

**Per e-mail verstuurd aan het Ministerie van Financiën**  
De Minister voor Rechtsbescherming, de Minister van  
Economische Zaken en Klimaat, de Minister van Financiën

Datum 6 februari 2019  
Ons kenmerk LeBg-19011190  
Pagina 1 van 3  
Betreft Reactie AFM op voorontwerp wetsvoorstel  
bedenktijd voor beursvennootschappen

Geachte heer Dekker, geachte heer Wiebes, geachte heer Hoekstra,

Graag maakt de Autoriteit Financiële Markten (AFM) gebruik van de gelegenheid te reageren op de consultatie van het voorontwerp van het wetsvoorstel Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met het invoeren van een bedenktijd door het bestuur van een naamloze vennootschap.

De AFM staat als toezichthouder voor efficiënt functionerende, eerlijke en transparante kapitaalmarkten in Nederland. Gezien de maatschappelijke en politieke discussies begrijpt de AFM de achtergrond van het wetsvoorstel. Tegelijkertijd heeft het voorliggende wetsvoorstel impact op verschillende spelers op de kapitaalmarkten en daarmee ook potentiële negatieve gevolgen voor het adequaat functioneren van deze markten en het toezicht van de AFM.

### **Algemeen**

De Nederlandse kapitaalmarkten waarop de AFM toezicht houdt, hebben een sterk internationaal karakter. Kleine wijzigingen in de dynamiek van de kapitaalmarkten kunnen aanzienlijke gevolgen hebben voor de werking ervan.

De aantrekkelijkheid van Nederland als vestigingsplaats van kapitaalmarkt georiënteerde ondernemingen – waaronder handelsplatformen, handelaren, pensioenfondsen en vermogensbeheerders – ook in het licht van brexit, rechtvaardigt naar de mening van de AFM dat het adequaat functioneren van deze markten ondersteund wordt. Hierbij lijkt een introductie van een maatschappelijk ter discussie staande bedenktijd, die impliciet grote bescherming van individuele bestuurders en commissarissen van beursgenoteerde vennootschappen lijkt te beogen, niet passend.

De verdere inhoudelijke reactie hieronder is opgesteld vanuit het toezichtmandaat en -perspectief van de AFM, in het bijzonder het toezicht op marktmisbruik en openbare biedingen.

De Raad van State geeft in zijn voorlichting aan dat een bedenktijd het vrije verkeer van kapitaal en vestiging kan belemmeren.<sup>1</sup> De AFM ziet dit risico ook. De AFM benadrukt hierbij dat de in de voorlichting genoemde potentiële effecten op het investerings-, beleggings- en vestigingsklimaat (de belangen van) verschillende spelers op de kapitaalmarkten naar verwachting zullen raken. Dat kan negatieve gevolgen hebben voor het adequate functioneren van de kapitaalmarkten. Hierbij kan gedacht worden aan de verstoring van de *checks and balances* binnen een vennootschap door het beperken van de mogelijkheid tot uitoefening van rechten van aandeelhouders gedurende de looptijd van de bedenktijd.

### **Toezicht op marktmisbruik**

De AFM houdt toezicht op de naleving van de regelgeving ter voorkoming van marktmisbruik. In de concept memorie van toelichting staat dat het wetsvoorstel kan leiden tot meer risico op marktmisbruik. Onder andere het risico op handel met voorwetenschap en marktmanipulatie kan toenemen als gevolg van een ingevoerde bedenktijd. De AFM vraagt nadrukkelijk aandacht voor deze marktmisbruikrisico's en wijst in dit verband op de voorbeelden die zijn weergegeven in de concept memorie van toelichting: *“Zo kan over een lange periode bij meerdere (externe) partijen voorwetenschap aanwezig zijn: het voornemen om de bedenktijd in te roepen kan als voorwetenschap kwalificeren; indien er tijdens de bedenktijd met stakeholders wordt gesproken, kan de inhoud van die gesprekken ook kwalificeren als voorwetenschap. Hoe groter het aantal personen met voorwetenschap wordt, hoe groter de kans dat een persoon handelt met deze informatie of een derde tip (overtreding van het tipverbod). Indien de informatie uitlekt en de doelvennootschap daarmee de vertrouwelijkheid blijkbaar niet langer kan waarborgen, zal de doelvennootschap eventuele voorwetenschap openbaar moeten maken, ook indien de doelvennootschap de tijd wellicht nog niet rijp acht. Doet zij dat niet, dan is de vennootschap in overtreding van de plicht om voorwetenschap zo snel mogelijk openbaar te maken.”*<sup>2</sup> Er zal een ongezonde spanning bestaan tussen de vertrouwelijkheid welke past bij een lange bedenktijd en de noodzaak de markt tijdig op de hoogte te stellen van alle voorwetenschap. Volledigheidshalve wordt opgemerkt dat de marktmisbruikregels, waaronder die met betrekking tot de openbaarmaking van voorwetenschap (koersgevoelige informatie), onverkort van toepassing blijven gedurende een bedenktijd.

