

“Disaggregation” inzake meldingsplicht en verplicht bod

1. Inleiding

Volgens de meldingsregeling voor substantiële belangen in hoofdstuk 5.3 Wft moeten aandelen en stemrechten van dochtermaatschappijen worden toegerekend aan hun moeder. Gelet op de controlerende rol van de moeder zal deze toerekening doorgaans gerechtvaardigd zijn. In de praktijk komen echter situaties voor waarin toerekening onredelijk is en zelfs afbreuk kan doen aan de met de transparantieregels beoogde duidelijkheid voor beleggers. Een van deze situaties betreft onderdelen in een groep die, bijvoorbeeld door *Chinese walls*, een autonome positie innemen en derhalve niet zijn onderworpen aan de centrale leiding. Art. 12 van de Transparanti Richtlijn¹ introduceerde voor dergelijke situaties een geclausuleerde uitzondering op de toerekeningshoofregel.² In Nederland is deze zgn. *disaggregation rule* geïmplementeerd in art. 5:45 lid 10 Wft.

Opmerkelijk genoeg kent de verplicht bodregeling, die eveneens voorziet in toerekening van stemrechten in concernverhoudingen, geen disaggregation-regel. In dit verband is interessant dat ESME, het adviescollege van de Europese Commissie op het gebied van de financiële markten, in een recent rapport onder meer de invoering van een disaggregation-regel in de overnamerichtlijn in overweging heeft gegeven.³ In Nederland werd een dergelijke regel al eerder geopperd, maar hiervoor zag de regering destijds onvoldoende noodzaak.

In paragraaf 2 bespreek ik in het kader van de meldingsplicht: de regels voor toerekening (par. 2.2 en 2.3), de ratio en reikwijdte van de disaggregation-regel (par. 2.4 en 2.5), de voorwaarden die hieraan worden gesteld krachtens recent geïmplementeerde uitvoeringsbepalingen (par. 2.6) en enkele aspecten van toezicht en handhaving (par. 2.7). In paragraaf 3 komen de toerekeningsregels van het verplicht bod aan de orde (par. 3.1), de vraag of ook in het kader van het verplicht bod in disaggregation moet worden voorzien (par. 3.2) en de vormgeving hiervan (par. 3.3 en 3.4).

2. Disaggregation inzake de meldingsplicht

Volgens art. 5:45 lid 10 Wft vindt geen toerekening plaats als de desbetreffende dochtermaatschappij of “gecontroleerde onderneming” (zie hierna) een beheerder van beleggingsinstellingen of vermogensbeheerder is. Zie par. 2.5 over de reikwijdte van deze uitzondering. In beide gevallen geldt dat de (vermogens)beheerder de stemrechten waarover hij beschikt naar eigen goeddunken moet kunnen uitbrengen (zie nader par. 2.6).

2.1. Het begrip gecontroleerde onderneming

Alvorens in te gaan op de toerekeningsregels besteed ik aandacht aan het daarin belangrijke begrip “gecontroleerde onderneming”. Volgens de definitie in art. 1:1 Wft moet hier onder worden verstaan: dochtermaatschappij in de zin van art. 2:24a BW⁴ of onderneming waarover een persoon overheersende zeggenschap kan uitoefenen. De term overheersende zeggenschap

¹ 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 (*PbEG* 2004, L 390/38).

² Zie ook preambule 21. Deze uitzondering is overigens pas opgenomen bij amendement (92-93) van het Europees Parlement, 2003/0045(COD), p. 53-54, hetgeen de hand van “de lobby” doet vermoeden.

³ ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/esme_paper_on_disaggregation_of_shareholdings.pdf.

⁴ Hierover uitgebreid G.P. Roth, ‘De middellijke meldingsplicht in de Wet melding zeggenschap 96’, *WPNR* 2003/6517, p. 73-81.

dient ter omzetting van art. 2 lid 1 sub f onder iv Transparantierichtlijn waarin een gecontroleerde onderneming is omschreven als elke onderneming “waarover een natuurlijke persoon of juridische entiteit feitelijk een overheersende invloed of zeggenschap uitoefent”.⁵ De Engelse versie gebruikt voor het laatste de woorden: “dominant influence or control.”⁶ Kennelijk heeft de Minister dit gelezen als “overheersende invloed of overheersende zeggenschap”.⁷ De term overheersende zeggenschap lijkt voort te komen uit een misverstand. De onduidelijkheid wordt verder vergroot doordat de AFM de begrippen overheersende zeggenschap en overwegende zeggenschap zelfs als synoniem gebruikt.⁸ Gelet op de communautaire plicht tot richtlijnconforme interpretatie is de terminologie van de Transparantierichtlijn leidend.

Wanneer nu sprake is van overheersende invloed of zeggenschap is evenwel niet eenvoudig te bepalen. Zeker is dat hiermee de grenzen van de concerndimensie in het kader van de meldingsregeling (en de verplicht bodregeling, waarover par. 3.1) worden verlegd.⁹ Opgemerkt moet verder worden dat niet slechts rechtspersonen of vennootschappen als gecontroleerde onderneming kwalificeren, maar dat hieronder bijvoorbeeld ook een beleggingsfonds valt.

2.2. Toerekening

Toerekening van belangen van (vermogens)beheerders aan het hoofd van de groep vindt getrappt plaats. Zij houden immers niet rechtstreeks aandelen en stemrechten, maar middellijk, via de door hen beheerde beleggingsinstellingen of via een beheersovereenkomst met hun cliënten (zie hieronder).¹⁰ De eerste stap in het toerekenproces betreft toerekening van de door fondsen en cliënten gehouden belangen aan de (vermogens)beheerder. De tweede stap betreft toerekening van de toegerekende belangen van de (vermogens)beheerder aan de moeder.

Afgaand op de in beginsel openbare boetepraktijk van de AFM¹¹, lijken de toerekeningsregels niet tot grote problemen te leiden.¹²

Stap 1: toerekening aan (vermogens)beheerders

Eerst toerekening aan beheerders van beleggingsinstellingen. Onderscheid moet worden gemaakt tussen beheer van *beleggingsfondsen* en beheer van *beleggingsmaatschappijen*. Alleen de laatsten bezitten rechtspersoonlijkheid (art. 1:1 Wft). Bij beleggingsfondsen vindt toerekening plaats via art. 5:45 lid 7 Wft, dat bepaalt dat de stemrechten die in het fondsvermogen vallen via de bewaarder, als juridisch “eigenaar” van dat vermogen (art. 4:42 Wft), worden toegerekend aan de beheerder. Toerekening aan de beheerder van een beleggingsmaatschappij is mogelijk op grond van art. 5:45 lid 3 Wft. Als de beheerder het beleggingsbeleid bepaalt en beslist over de aan- en verkoop van beleggingen, dan kwalificeert de beleggingsmaatschappij

⁵ Kamerstukken II, 2007/08, 31 093, nr. 8, p. 17.

⁶ Voor andere taalversies H. Beckman, ‘Openbaar bod en de jaarrekening’, in: *Handboek openbaar bod* (Serie Onderneming & Recht deel 46), Deventer: Kluwer 2008, p. 1005.

⁷ Vgl. Beckman, *o.c.*, p. 1006. Zie over de terminologische wildgroei Beckman, *Ondernemingsrecht* 2009, 80, p. 339.

⁸ Wft-voorlichtingsbrochure voor aandeelhouders, p. 17, www.afm.nl.

⁹ Idem Kamerstukken II, 2007/08, 31 093, nr. 8, p. 17.

¹⁰ Vgl. Kamerstukken II, 2008/09, 31 746, nr. 3, p. 2: “Met betrekking tot het grensoverschrijdend stemmen is overigens nog van belang dat (rechten op) beursgenoteerde aandelen in de praktijk vaak worden gehouden via een keten van tussenpersonen. Het is in die gevallen vaak niet goed mogelijk voor de vennootschap om vast te stellen wie de daadwerkelijke investeerder («ultimate investor») is.”

