

PROF.MR.DRS. C.M. GRUNDMANN-VAN DE KROL

Regulatore aspecten van de kapitaalmarkt

Financierings- en participatiemaatschappijen en de betrouwbaarheidstoets

De kapitaalmarkt wordt 'gereguleerd' in die zin dat bepaalde kapitaalmarktverrichtingen verboden zijn tenzij aan bepaalde voorwaarden is voldaan of bepaalde voorschriften worden nageleefd. De meeste van de relevante bepalingen zijn te vinden in de financiële toezichtswetten, tezamen meestal aangeduid onder de verzamelnaam publiekrechtelijk 'effectenrecht'. Het is schier onmogelijk om in een korte bijdrage aan te geven welke ver- en gebodsbepalingen van toepassing kunnen zijn wanneer personen of rechtspersonen zich tot de kapitaalmarkt wenden en welke financiële toezichthouder toeziet op de naleving van deze bepalingen. Het terrein van het publiekrechtelijke effectenrecht breidt zich bijna dagelijks uit en is daardoor geen rustig bezit. Bovendien wordt de huidige sectoraalgevoerde toezichtstructuur in de nabije toekomst zeer waarschijnlijk omgevormd tot een functioneel toezichtmodel.¹ In dit voorgestelde toezichtmodel zal het toezicht gestructureerd worden overeenkomstig de drie toezichtsfuncties (systeemtoezicht, bedrijfs-economisch (prudentieel) toezicht en gedragstoezicht), waarbij De Nederlandsche Bank (hierna: DNB) en de Pensioen- en Verzekeringskamer (hierna: PVK) als prudentieel toezichthouders en de Stichting Toezicht Effectenverkeer (hierna: STE) als gedragstoezichthouder zullen fungeren. In die opzet zal de STE tevens van een nieuwe naam worden voorzien: Autoriteit Financiële Markten (hierna: Autoriteit-FM).

Vanuit het thema van dit Dossier, 'Financiering van ondernemingen en venture capitalist', ligt het voor de hand om als uitgangspunt voor een zeer kleine tocht door het 'regulatore terrein van de kapitaalmarkt' de financieringsmaatschappij te nemen, waarbij de Wet toezicht kredietwezen 1992 (hierna: Wtk 1992) het beginpunt is om via een zeer korte omweg langs de Wet toezicht effectenverkeer 1995

(hierna: Wte 1995) te eindigen bij de Wet toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Wtb). Daarbij zal stil gestaan worden bij:

- a het recent gewijzigde beleid ten aanzien van financieringsmaatschappijen;
- b de vraag of een participatiemaatschappij een onder de Wtb vallende instelling is en
- c de vraag of de financiële toezichthouder 'bemoeienis' heeft met wisselingen in de identiteit van een aandeelhouder in een onder toezicht staande beleggingsmaatschappij.

Financieringsmaatschappijen

Wanneer een concern ten behoeve van zijn financiering kiest voor oprichting van een speciale dochtermaatschappij die de voor het concern benodigde gelden aantrekt door middel van een uitgifte van obligaties en de opbrengst van deze gelden vervolgens uitzet binnen het concern, dan valt een dergelijke financieringsdochter in beginsel onder de definitie van 'kredietinstelling'. Onder een kredietinstelling in de zin van artikel 1 lid 1 sub a Wtk 1992 wordt namelijk verstaan:

'een onderneming of instelling die haar bedrijf maakt van het ter beschikking verkrijgen van, al dan niet op termijn, opvorderbare gelden en van het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen of beleggingen'.

Een onderneming maakt haar bedrijf van de in de definitie opgenomen activiteiten indien de onderneming geheel of gedeeltelijk op die activiteiten is gericht. Ten aanzien van financieringsmaatschappijen kan gesteld worden dat het aantrekken van opvorderbare gelden en het voor eigen rekening uitzetten of beleggen daarvan een zelfstandige activiteit betreft, zodat aan het element 'bedrijf maken' is voldaan. Dit betekent voor de financieringsdochter (indien gevestigd in Nederland) een vergunningplicht en onder-

Regulatore aspecten van de kapitaalmarkt

toezichtstelling van DNB, omdat in Nederland gevestigde ondernemingen of instellingen het bedrijf van kredietinstelling niet mogen uitoefenen zonder vergunning van DNB (artikel 6 Wtk 1992).