Zoals hierboven uiteengezet ontstaat bij een langdurige bedenktijd waarschijnlijk vaker en meer voorwetenschap, waardoor meer risico ontstaat op overtreding(en) van voornoemde openbaarmakingsplicht, alsook bijvoorbeeld het verbod op handel met voorwetenschap. Ingeval van marktmisbruik zal de AFM handhavingsmaatregelen treffen, zoals het opleggen van een bestuurlijke boete of het doen van aangifte bij het Openbaar Ministerie. De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante markten, waarin beleggers moeten kunnen vertrouwen op een eerlijke prijs. De hierboven gesignaleerde risico's op marktmisbruik hebben potentieel ook negatieve impact op eerlijke koersvorming.

### **Toezicht op het openbare biedingenproces**

De AFM merkt op dat het huidige biedingsproces en het toezicht daarop nu betrouwbaar zijn, mede vanwege de open houding en juridische voorspelbaarheid van de Nederlandse markt.<sup>3</sup> Doordat de bedenktijd pas kan worden ingeroepen na aankondiging van het bod zonder dat over het bod overeenstemming is bereikt met de vennootschap

<sup>1</sup> Voorlichting van de Raad van State d.d. 29 juni 2018, NO.W16.18.0094/II/Vo.

<sup>2</sup> Concept memorie van toelichting, p. 13-14.

<sup>3</sup> De basis hiervoor zijn heldere (biedings)regels uit de Wet op het financieel toezicht en het Besluit openbare biedingen.

Datum 6 februari 2019  
Ons kenmerk LeBg-19011190  
Pagina 3 van 3

en eindigt in ieder geval de dag na de gestanddoening van een openbaar bod, worden het biedingsproces en de biedingstermijnen (en het toezicht daarop) *de facto* niet geraakt. De AFM verwacht desalniettemin dat een bedenktijd in bepaalde gevallen additionele onzekerheid tijdens het biedingenproces met zich brengt. Zo kunnen aandeelhouders gedurende een openbaar bod niet in een algemene vergadering van aandeelhouders besluitvorming over het ontslag of de schorsing van bestuurders of commissarissen forceren. Ongeacht de in het wetsvoorstel opgenomen waarborgen kunnen bestuurders en commissarissen op deze wijze een onevenredige mate van bescherming krijgen, potentieel ook in het geval van disfunctioneren.

Het wetsvoorstel maakt het mogelijk een bedenktijd ook in te roepen bij een vijandig openbaar bod. De AFM merkt hierbij op dat het in de praktijk ongebruikelijk is dat een vijandig aangekondigd openbaar bod ook daadwerkelijk vijandig gestand worden gedaan (dus zonder dat in de tussentijd overeenstemming is bereikt dan wel dat het bod niet wordt doorgezet). De praktijk laat zien dat er voldoende mogelijkheden voor een vennootschap zijn zich te weren tegen een vijandig bod, dan wel een vijandige situatie tijdig te kunnen omzetten in een vriendelijk bod.

Samenvattend ziet de AFM dat het huidige wetsvoorstel negatieve impact kan hebben op de efficiënte werking van de kapitaalmarkten en de spelers op deze kapitaalmarkten. De hierboven geschetste risico's en effecten van een bedenktijd hebben potentieel ook negatieve impact op het toezicht op die markten en marktpartijen. De AFM verzoekt de wetgever de verdere behandeling van het wetsvoorstel te heroverwegen dan wel in ieder geval deze potentiële impact mee te wegen. Daarbij geeft de AFM in overweging dat de reeds bestaande wet- en regelgeving en jurisprudentie – alsook de mogelijkheden ten aanzien van rechtsgangen en eigen maatregelen die beursgenoteerde vennootschappen kunnen treffen – afdoende zijn om een ordentelijk proces, waarin een zorgvuldige afweging van alle effecten op de onderneming plaatsvindt, te waarborgen.

Hoogachtend,  
Autoriteit Financiële Markten

mr. drs. G.J. Everts RA  
Bestuurslid

mr. drs. J.A. de Groot  
Hoofd  
Strategie, Beleid en Internationale Zaken