¹¹ Zie art. 1:97 en 98 Wft. Zie hierover G. Roth, ‘De publicatie van boetes door de AFM en DNB’, *Ondernemingsrecht* 2009, 144, p. 612-620.

¹² Hoewel dit op zichzelf geen goede nalevingindicator is; de AFM houdt geen “hermetisch” toezicht. Zie voor twee recente praktijkgevallen waarin ten onrechte niet was toegerekend de boete aan BNP Paribas d.d. 2 september 2009 en de boete aan Lloyds d.d. 16 november 2009, www.afm.nl. Zie ook par. 2.7.

mijns inziens immers als gecontroleerde onderneming.¹³ Voor toerekening is niet van belang of de beheerder apart benoemd is of dat het bestuur van de beleggingsmaatschappij optreedt als beheerder.¹⁴

Dan toerekening aan vermogensbeheerders. Vermogensbeheerder is degene die een individueel vermogen beheert, i.e. het op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten of middelen ter belegging daarin (definitie art. 1:1 Wft). Op discretionaire basis wil zeggen dat slechts zgn. vrije hand-vermogensbeheer onder de definitie valt.¹⁵ In het kader van toerekening is van belang of de vermogensbeheerder in eigen naam handelt of in naam van zijn cliënt. Als de vermogensbeheerder als gevolmachtigde naar eigen goeddunken het stemrecht kan uitoefenen, vindt toerekening plaats via art. 5:45 lid 9 Wft.¹⁶ De vermogensbeheerovereenkomst zal hierover uitsluitel moeten geven.¹⁷ Als de vermogensbeheerder daarentegen, bijvoorbeeld als lasthebber, in eigen naam handelt voor rekening van zijn cliënt dan is er geen sprake van vertegenwoordiging krachtens volmacht, maar van middellijke vertegenwoordiging en mist art. 5:45 lid 9 Wft toepassing. De lasthebber zal in de regel bevoegd zijn in naam van de lastgever te handelen, maar noodzakelijk is dit niet.¹⁸ Als de vermogensbeheerder in eigen naam handelt dan vindt geen toerekening plaats; hij is immers rechtstreeks meldingsplichtig op grond van art. 5:45 lid 1 Wft. Wel vindt mogelijk toerekening aan zijn cliënten plaats via art. 5:45 lid 4 Wft. Zie par. 2.3 over de gevolgen van het voorgaande voor de meldingsplicht.

Stap 2: van (vermogens)beheerder naar moeder

De tweede stap is eenvoudiger. Als de (vermogens)beheerder kwalificeert als gecontroleerde onderneming moeten zijn (al dan niet toegerekende) belangen op grond van art. 5:45 lid 3 Wft worden toegerekend aan degene wiens gecontroleerde onderneming hij is.

2.3. Toerekening en meldingsplicht

Een belangrijke vraag is of toerekening met zich brengt dat de “eigenlijke” aandeelhouder, i.e. degene wiens belang wordt toegerekend, is vrijgesteld van melding. Alleen bij toerekening ex art. 5:45 lid 3 en lid 7 Wft geeft de wet zelf duidelijkheid. Een gecontroleerde onderneming wordt geacht niet te beschikken over aandelen of stemrechten omdat haar belangen worden toegerekend aan haar moeder.¹⁹ De moeder dient deze belangen als “middelijk” te melden.²⁰ Op het meldingsformulier moeten de namen van alle tussengelegen vennootschappen worden gemeld, zie art. 5 lid 1 sub h Besluit melding zeggenschap (Bmz) Wft.^{21, 22} In de praktijk wordt

¹³ Zie over deze rol van de beheerder C.M. Grundmann-Van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Bju 2010, p. 188 en 413. In beginsel geldt dit ook voor beheerders van beleggingsfondsen. Lid 7 derogert echter als *specialis* aan lid 3.

¹⁴ Vgl. Wissing, *Toezicht Financiële Markten* (Groene Serie), Deventer: Kluwer 2008, art. 1:1 Wft, aant. 41.5 (laatste alinea). In het laatste geval is deze “self-managed”. Alleen bij icbe-beleggingsmaatschappijen is een aparte beheerder verplicht, maar slechts bij een eigen vermogen tot €300.000 (art. 4:58 Wft).

¹⁵ D. Busch, in: *Handboek beleggingsondernemingen* (Serie Onderneming & Recht deel 51), Deventer: Kluwer 2009, p. 7-8; Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 99.

¹⁶ Corten en Van Schuppen, *TFM* (Groene Serie), art. 5:45 Wft, aant. 6.9. S. Perrick, ‘Melding van zeggenschap’, in: *Onderneming en financieel toezicht* (Serie Onderneming & Recht deel 40), Deventer: Kluwer 2007, p. 426.

¹⁷ Zie art. 4:89 lid 2 Wft jo art. 168 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgfo Wft).

¹⁸ Vgl. Asser/Tjong Tjin Tai 7-IV* 2009, nr. 228.

¹⁹ Vgl. art. 5:45 lid 3 tweede volzin Wft.

²⁰ Wft-voorlichtingsbrochure voor aandeelhouders, p. 18.

²¹ Besluit van 12 oktober 2006, Stb. 509 houdende regels ter uitvoering van hoofdstuk 5.3. van de Wet op het financieel toezicht voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen, laatstelijk gewijzigd op 18 december 2008, Stb. 581.

een en ander vaak met een organogram verhelderd. Als gezegd levert ook toerekening ex art. 5:45 lid 7 Wft geen problemen op, omdat is bepaald dat de bewaarder niet wordt geacht te beschikken over aandelen of stemmen. Op het meldingsformulier moet volgens de AFM wel worden gespecificeerd dat er is toegerekend op basis van dit artikel.²³

De overige bepalingen van art. 5:45 Wft regelen de gevolgen van toerekening niet expliciet. Laat bijvoorbeeld toerekening via art. 5:45 lid 9 Wft de meldingsplicht van de cliënten ex art. 5:45 lid 1 Wft onverlet? Dit is inderdaad het geval. Uit het systeem van de wet vloeit voort dat terzake van hetzelfde belang meerdere meldingsplichten kunnen ontstaan. De cliënt moet een rechtstreeks belang melden, de vermogensbeheerder een middellijk.²⁴ Uit de Transparantierichtlijn komt dit duidelijker naar voren omdat de aanhef van art. 10 de meldingsplicht *ook* van toepassing verklaart op de krachtens dat artikel toe te rekenen belangen.

2.4. De ratio van disaggregation

In haar rapport onderscheidt ESME twee categorieën waarin sprake kan zijn van autonome groepsonderdelen en toerekening dus onnodig is: Chinese walls en maatregelen ter bevordering van gediversifieerd portfoliomanagement. Chinese walls zijn (fysieke) barrières die voorkomen dat informatie tussen verschillende groepsonderdelen gedeeld wordt. Deze vormen een vast onderdeel van de procedures en maatregelen om belangenconflicten te beheersen waartoe voor (vermogens)beheerders krachtens de regels voor beleggingsondernemingen de verplichting bestaat.²⁵ Zie verder over Chinese walls par. 2.6.

Onafhankelijkheid van een groepsdeel kan ook een eigen keuze van de betreffende groep zijn. Een veelvoorkomend motief is de behoefte aan gediversifieerd portfoliomanagement, al dan niet met het oog op risicospreiding. Een voorbeeld van een structuur die kan worden gebruikt ter diversificatie van beleggingen is een paraplufonds.²⁶

Een geaggregeerde melding kan in deze situaties leiden tot een verkeerd signaal aan de markt, immers de genoemde constructies beogen nu juist het principe van centrale leiding te doorbreken. Zo ontstaat in de markt mogelijk de onjuiste perceptie dat een groep een belang opbouwt.²⁷ De disaggregation-regel vormt hierop een correctie.²⁸ In verband hiermee moet de disaggregation-regel niet ter discretie van de desbetreffende groep worden gelaten, zoals de Transparantierichtlijn doet.²⁹ In Nederland bestaat - mijns inziens terecht - geen keuzevrijheid, aangezien art. 5:45 lid 10 Wft de toerekenregel van lid 3 buiten toepassing verklaart.³⁰

2.5. Reikwijdte

Disaggregation bij beheer van beleggingsinstellingen

²² Vgl. art. 12 lid 1 sub b Transparantierichtlijn. Voor “dochtermaatschappij” moet hier richtlijnconform worden gelezen “gecontroleerde onderneming”.