Aangezien het al van aanvang aan duidelijk was dat de ruime definitie van 'kredietinstelling' tot gevolg zou hebben dat daaronder ook ondernemingen of instellingen zouden vallen waarvoor de vergunningplicht en de ondertoezichtstelling van DNB een te 'zwaar regiem' zou zijn, werd in de Wtk 1992 de mogelijkheid opgenomen dat een 'onthefing' en 'vrijstelling' verleend wordt. Op grond van artikel 1 lid 4 Wtk 1992 kan DNB bepalen dat een bepaalde onderneming of instelling niet als kredietinstelling in de zin van de Wtk 1992 wordt beschouwd indien het

'karakter van het bedrijf van die onderneming of instelling dat rechtvaardigt, mits zulks naar haar oordeel niet in strijd is met de belangen die deze wet beoogt te beschermen.'

Het gaat dan om een individuele 'onthefing'. Eenzelfde mogelijkheid heeft de Minister van Financiën op grond van artikel 1 lid 3 Wtk 1992, maar dan ten aanzien van bepaalde groepen ondernemingen of instellingen ('generieke vrijstellingen'). Voor een aantal soorten instellingen is door de minister van deze bevoegdheid gebruikgemaakt en wel voor onder meer financieringsmaatschappijen, kapitaalmarktinstellingen en rechtspersonen die speciaal zijn opgericht voor securitisatiedoelinden (*special purpose vehicle*).

De Ministeriële Regeling tot uitvoering van artikel 1 lid 3 Wtk 1992 is medio december 2001 zodanig gewijzigd dat duidelijk sprake is van een herziening van het tot die periode gevoerde beleid.² Een belangrijke reden voor de wijziging was de geconstateerde kwetsbaarheid van financieringsmaatschappijen 'voor gebruik door criminelen'.³ In de toelichting wordt opgemerkt dat financieringsmaatschappijen door de vaak grote geldstromen waarmee deze ondernemingen te maken hebben, in het bijzonder indien de geldstromen van of naar *offshore centers* lopen, kwetsbaar zijn voor witwassen van gelden, financiering van terrorisme en andere vormen van crimineel handelen. De nieuwe regeling, die voor onder meer financieringsmaatschappijen een aanmerkelijke verzwaring betekent ten opzichte van de oude regeling, treedt gefaseerd in werking en bevat een overgangsregeling voor reeds bestaande financieringsmaatschappijen. In de volgende paragrafen wordt op deze nieuwe regeling die niet op alle punten even duidelijk of doordacht is, ingegaan. De overgangsregeling voor bestaande (naar schatting 10.000) financieringsmaatschappijen blijft daarbij buiten beschouwing.

De 'vrijstellings'-regeling voor financieringsmaatschappijen kan ingedeeld worden in drie typen financieringsmaatschappijen, afhankelijk van de vraag hoe zij aan hun financiële middelen komen (passiefbedrijf) en hoe zij deze uitzetten of beleggen (actiefbedrijf).

Beperkingen met betrekking tot actiefbedrijf

Wanneer een financieringsdochter haar bedrijf maakt van het ter beschikking krijgen van opvorderbare gelden, ongeacht van wie de gelden zijn verkregen, en deze gelden voor ten minste 95% van haar balanstotaal uitzet of belegt binnen het concern waarvan zij deel uitmaakt, wordt zij niet als kredietinstelling aangemerkt, mits

