

Ministerie van Financiën  
T.a.v. Directie Financiële Markten  
Postbus 20201  
2500 EE DEN HAAG

Den Haag, 16 september 2013

Kenmerk: B13.34

Betreft: Consultatiedocument voorontwerp Wijzigingswet financiële markten 2015

Geachte heer Dijsselbloem,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op het consultatiedocument d.d. 14 augustus 2013 betreffende het voorontwerp van de Wijzigingswet financiële markten 2015 (hierna: het voorontwerp). Het commentaar van Eumedion is toegespitst op de ontbindingsbevoegdheid van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) bij alternatieve beleggingsinstellingen en de concentratie van het bank- en effectenrecht bij de rechtbank Amsterdam. Allereerst maken wij echter enkele opmerkingen over de regels inzake het openbaar overnamebod, mede naar aanleiding van het aangekondigde overnamebod op Koninklijke KPN N.V.

### **1. Aanpassing regels openbaar overnamebod gewenst**

De recente overnamebieding op Koninklijke KPN N.V. heeft ten enenmale een schadelijke lacune in de regels met betrekking tot het openbaar overnamebod bloot gelegd (Hoofdstuk 5.5 Wft). Eumedion adviseert het voorontwerp aan te vullen teneinde deze lacune te dichten. Het gaat om het volgende.

Al sinds 2008 pleit Eumedion ervoor de vrijstelling van het verplichte bod, bedoeld in artikel 5:70 lid 1 sub b Wft, door het verkrijgen van overwegende zeggenschap als gevolg van het uitbrengen van een volledig vrijwillig openbaar bod, te beperken tot die gevallen waarin een billijke prijs is betaald. Daardoor kan worden voorkomen dat de biedplicht in Nederland wordt ontweken door tegen een lage, niet billijke prijs een vrijwillig openbaar bod uit brengen waarmee een meerderheidsbelang wordt verworven. Dat het laatste bepaald niet denkbeeldig is, bewijst het recente, aangekondigde overnamebod van América Móvil (AMX) op Koninklijke KPN N.V.

AMX heeft aangekondigd het bod tegen een relatief lage prijs te willen uitbrengen met het oogmerk om slechts een relatief gering aantal aandelen te verkrijgen; tot net boven de 50% van de stemrechten. Het aangekondigde (lage) overnamebod van AMX maakt duidelijk dat andere wettelijke maatregelen, zoals de minimale gestanddoening bij 50 procent +1 van de stemrechten, in de praktijk te weinig bescherming bieden aan minderheidsaandeelhouders wanneer een doelvennootschap zich in bepaalde, verslechterde (markt)omstandigheden bevindt.

Toenmalig minister Bos heeft in zijn brief over de ‘marktmeester’ in 2009 al aangegeven dit gat in de regelgeving te willen dichten. Hij wilde de vrijstelling van de biedplicht ingeval van een vrijwillig openbaar bod op alle effecten van de doelvennootschap inperken tot die gevallen waarin de *billijke prijs* wordt geboden.<sup>1</sup> Zijn opvolger, toenmalig minister De Jager, achtte deze inperking van de vrijstelling echter niet nodig en vertrouwde op de beschermende werking van andere maatregelen zoals het genoemde vereiste dat de overnemende partij minimaal 50 procent + 1 van de stemrechten moet kunnen uitoefenen om te worden vrijgesteld van het verplichte bod. Dit vertrouwen was niet geheel terecht, zo is met het aangekondigde bod van AMX gebleken.

Eumedion meent dat het voornemen van toenmalig minister Bos om de vrijstelling van de biedplicht te beperken tot die overnamebiedingen waarbij een billijke prijs wordt geboden, een adequate oplossing is en alsnog zou moeten worden uitgevoerd. Dit hoeft geen heksentoer te zijn. Een eenvoudige aanpassing van art. 5:71 lid 1 sub b Wft volstaat.

Met deze aanvulling wordt aan de minderheidsaandeelhouder die met een controlerende aandeelhouder wordt geconfronteerd altijd een reële exit geboden. Ook andere stakeholders van beursvennootschappen, zoals werknemers, worden met de wettelijke voorwaarde van een “billijke prijs” beschermd tegen al te goedkope en daardoor relatief gemakkelijk tot stand te brengen overnames.

Want de bieder daargelaten, heeft niemand baat bij een te gemakkelijke verwerving van de controle over een Nederlandse beursvennootschap. De onderneming zelf is er niet mee gebaat, de werknemers niet en de resterende minderheidsaandeelhouders evenmin.

Nederland zou met een koppeling van een billijke prijs aan het vrijwillig openbare bod niet uniek zijn. Ook Duitsland, Spanje, Roemenië en Griekenland kennen een koppeling tussen het vrijwillige openbare bod en de billijke prijs. Daarnaast lijkt ook de Europese Commissie, in haar rapport van juni 2012 over de evaluatie van de Overnamerichtlijn, haar voorkeur uit te spreken voor koppeling van het vrijwillige

---

<sup>1</sup> Brief van de minister van Financiën van 11 september 2009 (kamerstukken II, 2008/09, 31 083, nr. 33).

openbare bod aan de billijke prijs. De Europese Commissie is zelfs een onderzoek begonnen naar gevallen waarin dit niet het geval is.<sup>2</sup> Eumedion raadt aan een geboden billijke prijs als aanvullende voorwaarde voor de vrijstelling van het verplichte bod mee te nemen in de definitieve versie van het wetsvoorstel.