²³ Meldingsformulier substantiële deelneming en aandelen met bijzondere statutaire rechten als bedoeld in afdeling 5.3.3. Wft - Deel 2, www.afm.nl. De grondslag voor deze eis is onduidelijk.

²⁴ Wft-voorlichtingsbrochure voor aandeelhouders, p. 37 en 52-53. Vgl. Perrick, *o.c.*, p. 422.

²⁵ Zie uitgebreid K.W.H. Broekhuizen, ‘Regulering van belangenconflicten’, in: *Handboek beleggingsondernemingen*.

²⁶ Zie hierover Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 408-409 en P. Klemann, ‘Beleggingsinstellingen nader belicht’, *Preadvies Vereniging voor Effectenrecht* (Serie vanwege het VHI deel 63), Deventer: Kluwer 2000, p. 76-79.

²⁷ Verslag over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot harmonisatie van 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 (2003/0045(COD)), p. 54.

²⁸ Over de wenselijkheid daarvan in het algemeen G.T.M.J. Raaijmakers, ‘De financiële markt en het ondernemingsrecht’, *Ondernemingsrecht* 2009, 104, p. 436.

²⁹ Volgens art. 12 lid 4 en 5 zijn marktpartijen “niet verplicht” hun deelnemingen samen te voegen.

³⁰ ESME 2009, p. 7 wijst op de bezwaren verbonden aan de keuzemogelijkheid van de Transparantierichtlijn.

Tussen beheerder en moeder vindt, onder bepaalde voorwaarden (zie par. 2.6) geen toerekening plaats mits de beheerder:

“een beheerder is die de stemmen die zijn verbonden aan de aandelen die worden gehouden door de beleggingsinstelling waarover hij het beheer voert, dan wel de stemmen waarover hij ingevolge het zevende lid, eerste volzin, wordt geacht te beschikken, naar eigen goeddunken kan uitbrengen” (art. 5:45 lid 10 sub a Wft)

Anders dan de Transparantierichtlijn geldt de Nederlandse disaggregation-regel ook voor beheerders van niet-icbe's^{31, 32}. Handelt Nederland in strijd met de richtlijn? Ik zou menen van niet. In het kader van de omzetting van de icbe-richtlijn³³ in 1990 heeft Nederland de meeste eisen zowel voor icbe's als voor niet-icbe's ingevoerd. De voor icbe's aanvullend geldende eisen³⁴ zijn uit transparantieoogpunt irrelevant; het maakt met andere woorden voor de transparantieregels niet uit of er sprake is van beheer van een icbe of niet-icbe. Een eventuele inbreuk- of (staats)aansprakelijkheidsprocedure zal hierop afstuiten.

Het in par. 2.2 besproken onderscheid in toerekening bij beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen komt terug in de disaggregation-regel omdat deze ziet op stemmen verbonden aan de aandelen die worden gehouden door de beleggingsinstelling waarover hij het beheer voert (beleggingsmaatschappij), dan wel de stemmen waarover hij ingevolge lid 7 kan beschikken (beleggingsfonds).³⁵

Overigens moet worden benadrukt dat de belangen van de beleggingsinstellingen onverkort worden toegerekend aan de beheerder; toerekening “lager” in de groep wordt dus niet geraakt door de disaggregation-regel. Deze laat bovendien andere toerekeningsnormen onverlet. Wanneer bijvoorbeeld twee beheerders onafhankelijk van hun moeder een overeenkomst sluiten die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk stembeleid als bedoeld in art. 5:45 lid 5 Wft, dan moeten hun beider belangen bij elkaar worden opgeteld.³⁶ Zie hierover ook par. 3.3.

Disaggregation bij vermogensbeheer

Evenmin hoeven de belangen van een vermogensbeheerder te worden toegerekend:

“[...] die de stemmen die zijn verbonden aan de aandelen waarover hij het beheer voert naar eigen goeddunken kan uitbrengen” (art. 5:45 lid 10 sub b Wft)

We zagen hiervoor dat met vermogensbeheer werd bedoeld op vrije hand-vermogensbeheer (par. 2.2). Als hiervan sprake is, dan valt de vermogensbeheerder in beginsel onder de reikwijdte van de disaggregation-regel. Wil disaggregation daadwerkelijk plaatsvinden, dan moet

³¹ Icbe's zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (definitie art. 1:1 Wft). Zie art. 2 lid 1 sub m Transparantierichtlijn. Zie over het verschil tussen icbe's en gewone beleggingsinstellingen Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 92-94.

³² De Transparantierichtlijn is in die zin beperkt omdat over een communautaire regeling inzake niet-icbe's geen overeenstemming mogelijk was, zie hierover Kamerstukken II, 1988/89, 21 127, nr. 3, p. 3.

³³ Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (*PbEU* 1985, L 375/3). Na herhaaldelijke aanpassingen vindt herschikking plaats in Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (*PbEU* 2009, L 302/32).

³⁴ Zie art. 2:67 lid 2 Wft.

³⁵ Vgl. M. van Schuppen, 'De Wet melding zeggenschap en kapitaalbelang in effectenuitgevende instellingen', *FR* 2006, p. 293.

³⁶ De AFM heeft recent haar beleid inzake art. 5:45 lid 5 Wft gewijzigd, zie de mededeling van 20 november 2009 en het nieuwe beleid in par. 3.5.8 Wft-voorlichtingsbrochure op www.afm.nl. Zie hierover *Ondernemingsrecht* 2010, 19, p. 110-114.

aan twee eisen zijn voldaan. In de eerste plaats moet er op de voet van art. 12 lid 5 Transparantierichtlijn sprake zijn van onafhankelijke stemrechtuitoefening ten opzichte van de moeder. In de tweede plaats moeten de vermogensbeheer-diensten onafhankelijk worden uitgevoerd van andere diensten.³⁷ De eerste eis is in art. 5:45 lid 10 sub b Wft geïmplementeerd en de tweede in art. 10 Bmz Wft.

Nu de twee uitzonderingen afzonderlijk besproken zijn, volgen thans enkele kwesties van gemeenschappelijk belang. In de literatuur is betoogd dat disaggregation alleen geldt voor de *stemmen* verbonden aan de aandelen die worden gehouden door de desbetreffende (vermogens)beheerder en dus niet tevens voor het kapitaalbelang dat door dezen wordt gehouden.³⁸ Ik vraag mij af of dit juist is. Weliswaar wordt in art. 5:45 lid 10 Wft aangeknoopt bij de mate van onafhankelijkheid inzake het *stemrecht*, maar art. 5:45 lid 3 Wft, dat buiten toepassing wordt verklaard, gaat over toerekening van stemmen én aandelen. Hierbij is van belang dat de Transparantierichtlijn enkel ziet op stemrechten, maar het de lidstaten wel is toegestaan om ook een meldingsplicht voor kapitaalbelangen in te voeren zoals in Nederland is gebeurd.³⁹ Als de meldingsregeling zich mede uitstrekt tot kapitaalbelangen dan ziet deze uitbreiding logischerwijs ook op disaggregation. Dit is ook geheel conform de ratio ervan.

Een tweede kwestie is of het, gelet op de ratio van disaggregation, juist is dat de reikwijdte is beperkt tot (vermogens)beheerders. In de totstandkoming van de Europese regels wordt niet aangegeven waarom niet ook andere entiteiten voor disaggregation zouden kunnen opteren. Daartoe strekkende uitbreiding van de nationale disaggregation-regel is niet toegestaan. Aangezien de Transparantierichtlijn het karakter van minimumharmonisatie heeft⁴⁰, kunnen de lidstaten wel striktere maatregelen nemen, maar niet minder strikte. Hoewel ESME's rapport bewust is beperkt tot disaggregation zoals thans geregeld in de Transparantierichtlijn⁴¹ spreekt er een zekere voorkeur uit voor een ruimere disaggregation-regel.