- 1 de onderneming die aan het hoofd staat van het concern waartoe de financieringsdochter behoort voor alle verplichtingen die door het aantrekken van de opvorderbare gelden ontstaan een onvoorwaardelijke garantie afgeeft;
- 2 het aantrekken van de opvorderbare gelden niet geschiedt door uitgifte van toonderstukken tenzij de toonderstukken
 - a genoteerd zijn aan een of meer van overheidswege erkende effectenbeurzen in een van de lidstaten van de EU/EER, de Verenigde Staten, Japan, Canada of Zwitserland; of
 - b geregistreerd zijn bij de SEC; van deze eis kan door DNB desgevraagd 'onthefing' verleend worden mits de financieringsdochter aan de overige voorwaarden voldoet. Dit onthefingenbeleid kan echter wijzigen, afhankelijk van de uitkomsten van een door het Ministerie van Financiën uitgevoerd onderzoek naar toondereffecten;
- 3 de financieringsdochter zich bij DNB aanmeldt, dat wil zeggen
 - a ten minste vier weken voorafgaand aan de uitoefening van haar bedrijf aan DNB schriftelijk een opgave verstrekt van, kort gezegd, haar (statutaire en handels)naam, het adres van haar statutaire en feitelijke vestigingsplaats en de namen, adressen en geboortedata van haar commissarissen, bestuurders, (mede)beleidsbepalers en van de houders van een gekwalificeerde deelneming in de financieringsdochter (zie hierna);
 - b bij de opgave tevens een uittreksel van de inschrijving in het handelsregister verstrekt; en
 - c verklaart dat voldaan wordt aan de betrouwbaarheidseis (zie hierna onder 4) en aan de eisen met betrekking tot haar administratieve organisatie (zie hierna onder 5);
- 4 de betrouwbaarheid buiten twijfel staat van iedere bestuurder, (mede)beleidsbepaler, commissaris en

Regulatorische aspecten van de kapitaalmarkt

- houder van een gekwalificeerde deelneming;
- 5 de administratieve organisatie van de financieringsdochter zodanig is dat zij
- a tenzij het gaat om, kort gezegd, transacties in effecten die genoteerd zijn aan een of meer van overheidswege erkende effectenbeurzen in een van de lidstaten van de EU/EER, de Verenigde Staten, Japan, Canada of Zwitserland of geregistreerd zijn bij de SEC, zowel de identiteit weet van de geldverschaffers en van degenen bij wie het geld wordt uitgezet of belegd als de herkomst van de ter beschikking verkregen en de bestemming van de uitgezette of belegde gelden kent; en
- b aan haar voorgestelde transacties die, kort gezegd, ongebruikelijk zijn, opmerkt en onderzoekt;
- 6 de financieringsdochter wijzigingen in de versprekte gegevens (zie hiervoor) uiterlijk binnen zeven dagen na de wijziging, tenzij zij daarvan redelijkerwijs geen kennis kan hebben, en onverwijld nadat zij alsnog kennis krijgt van een wijziging, schriftelijk aan DNB doorgeeft; en
- 7 de financieringsdochter
- a geen gelden ter beschikking krijgt of uitzet dan wel belegt indien, kort gezegd, de hiervoor onder 5 vermelde identiteit, herkomst of bestemming voor haar niet bekend zijn; en
- b geen transacties verricht waarvan de aard, reden of rechtmatigheid ook na een onderzoek door de financieringsdochter onduidelijk zijn.⁴

Met name het voldoen aan de ingevoerde betrouwbaarheidseis (hierboven onder 4) is een voorwaarde die naar mijn mening in de praktijk op problemen zal stuiten en/of aanleiding zal zijn tot geschillen binnen de vennootschap. In de toelichting wordt wat de betrouwbaarheidseis betreft opgemerkt dat voor de beantwoording van de vraag wanneer een persoon betrouwbaar is, aansluiting kan worden gezocht bij de criteria die worden genoemd in de Beleidsregel inzake de betrouwbaarheid. In deze Beleidsregel, die door de Raad van Financiële Toezichthouders (bestaande uit DNB, de PVK en de STE) is opgesteld, is onder meer aangegeven aan welke feiten (voornemens, handelingen en antecedenten) de betrouwbaarheid getoetst wordt. Daarvoor zijn vijf bijlagen vastgesteld van gedragingen die een antecedent opleveren.⁵ De desbetreffende Beleidsregel is echter opgesteld met het oog op de toetsing door de financiële toezichthouders van de betrouwbaarheid van personen die betrokken (zullen) zijn bij een onder toezicht staande instelling, zoals een krediet-, effecten- of beleggingsinstelling. Ten behoeve van deze toetsing kunnen de toezicht-

