument'). Een CfD bijvoorbeeld zal normaal gesproken een delta van 1 hebben. Het weerspiegelt immers de waardeontwikkeling van het onderliggende aandeel een-op-een. Andere voorbeelden van delta 1-instrumenten zijn *single stock futures* en *cash settled equity swaps*. Het voordeel van een *delta adjusted* meldingsplicht is dat een dergelijke openbaarmaking (veel) nauwkeuriger het economische belang van de houder van het betreffende instrument ten opzichte van de onderliggende aandelen reflecteert.<sup>16</sup> Een belangrijk gevolg van deze benadering is dat je kunt differentiëren tussen een calloptie die (met een ruime marge) *out of the money* is (en daardoor weinig economische waarde heeft) en een calloptie op exact hetzelfde aantal aandelen die *in the money* is. Een calloptie die *in the money* is, vertegenwoordigt de werkelijke economische waarde en de schrijver van de optie zal zijn risico (willen) afdekken door aandelen te kopen. Een en ander geldt andersom ook voor de houder van putopties.

13. AFM, Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes, p. 6 en 7.

14. Zie voor een uitleg van wat er met de optieprijs gebeurt als het niveau van een van de prijsbepalende factoren verandert terwijl de overige factoren gelijk blijven: L. van der Wielen, Handboek financiële markten, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank-, Verzekerings- en Effectenbedrijf, p. 178.

15. Black & Scholes, The pricing of options and corporate liabilities, Journal of Political Economy 1973, p. 637-654.

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

De AFM geeft in haar feedback statement het volgende voorbeeld over de meldingswijze op *delta adjusted* basis:

'Uitgevende instelling A heeft 1 miljoen geplaatste aandelen. Een contract for difference betrekking hebbend op 100.000 aandelen van A heeft per definitie een delta van 1. Uitgaande van de *delta adjusted* calculatiemethode levert dit een meldingsplichtig belang op van 10% aandelen van A, te weten  $(100.000 \times 1) / 1.000.000$ . Een cash settled call optie betrekking hebbend op 100.000 aandelen van A heeft op de transactiedatum een delta van bijvoorbeeld 0,2. Dit levert een belang op van 2% aandelen van A, te weten  $(100.000 \times 0,2) / 1.000.000$  dat niet meldingsplichtig is.'<sup>17</sup>

Met nominale calculatiemethode bedoelt men dus dat het nominale aantal aandelen waar het instrument op ziet, bepaalt hoeveel aandelen men moet melden. Bij een nominale berekening zou men in beide gevallen in het voorbeeld van de AFM een melding van 10% moeten doen.

De AFM kiest in de eerste plaats voor een *delta adjusted* benadering, omdat daarmee een accuraat beeld wordt geschetst van het economische belang dat de houder van het *cash settled* instrument houdt. Het geeft ook de marktwaarde weer van het aantal aandelen dat de schrijver van het *cash settled* instrument moet aanhouden om zijn risico af te dekken. Met andere woorden geeft dit de markt een beter beeld van het aantal aandelen dat (waarschijnlijk) in de betreffende uitgevende instelling aan de *free float* is onttrokken.<sup>18</sup> De AFM lijkt ook het risico op (onvermijdelijke) dubbele meldingen zo klein mogelijk te houden. Bij nominale meldingen zouden weer misleidende signalen aan de markt kunnen worden gegeven in de zin dat de *free float* te klein wordt weerspiegeld.

Nadeel van een *delta adjusted* benadering is dat zij extra administratieve handelingen en kosten voor marktdeelnemers in het leven roept. Houders van *cash settled* instrumenten, zeker die instrumenten die qua waarde in de buurt van een drempelwaarde verkeren, zullen elke dag een *delta adjusted* berekening van hun positie(s) moeten maken. Vanuit overnameperspectief is een meldingsplicht voor *cash settled* instrumenten op basis van de *delta adjusted* berekeningsmethode niet het meest effectief. Wanneer je als overnemer een onopgemerkt belang wilt bouwen, zou je gebruik kunnen maken van (louter) *cash settled* opties met een uitoefenprijs die ruim boven de beurskoers ligt, maar lager is dan de overnamepremie die je voornemens bent om te betalen en daarmee toch onder

17. Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes, p. 5. Te raadplegen via <[www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2011/dec/fs-cash-settled-instr-meldingsplicht.aspx](http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/nieuws/2011/dec/fs-cash-settled-instr-meldingsplicht.aspx)>.

18. Zie het voorbeeld inzake Porsche en Volkswagen in de paragraaf over Duitsland.

de drempelwaarden van hoofdstuk 5.3 Wft kunnen blijven.<sup>19</sup> Immers, hoe hoger de uitoefenprijs van een calloptie, des te lager is de delta.