De laatste kwestie die ik hier aan de orde wil stellen is dat de onafhankelijkheidseisen onverminderd gelden indien de moedermaatschappij rechtstreeks heeft belegd in een van de beleggingsinstellingen waarin zij ook, via de door haar gecontroleerde beheerder een middellijk belang heeft.⁴² Nederland heeft, anders dan de Transparantierichtlijn, voor deze situatie geen afzonderlijke regeling opgenomen. Art. 5:45 lid 10 Wft lijkt mij echter voldoende algemeen geformuleerd om ook deze situatie te bestrijken. Art. 8b lid 4 sub c Bmz Wft stelt als nadere eis dat er een duidelijk en schriftelijk mandaat is voor een onafhankelijke cliëntrelatie tussen moeder en gecontroleerde onderneming.

2.6. Nadere voorwaarden

Art. 10 van de Uitvoeringsrichtlijn van 8 maart 2007⁴³ verduidelijkt enerzijds de toepassingsvoorwaarden van de disaggregation-regel en stelt anderzijds nadere voorwaarden. Deze bepa-

³⁷ Zie CESR's Technical advice on possible implementing measures of the Transparency Directive, CESR 05-407, no. 219 (www.cesr.eu). In art. 12 lid 5 tweede gedachtestreepje wordt geëist dat de stemrechten alleen op instructie van cliënten mogen worden uitgeoefend. Deze eis is in Nederland niet geïmplementeerd.

³⁸ Van Schuppen, *o.c.*, p. 293.

³⁹ Commission Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC, SEC(2008) 3033, p. 26.

⁴⁰ *Idem*, p. 4.

⁴¹ Zie de notulen van de vergadering van 9 december 2008, www.ec.europa.eu/internal_market/securities.

⁴² Art. 12 lid 4 en 5 tweede alinea Transparantierichtlijn. *Idem* CESR 05-407, no. 213.

⁴³ Richtlijn 2007/14/EG van de Commissie van 8 maart 2007 tot vaststelling van concrete uitvoeringsvoorschriften van een aantal bepalingen van Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (*PbEG* 2007, L 69/27).

ling is uiteindelijk⁴⁴ geïmplementeerd in art. 8b Bmz Wft.⁴⁵ Vooraf moet nog worden opgemerkt dat de nadere voorwaarden uit art. 8b Bmz Wft niet zien op het bepaalde in art. 10 Bmz Wft (zie eerder par. 2.5 onder “Disaggregation bij vermogensbeheer”).⁴⁶ Dit ligt ook niet voor de hand omdat art. 10 Bmz Wft een andersoortige onafhankelijkheidseis stelt dan art. 8b Bmz Wft en deze bovendien al wordt gewaarborgd door de belangenconflictregele voor beleggingsondernemingen (zie eerder par. 2.4).⁴⁷

2.6.1. Onafhankelijkheid

Krachtens art. 8b Bmz Wft dient de (vermogens)beheerder het stemrecht onafhankelijk van haar moedermaatschappij of degene met overwegende zeggenschap⁴⁸, te kunnen uitoefenen.⁴⁹ Op verzoek van de toezichthoudende autoriteit moet bovendien worden aangetoond dat i) de organisatorische structuur zodanig is dat de gecontroleerde onderneming het stemrecht naar eigen goeddunken kan uitbrengen; ii) de personen die beslissen over de wijze waarop de stemrechten worden uitgeoefend onafhankelijk opereren; en, iii) de moeder met de gecontroleerde onderneming is overeengekomen dat zij geen informatie zullen uitwisselen met betrekking tot de uitoefening van de stemrechten (art. 8b lid 4 Bmz Wft).

Wat betekent dit concreet? Een personele unie tussen de (vermogens)beheerder en de moederonderneming zal in ieder geval aan disaggregation in de weg staan.⁵⁰ Hoewel CESR's advies⁵¹ om dit tot uitdrukking te brengen in de Uitvoeringsrichtlijn niet is overgenomen, wordt een personele unie mijns inziens door zowel sub i) als sub ii) geraakt. Minder zekerheid bestaat ten aanzien van statutaire of contractuele beïnvloedingsmogelijkheden. In de toelichting op het Bmz Wft noemt de Minister als voorbeeld van een situatie die niet voldoet aan de onafhankelijkheidsvoorwaarde een statutaire bepaling “op basis waarvan de gecontroleerde onderneming met betrekking tot de door haar beheerde stemmen afhankelijk is van haar moeder.”⁵² De meest voor de hand liggende afhankelijkheid waar de Minister hier op doelt, betreft het statutaire goedkeurings- en/of instructierecht. Echter, aannemelijk is dat ook buitenstatutaire beïnvloedingsmogelijkheden, zoals een beheerovereenkomst⁵³, aan disaggregation in de weg staan.

Een belangrijke vraag in dit verband is of Chinese walls voldoende grondslag vormen voor disaggregation. In het kader van de belangenconflictregele uit hoofdstuk 4 Wft en het Bgfo Wft worden zij niet als sluitend gezien. Chinese walls zijn bovendien *informatiebarrières*. Aan de ene kant moet worden erkend dat informatie voor het voeren van een coherent concernbeleid informatie onontbeerlijk is⁵⁴, maar anderzijds kan niet worden volgehouden dat dergelijke

⁴⁴ Via het Besluit uitvoeringsrichtlijn transparantie uitgevende instellingen Wft van 16 december 2008, Stb. 578.

⁴⁵ Hiermee is de discussie of art. 5:45 lid 10 Wft al gold voordat art. 8b Bmz Wft in werking trad, een theoretische geworden. Zie Perrick, *o.c.*, p. 421; Corten en Van Schuppen, *TFM* (Groene Serie), art. 5:45 Wft, aant. 6.10.

⁴⁶ Vgl. Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 413 die zich afvraagt wat de zin van art. 10 Bmz Wft is.

⁴⁷ Idem CESR 05-407, no. 219.

⁴⁸ Bedoeld zal zijn “overheersende zeggenschap”. Zie eerder par. 2.1.

⁴⁹ Ondanks kritiek van de AFM wordt in afwijking van de Uitvoeringsrichtlijn niet gespecificeerd dat de moederonderneming geen directe of indirecte instructies mag geven of zich op andere wijze mag bemoeien met de stemrechtuitoefening, zie haar consultatiereactie, p. 5, www.minfin.nl.

⁵⁰ Vgl. Kamerstukken II, 1988/89, 21 127, nr. 3, p. 17 over personele unies in het kader van de onafhankelijkheid van de bewaarder ten opzichte van de beheerder (thans geregeld in art. 4:42 sub a en art. 4:56 lid 1 Wft).

⁵¹ CESR 05-407, no. 242.

⁵² Toelichting Bmz Wft, Stb. 2008, 578, p. 34.

⁵³ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 831 en 833; Bartman/Dorresteyn, *Van het concern*, Deventer: Kluwer 2009, IV.1.4. e.v.

⁵⁴ Vgl. J.W. Winter, ‘Venootschapsrecht en moderne technologie’, *Preadvies Vereniging Handelsrecht*, Deventer: Kluwer 2001, p. 118 e.v.

informatiebarrières daadwerkelijk waarborgen voor onafhankelijkheid bieden.⁵⁵ In het licht van het voorgaande is het vreemd dat de Uitvoeringsrichtlijn bepaalt dat de organisatorische structuur minimaal procedures bevat die redelijkerwijs voorkomen dat met betrekking tot de uitoefening van stemrechten informatie wordt uitgewisseld tussen de moeder en de (vermogens)beheerder.⁵⁶ In art. 8b lid 4 Bmz Wft komt dit terug, niet als verduidelijking van de eerste eis, zoals in de Uitvoeringsrichtlijn, maar als aanvulling op de overige eisen.