houders over een aantal bronnen beschikken die niet toegankelijk zijn voor de financieringsdochter, zoals inzage via het OM in de politieregisters, de database Vennoot en informatie die bij de andere financiële toezichthouders aanwezig is. De financieringsdochter is echter afhankelijk van de informatie die de betrokkene geeft, terwijl uit de jurisprudentie blijkt dat niet altijd even duidelijk is of het bestaan van een of meerdere antecedenten redelijkerwijs leidt tot het oordeel dat de betrouwbaarheid niet of niet meer buiten twijfel staat. Bovendien is het de vraag hoe bijvoorbeeld een bestuurder moet handelen indien hij meent dat een commissaris, medebestuurder of een houder van een gekwalificeerde deelneming zijns inziens niet meer betrouwbaar is. Het vennootschapsrecht geeft hem in beginsel niet de mogelijkheid daartegen op te treden, terwijl de consequentie van het niet meer voldoen aan onder meer de betrouwbaarheidseis betekent dat de vennootschap in strijd met artikel 6 Wtk 1992 handelt. DNB heeft – behalve oplegging van bestuurlijke sancties, zoals het opleggen van een boete of een last onder dwangsom – op grond van artikel 71 lid 2 Wtk 1992 de bevoegdheid de rechtbank te verzoeken de zogenaamde noodregeling toe te passen. Deze procedure houdt in dat een onderneming die het bancaire bedrijf verricht zonder de vereiste vergunning en die een zwakke solvabiliteits- of liquiditeitspositie heeft, wordt afgebouwd onder leiding van een bewindvoerder. Na toepassing-verklaring van de noodregeling kan de rechtbank in afwijking van artikel 1 Fw de instelling slechts in staat van faillissement verklaren indien een ‘naar goed koopmansgebruik opgemaakte balans een tekort aanwijst, ongeacht of de instelling verkeert in een toestand van te hebben opgehouden te betalen’ (artikel 77 Wtk 1992). In het belang van de financieringsdochter verdient het wellicht aanbeveling om in de statuten op te nemen dat, voorafgaand aan een wijziging van de identiteit van de personen die aan de betrouwbaarheidseis moeten voldoen, het oordeel van DNB ter zake gevraagd wordt, hoewel het vennootschapsrechtelijke probleem van een later optredende ‘onbetrouwbaarheid’ van bijvoorbeeld een houder van een gekwalificeerde deelneming hiermee niet wordt opgelost.

Wanneer een financieringsdochter aan de hiervoor vermelde voorwaarden voldoet, betekent dat echter niet dat de financieringsmaatschappij daarmee geheel voldaan heeft aan de eisen van de Wtk 1992. Het aantrekken, ter beschikking krijgen of houden van opvorderbare gelden van het publiek door een niet geregistreerde kredietinstelling is op grond van artikel 82 lid 1 Wtk 1992 verboden, tenzij een vrij-