## Rondje langs de buitenlandse velden

### Europese Unie

Vooralsnog is de melding van *cash settled* instrumenten niet Europees geregeld. De Transparantierichtlijn schrijft geen meldingsplicht voor, maar is hier vooralsnog slechts in haar consultatiedocument over de aanpassing van de Transparantierichtlijn (verwacht in 2013) op ingegaan.<sup>20</sup> De verwachting is dat zij in de aangepaste richtlijn de aanbevelingen van de Committee of European Securities Regulators (CESR) zal volgen om meldingsplichten in de Europese Unie uit te breiden met 'instruments of similar economic effect to holding shares and entitlements to acquire shares'.<sup>21</sup> Artikel 3 van de Transparantierichtlijn staat het vaststellen van strengere verplichtingen door lidstaten uitdrukkelijk toe. De wetgevers van een aantal landen, waaronder dus inmiddels ook Nederland, hebben vooruitlopend op de introductie van Europese regels reeds een meldingsplicht ingevoerd.<sup>22</sup>

### Verenigd Koninkrijk

In het Verenigd Koninkrijk zijn aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen op grond van de Financial Services Authority (hierna: FSA) *Disclosure and Transparency Rules* (hierna: DTRs) verplicht om bij het bestuur van de betreffende beursgenoteerde vennootschap en de FSA belangen en transacties te melden waarmee drempelwaarden over- of onderschreden worden. De eerste drempel is 3% en vervolgens brengt elke over- of onderschrijding van een procent een nieuwe meldingsplicht met zich mee. *Cash settled* instrumenten vallen sinds 2009 ook onder de meldingsplicht van de DTRs. Het belang dat hiermee wordt gehouden, moet men optellen bij het aandelenbelang om tot zijn melding te komen. De omvang van het belang dat door middel van *cash settled* instrumenten wordt gehouden, moet op *delta adjusted* basis worden berekend. Belangen gehouden door middel van mandjes en aandelenindices moeten worden meegeteld voor de meldingsplicht, indien deze 1% van de totale beurswaarde van het betreffende aandeel vertegenwoordigen of indien zij 20% van de waarde van de totale waarde van het mandje of de aandelenindex vertegenwoordigen.<sup>23</sup> Naast de reguliere meldingsplicht onder de DTRs geldt er in het Verenigd Koninkrijk een paral-

lele meldingsplicht ingevolge 'The City Code on Takeovers and Mergers' (hierna: de Takeover Code). Kort gezegd geldt er op grond van de Takeover Code in overnamesituaties een meldingsplicht voor elke transactie in aandelen, financiële instrumenten of andere derivaten van de doelvennootschap waarbij een partij betrokken is die een belang van 1% of meer in de doelvennootschap heeft (rule 8.3 (a) van de Takeover Code). Deze verplichting geldt ook voor de bieder. Bovendien geldt in overnamesituaties dat eenieder die (meer dan) 1% belang in de doelvennootschap houdt binnen tien werkdagen zijn belang moet melden. Ook deze meldingsplicht is van toepassing op *cash settled* instrumenten (rule 8.3 van de Takeover Code). In het Verenigd Koninkrijk moet de omvang van het belang dat door middel van derivaten wordt gehouden voor de DTRs' meldingsplicht op *delta adjusted* wijze worden gemeld en (indien van toepassing) opgeteld bij het belang dat door middel van aandelen wordt gehouden. Onder de Takeover Code wordt voor de melding van het aantal aandelen waar een transactie op ziet of het belang dat wordt gehouden door middel van *cash settled* instrumenten door marktpartijen op nominale basis gemeld.<sup>24</sup>

### Duitsland

In Duitsland moeten aandeelhouders of houders van rechten die recht geven op het verwerven van stemrecht hun belang melden indien dit 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 40%, 50% of 75% bereikt, onder- of overschrijdt (art. 21 van de Wertpapierhandelsgesetz, hierna: WpHG). Vanaf het bereiken dan wel overschrijden van 10% en de drempels daarboven dient de meldingsplichtige persoon opgave te doen van (1) zijn intenties met betrekking tot het gemelde belang en de vennootschap waar het belang in wordt gehouden en (2) de herkomst van de financiering van de transactie(s) die de melding veroorzaakte(n). Op 1 februari 2012 treedt een nieuwe wet in werking met een aparte meldingsplicht voor houders van *cash settled* instrumenten die de drempelwaarden van 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 40%, 50% of 75% bereiken, overschrijden dan wel onderschrijden. De Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz komt met aanpassingen op (onder meer) de WpHG, waarin de meldingsplicht voor zeggenschapsbelangen in beursgenoteerde aandelen is geregeld. De Duitse wetgever heeft gekozen voor een hogere eerste meldingsdrempel bij *cash settled* instrumenten teneinde niet te veel meldingsverplichtingen te creëren. De omvang van het belang dat door middel van *cash settled* instrumenten wordt gehouden, moet op *delta adjusted* wijze worden gemeld en (indien van toepassing) opgeteld bij het belang dat door middel van aandelen en/of door rechten die recht geven op het verwerven van stemrecht wordt gehouden. Op aanbevelen van de vaste commissie voor financiën van de Bundestag heeft de Duitse wetgever echter bepaald dat bij de omvang van de melding van een delta van 1 moet worden uitgegaan. Uit de toelichting op de wet blijkt dat