De voorgaande opmerkingen betroffen regelingen die de onafhankelijkheid van de gecontroleerde onderneming bedreigen. Van de andere kant zijn ook statutaire regelingen denkbaar juist ter *waarborging* van de onafhankelijkheid. Zo zou bepaald kunnen worden dat het bestuur van de desbetreffende (vermogens)beheerder geen instructies zal aanvaarden inzake de uitoefening van door hem gehouden stemrechten. Deze “versterkte bestuursautonomie” heeft tot gevolg dat de desbetreffende entiteit op een zekere afstand wordt geplaatst. Hetzelfde wordt bereikt middels een bepaling die voorschrijft dat benoeming en ontslag van het bestuur de goedkeuring van een onafhankelijke RvC behoeft.⁵⁷

Ten slotte rijst de vraag hoe moet worden omgegaan met zogenaamde informele beïnvloedingsmogelijkheden. Heersende leer is dat uit een concernverhouding een zekere machtspositie voor de moeder voortvloeit, ook als hieromtrent niets is vastgelegd. De mogelijkheid tot beïnvloeding vloeit voort uit de ontslagbevoegdheid van de moeder.⁵⁸ Mede gelet hierop dient te worden vastgesteld dat voor disaggregation niet voldoende is dat er een onafhankelijkheid waarborgende organisatiestructuur *is*, maar is daarnaast vereist dat deze ook naar behoren *werkt*. Dit komt eveneens naar voren uit art. 8b lid 1 Bmz Wft. Bovendien strookt dit met de jurisprudentie inzake de civielrechtelijke en strafrechtelijke aansprakelijkheid bij disfunctionerende Chinese walls. Voor niet-aansprakelijkheid is vereist dat de Chinese wall ook daadwerkelijk het verspreiden van de informatie onmogelijk heeft gemaakt.⁵⁹ De AFM zal steekproefsgewijs (moeten) controleren of de Chinese walls hun werk doen (zie ook par. 2.7).

2.6.2. Melding en verklaring

Aan de AFM moeten de naam van de desbetreffende gecontroleerde onderneming en de naam van de toezichthoudende instantie c.q. het feit dat er geen toezichthoudende instantie is op die gecontroleerde onderneming, worden gemeld.⁶⁰ Daarnaast dient de moeder te verklaren dat haar gecontroleerde onderneming naar eigen goeddunken de stemmen kan uitbrengen die zijn verbonden aan de aandelen die zij beheert.⁶¹ Op de website van de AFM is een standaardmeldingsformulier te vinden. Ten aanzien van bovengenoemde gegevens geldt een voortdurende bijwerkverplichting (art. 8b lid 3 Bmz Wft).

2.7. Toezicht en handhaving

⁵⁵ Zie CESR 05-407, no. 229. Idem Broekhuizen, *o.c.*, p. 426; E.A. Moens, ‘Belangentegenstellingen en Chinese Walls: ain’t no mountaing high enough?’, *Tijdschrift voor Compliance* 2002, p. 27; M.C.M. van Dijk, *Chinese Muren*, NIBE-SVV 2001, p. 12-13.

⁵⁶ Vgl. CESR 05-407, no. 241.

⁵⁷ Over de toelaatbaarheid van een dergelijke bepaling Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 432. De suggestie van een onafhankelijke raad van commissarissen ter voorkoming van belangenconflicten is niet nieuw, zie Bank-verzekeraars moeten hun stemmacht afsplitsen, HFD 21 september 2004.

⁵⁸ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 832.

⁵⁹ Vgl. Van Dijk *o.c.*, p. 33-46. Vgl. in het kader van voorwetenschap Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 383.

⁶⁰ Art. 8b lid 2 sub a en b Bmz Wft. Taalkundig juist is: “het feit dat geen instantie toezicht houdt op die gecontroleerde onderneming.” In Kamerstukken II, 2008/09, 32 036, nr. 2 (Wijzigingswet financiële markten 2010) wordt een soortgelijke vrijstellingsvermelding geïntroduceerd inzake de vergunning- en prospectusplicht. Zie naar aanleiding hiervan de recente consultatie van de AFM op www.afm.nl.

⁶¹ Art. 8b lid 2 sub c Bmz Wft. Ook deze eis behoeft herformulering. Er staat nu: degene wiens gecontroleerde onderneming [...], meldt aan de AFM [...] een verklaring [...].

Indien niet langer wordt voldaan aan de vereisten voor disaggregation, met inbegrip van de hierboven besproken melding en verklaring, moeten aandelen en stemrechten worden toege-rekend conform de hoofdregel. Wordt beide nagelaten dan kan de AFM handhavend optreden terzake van schending van zowel art. 5:38 als art. 5:39 Wft. Zij kan de moeder, op wie immers de meldingsplicht rust (zie eerder par. 2.3), een aanwijzing geven om alsnog een juiste mel-ding te doen.⁶² Wordt ook hieraan niet voldaan, dan kan de AFM zelf zorgdragen voor opna-me van de juiste gegevens ex art. 5:51 lid 3 Wft. Waarschijnlijk zal de AFM in een dergelijk geval ook een bestuurlijke boete opleggen. Strikt genomen zou zij bij schending van de toere-keningshoofdregel van art. 5:45 lid 3 Wft in verbinding met art. 5:38 én 5:39 Wft ook twee boetes moeten opleggen.⁶³ Uit enkele boetebeschikkingen blijkt echter dat zij de soep zo heet niet eet.⁶⁴ De in de praktijk zelden opgelegde civiele en strafrechtelijke sancties laat ik hier onbesproken.

Onduidelijk is hoe scherp de AFM in de praktijk toezicht houdt op de naleving van de dis-aggregation-regel. Het is ook twijfelachtig of de AFM hiertoe een wettelijke verplichting heeft.⁶⁵ Dit geldt ook inzake de vraag of de AFM, als zij een overtreding heeft geconstateerd, een beginselplicht tot handhaving heeft.⁶⁶ Het voorgaande daargelaten zou ik, gelet op het feit dat de disaggregation-melding (par. 2.6.2) dient ter facilitering van het toezicht, willen aan-nemen dat in ieder geval de eerste melding aanleiding zou moeten vormen voor nader onder-zoek. Hoewel de Uitvoeringsrichtlijn en het Nederlandse recht geen onderzoeksplicht voor de nationale toezichthouder bevatten, valt uit considerans 12 wel een aansporing te lezen: “Al-leen moederondernemingen die kunnen aantonen dat hun beheermaatschappijen of beleg-gingsondernemingen aan afdoende voorwaarden van onafhankelijkheid voldoen, mogen wor-den vrijgesteld van de verplichting om belangrijke deelnemingen samen te voegen [...]” Na-dien kan de AFM, afgezien van wijzigingen in de oorspronkelijke melding, volstaan met steekproefsgewijze controle.

3. Disaggregation inzake het verplicht bod

Alvorens de wenselijkheid (par. 3.2) en de uitwerkingsmogelijkheden (par. 3.3) van een dis-aggregation-regel inzake het verplicht bod te bespreken, sta ik kort stil bij de toerekeningsre-gels. Er bestaat inzake het verplicht bod geen complex van specifieke toerekenbepalingen zo-als art. 5:45 Wft in het kader van de meldingsplicht. Gelet op het bestek van deze bijdrage laat ik de vraag onbeantwoord of niet moet worden nagedacht over invoering van een regeling zo-als art. 5:45 Wft.

3.1. Toerekening als hoofdregel

⁶² Art. 5:51 lid 1 Wft.

⁶³ Hetgeen onder het nieuwe boetestelsel neerkomt op 2 x €500.000 (basisbedrag), zie art. 1:81 lid 2 Wft jo art. 10 Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, Stb. 2009, 329.

⁶⁴ Zie de eerder aangehaalde boetebeschikkingen inzake Lloyds en BNP. De in dit geval van meerdaadse samen-loop geïndiceerde evenredigheidstoets lijkt hier impliciet te zijn aangelegd. Zie hierover A.J.P. Tillema en C.A. Doets, ‘Bestuursrechtelijke handhaving’, in: *Onderneming en financieel toezicht*, p. 521-521.