## **2. Ontbindingsbevoegdheid AFM bij alternatieve beleggingsinstellingen**

Ingevolge het bestaande artikel 4:54 Wft kan de AFM ten aanzien van een maatschappij of een fonds voor collectieve belegging in effecten die wordt beheerd door een beheerder van een icbe waarvan de vergunning is ingetrokken de rechtbank verzoeken de maatschappij of het fonds te ontbinden. In het voorontwerp wordt voorgesteld deze ontbindingsbevoegdheid uit te breiden naar alternatieve beleggingsinstellingen, indien de rechten van deelneming worden aangeboden aan niet-professionele beleggers (voorgesteld artikel 4:37pa Wft).

Eumedion is niet op voorhand gekant tegen deze uitbreiding, maar mist een overtuigende argumentatie. In de memorie van toelichting bij het voorontwerp wordt alleen aangegeven dat de, overigens maximum geharmoniseerde, 'richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen' ruimte laat om ten aanzien van beleggingsinstellingen verdergaande nationale regels te treffen wanneer rechten van deelnemingen aan niet professionele beleggers worden aangeboden (artikel 43 lid 1).<sup>3</sup> Eumedion meent dat als de Nederlandse wetgever besluit verder te gaan dan een Europese richtlijn, zeker wanneer deze in beginsel maximaal is geharmoniseerd, hij een deugdelijke inhoudelijke motivering dient te geven van de noodzaak van de nationale regels. Wij geven daarom in overweging de memorie van toelichting op dit punt aan te vullen.

## **3. Concentratie bank- en effectenrecht**

Met de introductie van een nieuw voorgesteld artikel 1:23a Wft zal in civielrechtelijke zaken die betrekking hebben op het verlenen van beleggingsdiensten, het verrichten van beleggingsactiviteiten of het aanbieden van effecten voortaan uitsluitend de rechtbank Amsterdam bevoegd zijn (relatieve

---

<sup>2</sup> ' It has come to the attention of the Commission that this exemption can be used by offerors to avoid having to launch a mandatory bid for an equitable price. The advantage for the offeror is that the Directive does not regulate the price of a voluntary bid. The exemption for situations where control has been acquired following a voluntary bid assumes that the offer price was high enough to persuade a significant part of the shareholders to accept the offer, otherwise the offeror would not have acquired control through the bid. However, if the offeror already holds an interest very close to the control threshold, only a few shareholders need to offer their shares for the offeror to cross the control threshold. Therefore, even if the offeror offers a very low price, he is likely to acquire control through the voluntary bid and thus is able to make use of the exemption to the mandatory bid rule. In this case, minority shareholders are unable to share in the control premium. However, in a number of Member States this route is unavailable because national law provides that the offer must be subject to the condition that the offeror acquires a minimum percentage of the shares or subsequent acquisitions of shares will trigger a mandatory bid', European Commission report of 28 June Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347 final).

<sup>3</sup> P. 15 en 39 van de memorie van toelichting.

competentie). Achtergrond van deze concentratie is het relatief geringe aantal zaken op jaarbasis (zestig tot honderd zaken), alsmede het specialistische karakter van de zaken.


Concentratie van alle civielrechtelijke zaken op het terrein van het bank- en effectenrecht bij één rechtbank zou bijdragen aan de opbouw van kennis en expertise op dat terrein bij die rechtbank.<sup>4</sup>

Eumedion kan zich vinden in de keuze voor een concentratie van zaken, maar mist in de memorie van toelichting voldoende beweegredenen waarom ervoor wordt geadviseerd die concentratie bij de rechtbank Amsterdam te beleggen. Het genoemde argument dat De Nederlandsche Bank (DNB), AFM, Euronext Amsterdam en specialistische advocatenkantoren in de buurt zijn gevestigd is in elk geval niet bijzonder overtuigend. DNB en de AFM zijn nationale toezichthouders en werken niet uitsluitend op lokaal niveau. Hetzelfde kan worden gezegd van het merendeel van de bedoelde specialistische advocatenkantoren.

Evenmin wordt uit de memorie van toelichting duidelijk waarom niet is gekozen voor een andere rechtbank, zoals de rechtbank Rotterdam. Op de keper beschouwd, lijkt de rechtbank Rotterdam geen onlogische keuze aangezien de bestuursrechtelijke beroepszaken op het terrein van het financieel recht reeds sinds jaar en dag bij die rechtbank zijn ondergebracht.<sup>5</sup> Bij die rechtbank is ruime expertise aanwezig op het terrein van het (bestuursrechtelijke) financieel recht. Uitbouw van de bestaande expertise met de civielrechtelijke aspecten van het financiële recht lijkt voor de rechtbank Rotterdam een relatief kleine stap te zijn. Eumedion adviseert, kortom, de keuze voor een specifieke rechtbank nader te onderbouwen in de memorie van toelichting bij het uiteindelijke wetsvoorstel.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers ([wouter.kuijpers@eumedion.nl](mailto:wouter.kuijpers@eumedion.nl), tel. 070 20 40 302).

Met vriendelijke groet,



Rients Abma  
Directeur

---

<sup>4</sup> P. 16 en 29 van de memorie van toelichting.

<sup>5</sup> Artikel 6:8 en Bijlage 2, hoofdstuk 2, artikel 7 Awb.