19. Van voorwetenschap is in dit geval geen sprake omdat het om 'eigen voorwetenschap' gaat. Zie Corthals en Italianer bij HR 6 februari 2007, JOR 2007, 73 (Cardio Control).

20. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/consultation\\_questions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf)>.

21. Inmiddels is de naam veranderd in ESMA (European Securities and Markets Authority); <[www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation\\_details&cid=157](http://www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation_details&cid=157)>.

22. Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 3, p. 3. Ook Ierland, Portugal en Spanje horen hier volgens de regering toe.

23. FSA Handbook, Disclosure Rules and Transparency Rules, DTR 5.3.3 G (2) (c). Te raadplegen via <<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/DTR/5/3/>>.

24. Zie het meldingsformulier op de website van het Takeover Panel (*public opening position disclosure/dealing disclosure by a person with interests in relevant securities representing 1% or more*): <[www.thetakeoverpanel.org.uk/disclosure/disclosure-forms](http://www.thetakeoverpanel.org.uk/disclosure/disclosure-forms)>.

dit enerzijds bedoeld is om ontwijking van de meldingsplichten te voorkomen en anderzijds om een uniforme standaard te hanteren voor de melding van alle *cash settled* instrumenten. Voor de meldingsplicht dienen ook de belangen te worden meegeteld die iemand houdt door het beleggen in mandjes en/of indices (art. 25a WpHG). Twee overnamesituaties hebben in Duitsland als een katalysator gewerkt bij het tot stand komen van deze nieuwe meldingsplicht. In de overname van Continental bouwde Schaeffler door middel van het aangaan van *equity swaps* met verschillende banken een groot synthetisch belang in Continental op. Zowel Schaeffler als de verschillende banken waarmee zij de swapovereenkomsten was aangegaan, bleven onder de 3%, waardoor er geen melding plaatsvond. Na beëindiging van de swaps kocht Schaeffler de onderliggende aandelen in Continental die door de banken als hedge gehouden werden, waardoor zij uit het niets een belang van 35% kon melden en waarna zij een verplicht bod uitbracht. Door het *stakebuilden* via *equity swaps* was de prijs die bij het openbaar bod voor de aandelen werd betaald lager dan wanneer ze via beursaankopen zouden zijn gekocht en was het bestuur van Continental beperkt in zijn reactiemogelijkheden. Het tweede gerucht makende overnamegeval betrof in oktober 2008 de openbaarmaking door Porsche van een belang in Volkswagen AG van meer dan 72%. Porsche had onopgemerkt een groot (synthetisch) belang opgebouwd door middel van *cash settled* callopties. Aangezien de deelstaat Nedersaksen 20% van de aandelen hield, was er praktisch geen *free float* in de aandelen (minder dan 6%). Als gevolg van de openbaarmaking door Porsche van een belang van 72% explodeerde de beurskoers. Volkswagen was vanwege de reeds lang aanhoudende overnamegeruchten een volatiel aandeel geweest waar veel op werd gespeculeerd. Partijen die *short* waren gegaan, werden gedwongen door de melding hun posities weer af te dekken door aandelen Volkswagen te kopen. De grote aandacht in Duitsland voor deze kwestie heeft ongetwijfeld bijgedragen aan de nadruk in het wetgevingsproces op het uitsluiten van 'ontduikingsmogelijkheden' van de meldplicht in de overnamecontext.

### Frankrijk

In Frankrijk moet de houder van kapitaalbelang en/of zeggenschap die de drempelwaarden 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33½%, 50%, 66⅔%, 90% of 95% bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt binnen vier dagen een melding maken bij de Autorité des Marchés Financiers (hierna: AMF). Het Franse vennootschapsrecht kent ook de mogelijkheid voor beursvennootschappen om additionele drempelwaarden in de statuten op te nemen. Bij het bereiken of overschrijden van bepaalde waarden (10%, 15%, 20% of 25%) is de houder van het kapitaalbelang en/of de zeggenschap verplicht zijn intenties te melden met betrekking tot de vennootschap waarin het belang wordt gemeld. Net als in Nederland dienen de verschillende subcategorieën van zeggenschap of kapitaalbelang bij elkaar te worden opgeteld; zo moeten bijvoorbeeld de stemmen van een partij waarmee men een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid volgt (*acting in concert*), worden opgeteld bij de stemmen