⁶⁵ In de discussie hierover wordt onderscheid gemaakt tussen algemeen en concreet toezicht. In het kader van het aangrenzende leerstuk van de toezichthouderaansprakelijkheid wordt aangenomen dat er weliswaar geen alge-mene controleplicht bestaat, maar dat bij al dan niet geobjectiveerde wetenschap van niet-naleving actief toezicht en ingrijpen veelal wel vereist is, zie hierover D. Busch, *Aansprakelijkheid van financiële toezichthouders*, Nij-megen: Ars Aequi 2010, par. 5.4(iv) (verschijnt binnenkort).

⁶⁶ Zie in bevestigende zin Grundmann-Van de Król, *o.c.*, p. 657 en Tillema/Doets, *o.c.*, p. 524-525. Zie voor een geval waarin de plicht tot een zorgvuldige belangenafweging (art. 3:4 lid 1 Awb) prevaleerde boven handhaving in het prudentiële toezichtkader CBb 10 november 2005, JOR 2006/47 m.nt. Maatman. Deze kwestie speelt ook in het kader van de toezichthouderaansprakelijkheid, zie Busch, *o.c.*, par. 5.2(i).

De verplicht bodregeling kent twee toerekenbepalingen. In de eerste plaats is er toerekening via de acting in concert-bepaling van art. 1:1 Wft: personen die samenwerken om de controle te verwerven handelen in onderling overleg als gevolg waarvan hun stemrechten aan elkaar moeten worden toegerekend. Volgens de acting in concert-definitie worden in elk geval geacht in onderling overleg te handelen - kort gezegd - groepsmaatschappijen in de zin van art. 2:24b BW en natuurlijke personen, rechtspersonen of vennootschappen met hun gecontroleerde ondernemingen. Op grond van deze bepaling moeten alle stemrechten binnen de groep bij elkaar worden opgeteld. Als het totaal meer dan 30% beloopt, zijn in beginsel⁶⁷ alle groeps-onderdelen biedplichtig. Vanwege de woorden "in elk geval" doen de overige elementen uit de definitiebepaling er niet meer toe.⁶⁸ Dus ook als de door de groep als geheel gehouden zeggenschap meer dan 30% bedraagt, terwijl geen enkel groepsonderdeel de intentie heeft om de controle te verwerven, dan nog zal er een biedplicht ontstaan. Zie nader over deze intentie par. 3.3.

Daarnaast kan er worden toegerekend via de figuur van de middellijke verkrijging van overwegende zeggenschap. Volgens art. 5:70 Wft ontstaat een biedplicht als rechtstreeks of *middellijk* overwegende zeggenschap⁶⁹, wordt verkregen; stemrechten van een dochtermaatschappij worden zo aan de moeder toegerekend.⁷⁰ Aangezien naar Nederlands recht niet duidelijk is welke toegevoegde waarde de figuur van de middellijke verkrijging van overwegende zeggenschap heeft naast de zeer ruime acting in concertregeling⁷¹, zal deze verder buiten beschouwing blijven.

Net als in de meldingsregeling verloopt toerekening van belangen van (vermogens)beheerders aan het groepshoofd getrapd.

Stap 1: toerekening aan (vermogens)beheerder

Bij de eerste stap, toerekening van de aan de beleggingen verbonden stemrechten aan de (vermogens)beheerder, moet wederom onderscheid worden gemaakt tussen beheerders van beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders. Beleggingsinstellingen zullen doorgaans als door hun beheerder gecontroleerde onderneming kwalificeren (zie eerder par. 2.2). Als de beleggingsinstelling *niet* als gecontroleerde onderneming kwalificeert, is voor de toerekeningsvraag het volgende van belang. Beleggingsfondsen en icbe's hebben een verplichte bewaarder⁷² welke de juridisch gerechtigde tot de aandelen is. Bij gebreke van een regeling zoals art. 5:45 lid 7 Wft zouden de stemrechten in beginsel moeten worden toegerekend aan de bewaar-

⁶⁷ Art. 5:71 lid 1 sub h Wft bevat een vrijstelling bij gelijktijdige verwerving van overwegende zeggenschap, met dien verstande dat de biedplicht rust op degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen.

⁶⁸ Vgl. Kamerstukken II, 2004/05, 30 419, nr. 3, p. 24.

⁶⁹ Dit is het kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten (art. 5:70 jo art. 1:1 Wft (definitie overwegende zeggenschap)).

⁷⁰ In Duitsland en Spanje worden stemrechten in concernverband aldus (en niet via acting in concert) toegerekend, zie respectievelijk § 2 Abs. 6 jo § 30 Abs. 1 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) en art. 60 Ley del Mercado de Valores. In België hanteert men weer een ander systeem. Er zijn weliswaar specifieke bepalingen inzake concerntoerekening (art. 50, § 2 en 3 Koninklijk besluit op de openbare overnamebiedingen), maar deze verbonden personen worden weer geacht in onderling overleg te handelen (art. 3, § 2 Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen (Overnamewet) en art. 1, § 2, 5° Koninklijk besluit op de openbare overnamebiedingen (Overnamebesluit)). Als de desbetreffende dochtermaatschappij tevens als houdsteronderneming (art. 1, § 2, 6° Overnamebesluit) kwalificeert, gelden weer andere toerekeningsregels (zie art. 51 Overnamewet).

⁷¹ Zie hierover *Ondernemingsrecht* 2009, 99, p. 417.

⁷² Respectievelijk art. 4:42 sub a en 4:56 Wft.

der. In art. 5:71 lid 1 sub j Wft is echter een vrijstelling opgenomen voor de “bewaarnemer”⁷³ die de aan de aandelen verbonden stemrechten niet naar eigen goeddunken kan uitoefenen.⁷⁴ Doorgaans zal dit het geval zijn, omdat de beheerder krachtens de fondsvoorwaarden c.q. statuten gerechtigd is het stemrecht uit te oefenen.

Geldt het bovenstaande ook voor stemrechten die vermogensbeheerders houden voor cliënten?⁷⁵ Een expliciete regeling ontbreekt. Ik zou echter menen dat ook inzake het verplicht bod geldt dat degene die als gevolmachtigde of anderszins het stemrecht naar eigen goeddunken kan uitoefenen, als rechthebbende op het stemrecht moet worden gezien. Bij overwegende zeggenschap gaat het immers om het *kunnen* uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten. Voor de vraag wie in de verhouding vermogensbeheerder-cliënt het stemrecht kan uitoefenen moet worden gekeken naar de beheerovereenkomst (zie eerder par. 2.2).

Stap 2: van (vermogens)beheerder naar moeder

De tweede stap betreft het “door-toerekenen” van de stemrechten van de (vermogens)beheerder aan hun moeder. Indien zij kwalificeren als gecontroleerde onderneming worden zij op hun beurt geacht in onderling overleg te handelen met hun moeder en worden dus alle stemrechten ook aan de moeder toegerekend.

3.2. Wenselijkheid disaggregation

Tijdens de parlementaire behandeling van de Reparatiewet Wft werd aan de Minister van Financiën gevraagd of niet ook voor het verplicht bod in disaggregation moest worden voorzien.⁷⁶ Hij zag hier destijds onvoldoende noodzaak voor.⁷⁷ Het advies van ESME is aanleiding om na te gaan of dit standpunt herzien moet worden. Daar komt nog bij dat ook in de literatuur wordt gepleit voor disaggregation.⁷⁸

Het feit dat er reeds in de meldingsregeling een disaggregation-regel is opgenomen, vormt op zichzelf onvoldoende rechtvaardiging. Aan disaggregation in de meldingsregeling liggen twee redenen ten grondslag: het ontbreken van een grondslag voor de meldingsplicht (er is immers geen controle door de moeder) en het verbeterde inzicht van beleggers in de werkelijke zeggenschapsverhoudingen. Laatstgenoemd “publiek belang” ontbreekt in de verplicht bodregeling. Hier speelt enkel de eerste reden. Daarbij moet wel worden aangetekend dat de consequenties van een verplicht bod veel zwaarder wegen dan die van een meldingsplicht. Met name het belang van de minderheidsaandeelhouders bij een exit via het verplicht bod is een belangrijke wegingsfactor.⁷⁹ Daar staat echter weer het belang tegenover van grootaandeelhouders om niet onnodig met de zwaarwegende consequenties van een biedplicht te worden geconfronteerd. Het is dit belang dat noopt tot invoering van een disaggregation-regel inzake het verplicht bod.