waar men zelf over beschikt (vergelijk art. 5:45 lid 5 Wft). Ten aanzien van CfDs, putopties, *cash settled equity swaps*, bepaalde indices of mandjes van aandelen of andere instrumenten waarmee een vergelijkbare *long* positie in een beursvennootschap wordt gecreëerd, moet de houder het nominale aantal aandelen waar het instrument op ziet, melden bij de AMF. Deze belangen hoeven niet te worden opgeteld bij het gemelde belang op basis van de 'reguliere' meldingsplicht en dienen alleen bij de AMF openbaar te worden gemaakt als er een 'reguliere' meldingsplicht bestaat. Er is nu een wetsvoorstel aanhangig waardoor houders van substantiële synthetische belangen (zelfstandig) meldingsplichtig worden. Het wetsvoorstel voorziet erin dat deze belangen opgeteld moeten worden bij reguliere kapitaalbelangen dan wel stemrechten. Het betreft een initiatiefwetsvoorstel ingediend door een lid van de Franse Senaat. Directe aanleiding was de gerucht makende manier waarop modeconcern LVMH zijn strategische belang in concurrent Hermès opbouwde. LVMH meldde eind oktober 2010 uit het niets een kapitaalbelang van meer dan 17% in Hermès. Dit was mogelijk doordat LVMH gedurende ongeveer tien jaar een belang van vlak onder 5% in Hermès had aangehouden. Bovendien was LVMH sinds februari 2008 aan het *stakebuilden* door het innemen van *long positions* in *cash settled equity swaps*. In oktober 2010 kwamen LVMH en de banken waarmee zij de swapovereenkomsten was aangegaan, overeen dat de *equity swaps* niet langer cash maar fysiek afgewikkeld moesten worden. Dat veroorzaakte een meldingsplicht op grond van het *Règlement général* van de AMF, waardoor LVMH zowel Hermès als de markt en de AMF verraste. Het wetsvoorstel ligt nu bij het parlement, waar nog gesproken wordt over de vraag of de synthetische belangen door middel van *cash settled* instrumenten mee zouden moeten tellen voor de verplichting tot het doen van een verplicht bod. Volgens de AFM overweegt de AMF om in Frankrijk de melding van belangen door middel van *cash settled* instrumenten op *delta adjusted* basis te laten plaatsvinden.<sup>25</sup>

### Slotopmerking

Het doel van de meldingsregels is het bevorderen van de transparantie van effectenmarkten. Ik verwacht dat de wetswijziging hieraan bij zal dragen. Een meldingsplicht voor houders van *cash settled* instrumenten die daarmee een substantieel belang in een uitgevende instelling houden, zal leiden tot een efficiëntere koersvorming en meer vertrouwen in de markt. De wetswijziging is ook uit oogpunt van corporate governance toe te juichen, nu een uitgevende instelling en haar stakeholders meer inzicht hebben in de identiteit van de kapitaalverschaffers van de uitgevende instelling. Alhoewel de nieuwe regels het lastiger maken om met behulp van synthetische belangen een sluipovername te plegen of om de *free float* in een uitgevende instelling te manipuleren, is er door de wetgever en de AFM één gat achtergelaten. Vanwege de keuze voor een *delta adjusted* methode voor het berekenen van de omvang van de

25. Feedback Statement Concept Beleidsregel aangaande de methodiek voor het berekenen van het aantal aandelen waarop financiële instrumenten betrekking hebben en een meldingsplicht bij indices en mandjes, p. 4.

melding voor het synthetische belang is de 'Schaeffler/Continental-route' voor overnemers in een Nederlandse uitgevende instelling niet afgesloten. Door het gebruik van *cash settled* instrumenten met een lage delta (zoals *cash settled calloptions* met een hoge uitoefenprijs) is de verrassingsstrategie die Schaeffler toepaste immers nog altijd mogelijk. Uit de toelichting van het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft volgt dat voor het eerst is stilgestaan bij de problematiek van de meldingsplicht voor synthetische instrumenten in de context van 'beursovervallen'.<sup>26</sup> Kennelijk wordt aan dit aspect door de wetgever en de AFM thans minder zwaar getild.<sup>27</sup> Het komt goed uit dat de laagste meldingsdrempel in artikel 5:38 lid 3 Wft (naar verwachting in juli 2012) wordt verlaagd naar 3%.<sup>28</sup>

---

26. Stb. 2008, 578, p. 19.

27. Zie Kamerstukken II 2010/11, 32 783, nr. 3, p. 2 voor een verwijzing naar de Schaeffler/Continental-casus.

28. Zie het bij Koninklijke boodschap van 18 juli 2009 ingediende voorstel van wet 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 (Kamerstuk 32 014).