Bedacht moet evenwel worden dat een uitzondering van het verplicht bod, waarin (nog) niet is voorzien in de overnamerichtlijn, neerkomt op een verlichting daarvan. Dit is volgens de richtlijn slechts toegestaan indien daarbij de algemene beginselen van art. 3 lid 1 Overname-

⁷³ Het begrip bewaarneming is niet gedefinieerd. Aangezien de bewaarder voldoet aan hetgeen de Minister over bewaarneming opmerkte (Kamerstukken II, 2005/06, 30 419, nr. 3, p. 30) en niets noopt tot een andersluidende opvatting, meen ik dat onder bewaarnemer tevens moet worden verstaan bewaarder. Vgl. over de terminologische verwarring J.W.P.M. van der Velden, *Ondernemingsrecht* 2009, 173, p. 742-744.

⁷⁴ Art. 5:46 lid 2 sub a Wft bevat een soortgelijke vrijstelling van de meldingsplicht.

⁷⁵ Zoals A. Doorman, ‘Het verplicht bod’, in: *Handboek openbaar bod*, p. 512 en ESME 2009, p. 3 stilzwijgend aannemen.

⁷⁶ Kamerstukken II, 2007/08, 31 468, nr. 6, p. 4.

⁷⁷ Kamerstukken II, 2007/08, 31 468, nr. 7, p. 8.

⁷⁸ Doorman, *o.c.*, p. 512; De Brauw, *TFM* (Groene Serie), art. 5:71 Wft, aant. 7.2.1.

⁷⁹ ESME 2009, p. 5.

richtlijn in acht worden genomen.⁸⁰ Voorzover hier van belang houdt dit in dat disaggregation slechts is geoorloofd indien hiermee geen afbreuk wordt gedaan aan de middels het verplicht bod beoogde bescherming van minderheidsaandeelhouders.⁸¹

3.3. Vormgeving disaggregation-regel

De toetssteen moet dus zijn of afbreuk wordt gedaan aan de bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Naar mijn mening is hiervan geen sprake, als i) ten minste de onafhankelijkheidseisen uit de meldingsregeling worden overgenomen en ii) misbruik wordt uitgesloten.

Onafhankelijkheid

In par. 2 is aangegeven welke onafhankelijkheidseisen aan disaggregation in het kader van de meldingsplicht worden gesteld. Mijns inziens zijn er geen redenen om zwaardere eisen te stellen inzake het verplicht bod. De onafhankelijkheidseisen bij disaggregation inzake het verplicht bod kunnen dan ook door middel van een eenvoudige verwijzing naar het bij of krachtens art. 5:45 lid 10 Wft gestelde worden opgenomen. Een soortgelijke verwijzing is opgenomen in de definitie van “gekwalificeerde deelneming” in art. 1:1 Wft.⁸²

Misbruik

Volgens ESME zijn extra waarborgen nodig om misbruik te voorkomen. Aan de ene kant erkent zij dat de zeer ruime acting in concertregels al een “*robust protection*” bieden tegen ontduiking van het verplicht bod.⁸³ Anderzijds echter wil zij voorkomen dat de uitzondering wordt misbruikt door (vermogens)beheerders die controleverwerving beogen. Hiervoor draagt zij een aantal, op de Amerikaanse meldingsregels geïnspireerde, mogelijkheden aan.⁸⁴ Ten eerste zou disaggregation afhankelijk kunnen worden gesteld van de vraag of de investeringsbeslissingen passen in de *normale bedrijfsvoering* en zij niet gemotiveerd worden door de wens of het gevolg om een verandering of beïnvloeding van de controle van een uitgevende instelling. Ten tweede zouden beheerders verplicht kunnen worden te verklaren dat niet wordt gehandeld met het oogmerk van controleverwerving.⁸⁵ Als daarbij ook nog een externe audit of assessment wordt geëist, zou dit de taak van de toezichthouder vereenvoudigen.⁸⁶

ESME's vrees is naar mijn mening onterecht. Nadere waarborgen zijn niet nodig. Als men disaggregation opvat als uitzondering van *toerekening*, zoals ook in de meldingsregeling gebeurt, dan moet worden bedacht dat dit niet meteen inhoudt een uitzondering op het verplicht bod zelf. Goed mogelijk is immers dat degene met controle over de (vermogens)beheer meerdere gecontroleerde ondernemingen heeft via welke hij (middellijk) overwegende zeggenschap verkrijgt. Disaggregation in de verhouding holding-(vermogens)beheerder laat toerekening in de verhouding met andere gecontroleerde ondernemingen uiteraard onverlet. Ook is mogelijk dat de moeder van de (vermogens)beheerder direct overwegende zeggenschap houdt. Een uitzondering op het verplicht bod zou in beide gevallen onterecht zijn.

⁸⁰ Aldus art. 4 lid 5.

⁸¹ Vgl. M.P. Nieuwe Weme, *Het verplicht bod* (Serie vanwege het VHI deel 80), Deventer: Kluwer 2004, p. 63.

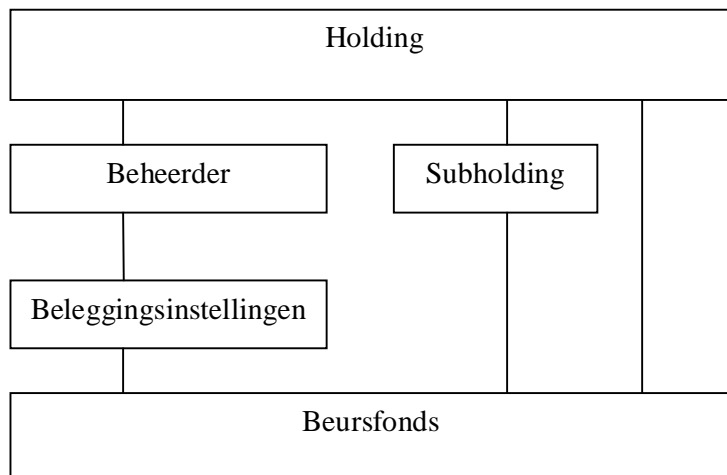
⁸² Vgl. Doorman, *o.c.*, p. 513.

⁸³ ESME 2009, p. 5.

⁸⁴ ESME 2009, p. 6. De formulering van de eerste optie lijkt ontleend aan section 13-D sub 5 Securities Exchange Act 1934. De tweede optie doet sterk denken aan het zgn. *certification*-vereiste van item 10 van het formulier waarop de (vereenvoudigde) melding uit hoofde van voornoemde section 13-D kan worden gedaan (“Schedule 13G”, zie www.sec.gov).

⁸⁵ Vgl. het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance om een meldingsplicht voor intenties in te voeren. In het wetsvoorstel dat thans voorligt, is de intentiemelding afgezwakt tot de verklaring of men al dan niet bezwaar heeft tegen de strategie, Kamerstukken II, 2008/09, 32 014, nr. 2.

⁸⁶ ESME 2009, p. 6.



Voorts moet worden bedacht dat uitzondering van toerekening tussen (vermogens)beheerder en holding toerekening elders in het groepsverband onverlet laat (zie eerder par. 2.5). Zo verandert er niets in de toerekening van de stemrechten van de fondsen omdat zij nog steeds als gecontroleerde onderneming kwalificeren. Waar disaggregation tussen Holding en Beheerder in een voorkomend geval wél voor zorgt is dat het groepsverband tussen Beheerder en Subholding komt te vervallen. Voor het zijn van een groep in de zin van art. 2:24b BW, waarnaar de definitie van acting in concert verwijst (zie eerder par. 3.1), is immers centrale of gemeenschappelijke leiding vereist.⁸⁷ Nu deze leiding ten aanzien van Beheerder wegvalt, kwalificeert hij niet meer als groepsmaatschappij van Subholding. Echter, ook hier geldt dat nog steeds toerekening mogelijk is als Beheerder en Subholding met elkaar in onderling overleg gaan handelen.⁸⁸

Een blik over de grens leert dat ook de twee lidstaten die reeds voorzien in disaggregation bij het verplicht bod zich beperkt hebben tot onafhankelijkheidseisen en geen nadere anti-misbruikregels stellen. In Duitsland heeft men bij het opnemen van een disaggregation-regel in de meldingsregeling⁸⁹ een exacte kopie hiervan overgenomen in de verplicht bodregeling.⁹⁰ Naar Duits recht wordt, mits is voldaan aan nadere regels inzake onafhankelijkheid⁹¹, de (vermogens)beheerder niet aangemerkt als dochteronderneming en is dus geen sprake van toerekening uit concernverhouding. In het Verenigd Koninkrijk tellen stemrechten van afdelingen van een bank of effectenhandelaar met zogenaamde *recognised intermediary status* niet mee voor de verplicht boddrempel, mits is voldaan aan bepaalde onafhankelijkheidsvoorwaarden.⁹² De betekenis van deze uitzondering is overigens beperkt; zij ziet slechts op belan-

⁸⁷ Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 816.

⁸⁸ Vgl. Doorman *o.c.*, p. 513.

⁸⁹ § 22 Abs. 3a Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

⁹⁰ Zie § 30 Abs. 3 WpÜG. De reden voor de gelijkshakeling was dat zo "Irritationen am Kapitalmarkt verhindert werden", BT-Drucks 16/2498, p. 57. Zie nader hierover H. Drinkuth, 'Gegen den Gleichlauf des Acting in Concert nach § 22 WpHG und § 30 WpÜG', ZIP 2008, p. 678.

⁹¹ Zie Verordnung zur Umsetzung der Richtlinie 2007/14/EG [...] vom 13. März 2008, Bundesgesetzblatt I, S. 408.

⁹² Note 3 bij de definitie van *recognised intermediary status* in verbinding met Note 16 bij Rule 9.1 in de Takeover Code. De voorwaarden voor de *recognised intermediary status* zijn opgesomd in Panel Response Statement 2005/03 van 21 april 2006, par. 10.21 e.v., www.thetakeoverpanel.gov.uk. Vgl. de voorwaarden voor informatiebarrières binnen deelnemers aan gesyndiceerde leningen aan een overnemende partij, die tevens aandelen houden in bieder of doelvennootschap, Practice Statement 2009/25 van 17 juni 2009.

gen die worden gehouden op basis van derivaten of opties.⁹³ In andere lidstaten (Italië, Frankrijk, België, Oostenrijk en Spanje) kent men geen disaggregation-regel voor het verplicht bod en bestaan, voorzover ik na kon gaan, geen plannen in die richting.

3.4. Toezicht en handhaving

Als we ervan uitgaan dat de disaggregation-regel wordt vormgegeven conform het voorgaande dan ontstaan enkele complicaties. De AFM is ontvanger van de meldingen ex art. 5:45 lid 10 Wft, terwijl de OK degene is die aan de hand van die meldingen moet beoordelen of partijen zich terecht op de uitzondering beroepen.⁹⁴ Theoretisch zou men dit kunnen ondervangen door de OK als geadresseerde aan te wijzen, maar dat acht ik ongewenst. Zij is als rechterlijke instantie niet berekend op een dergelijke administratieve taak en heeft bovendien geen bevoegdheden voor nader onderzoek naar de juistheid van de meldingen.

Meer voor de hand ligt een doorgeleidingsplicht voor de AFM.⁹⁵ Problematisch hierbij is echter dat de OK niet ambtshalve een biedplicht kan opleggen; in art. 5:73 lid 1 Wft is bepaald dat de OK op verzoek van de daar genoemde partijen een bevel tot het uitbrengen van een openbaar bod oplegt. Het moet dus komen van belanghebbenden. Echter, de meldingen uit hoofde van art. 5:45 lid 10 Wft worden door de AFM niet openbaar gemaakt. Hoe weten belanghebbenden dan dat er disaggregation plaatsvindt? Deze kwestie kan op twee manieren worden opgelost. De ene oplossingsrichting betreft een publicatieverplichting inzake disaggregation-meldingen/verklaringen voor de AFM. Aan de hand van deze gegevens kunnen belanghebbenden die menen dat de biedplicht is geschonden de zaak aanbrengen bij de OK. De tweede oplossingsrichting doet een zwaarder beroep op de zelfredzaamheid van belanghebbenden. Uit de meldingen uit hoofde van hoofdstuk 5.3 Wft moeten zij afleiden of disaggregation heeft plaatsgevonden. Omdat het om een beperkte uitzondering gaat, is mijn inschatting dat belanghebbenden hiertoe in staat zullen zijn. Als zij twijfelen of de voorwaarden voor disaggregation wel zijn nageleefd, kunnen zij de AFM om bijstand vragen en eventueel een procedure ex art. 5:73 lid 1 Wft bij de OK starten.

Het behoeft geen betoog dat wanneer de AFM een rol bij het toezicht op de biedplicht zou hebben gehad, deze kwestie niet tot zulke hoofdbrekens had geleid. Hoewel het disaggregation-vraagstuk op zich geen aanleiding vormt om het toezichtstelsel te veranderen, komt het bovenstaande wel bovenop de in de literatuur geuite kritiek op de keuze om de AFM uit te sluiten van toezicht op het verplicht bod.⁹⁶

4. Slot

De verplicht bodregeling voorziet ten onrechte niet in disaggregation. Mijns inziens nopen de zwaarwegende consequenties van de biedplicht hier evenwel toe (zie par. 3.2). Ook ESME pleitte onlangs voor invoering van een disaggregation-regel in de overnamerichtlijn. De nadere voorwaarden die ESME aan disaggregation stelt, zijn mijns inziens overbodig. Daarom kan worden volstaan met toevoeging van een zinsnede aan de definitie van handelen in onderling overleg in art. 1:1 Wft: “Degene wiens gecontroleerde onderneming wordt genoemd in art. 5:45 lid 10 Wft wordt geacht niet met deze in onderling overleg te handelen.”

⁹³ Note 16 bij Rule 9.1 verwijst immers slechts naar nr. 3 en 4 van de definitie van *interests in securities*. Zie over de reikwijdte het in de vorige voetnoot genoemde Response Statement, par. 9.11 en 9.12.

⁹⁴ Zie art. 5:73 Wft. Over de toetsing of aan de vrijstellingen is voldaan Doorman, *o.c.*, p. 535.

⁹⁵ Vgl. art. 4 lid 4 Overnamerichtlijn dat voorschrijft dat de verschillende toezichthouders op de kapitaalmarkt gegevens uitwisselen wanneer dat voor de toepassing van hetgeen in de richtlijn is bepaald noodzakelijk is.

⁹⁶ Zie Asser/Maeijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II* 2009, nr. 630 en Grundmann-Van de Krol, *o.c.*, p. 446.

Waarschijnlijk zal bij de herziening van de overnamerichtlijn in 2011⁹⁷ een disaggregation-regel worden opgenomen. Hierop hoeft Nederland niet te wachten; disaggregation is onder de huidige richtlijn al toegestaan (zie par. 3.2 voor de voorwaarden). De eerstvolgende invoeringsmogelijkheid is de herziening van de biedingsregels begin 2010. In dat kader heeft de Minister al aangekondigd dat bij deze herziening voor bepaalde gevallen zal worden geregeld dat daarin geen sprake is van handelen in onderling overleg⁹⁸; de opname van een disaggregation-regel in art. 1:1 Wft kan hier moeiteloos worden ingepast.

⁹⁷ Volgens art. 20 van de overnamerichtlijn zal herziening vijf jaar na het verstrijken van de implementatietermijn (20 mei 2006) plaatsvinden.

⁹⁸ Brief Minister van Financiën inzake “de marktmeester” aan de Tweede Kamer, p. 6.