stelling van toepassing is of een ontheffing verleend wordt. De financieringsmaatschappij is weliswaar een kredietinstelling in de zin van artikel 1 sub a Wtk 1992⁶, maar wordt niet als zodanig aangemerkt indien aan de hiervoor beschreven voorwaarden is voldaan en derhalve niet in het Wtk-register ingeschreven. Aangezien het aantrekken en dergelijke van de opvorderbare gelden meestal gepaard zal gaan met een emissie van effecten zal een vrijstelling van het verbod van artikel 82 lid 1 Wtk 1992 van toepassing zijn, mits de emissie voldoet aan de eisen gesteld bij of krachtens de Wte 1995. Hierbij is met name artikel 3 Wte 1995 van belang. Een aanbieding bij uitgifte van effecten in of vanuit Nederland buiten een besloten kring is verboden, tenzij, kort gezegd, de effecten spoedig genoteerd zullen worden aan Euronext Amsterdam of een prospectus algemeen verkrijgbaar gesteld wordt dat voldoet aan de krachtens de Wte 1995 gestelde inhoudseisen. Doordat de uitleg van het besloten kring-criterium (nog) dermate restrictief is,⁷ vallen de meeste uitgiften van obligaties die niet aan Euronext Amsterdam genoteerd zullen worden onder het verbod van artikel 3 Wte 1995. Deze situatie zal op termijn veranderen, althans wanneer het voorstel voor een nieuwe EU-prospectusrichtlijn aangenomen en in de nationale wetgeving van de lidstaten geïmplementeerd is. Het richtlijnvoorstel bevat een aantal uitzonderingen op de prospectusplicht die door de lidstaten in de nationale wetgeving opgenomen moeten worden, waaronder de uitzondering voor een aanbieding van effecten aan minder dan 150 personen.⁸ De huidige prospectusplicht ex artikel 3 Wte 1995 is in een aantal gevallen niet van toepassing, waarvan de belangrijkste zijn dat de aanbieding plaatsvindt aan uitsluitend beleggers die niet woonachtig zijn in Nederland of aan uitsluitend professionele beleggers dan wel dat de effecten een coupuregrootte hebben van ten minste € 45.378. Afhankelijk van de coupuregrootte en aan wie de effecten zijn uitgegeven, kan op de financieringsmaatschappij ook nog een plicht rusten om (half)jaarcijfers en koersgevoelige informatie te publiceren. Artikel 5 Wte 1995 bepaalt namelijk dat een instelling te wier laste in of vanuit Nederland buiten besloten kring effecten zijn uitgegeven die niet aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd, zowel (half)jaarcijfers als koersgevoelige informatie moet publiceren, tenzij een vrijstelling van toepassing is of door de STE desgevraagd een ontheffing verleend is. In ieder geval hoeft aan de verplichtingen ex artikel 5 Wte 1995 niet voldaan te worden indien de effecten aan uitsluitend buitenlandse beleggers zijn aangeboden of de effecten een coupuregrootte hebben van ten minste € 45.378.

Zoals al opgemerkt kan een financieringsdochter haar bijzondere status verliezen indien niet langer aan de voorwaarden wordt voldaan, ook indien het niet meer kunnen voldoen aan de voorwaarden buiten de directe invloedssfeer van de financieringsdochter ligt. Een bekend voorbeeld uit de jurisprudentie is het Barings-arrest.⁹ Barings BV voldeed op het moment dat zij opvorderbare gelden aantrok en uitzette, aan de toen geldende voorwaarden. Vanaf het moment dat ING een groepsmaatschappij aan wie Barings BV gelden had doorgeleend overnam, voldeed Barings BV niet meer aan de eis dat ten minste 95% van haar balanstotaal binnen de groep was uitgezet. Zowel DNB als de rechtbank oordeelden dat Barings BV op dat moment haar bijzondere status van 'vrijgestelde' financieringsmaatschappij had verloren en ten gevolge daarvan vergunningplichtig was geworden. Het tegen dit oordeel ingestelde beroep werd door de Hoge Raad verworpen, omdat de in de Uitvoeringsregeling Wtk 1992 gestelde voorwaarden niet alleen gelden ten tijde van het aantrekken van de gelden, maar ook daarna. Het is voor een financieringsdochter dan ook van belang om bij het verstrekken van leningen aan concernonderdelen te bedingen dat haar leningen afgelost worden in het geval het betrokken concernonderdeel ophoudt deel uit te maken van het concern. Uit het Barings-arrest vloeit ook voort dat een zodanige wijziging in de concernstructuur waardoor een andere onderneming aan het hoofd van het concern komt te staan tot gevolg heeft dat laatstgenoemde onderneming – ter wille van het behoud van de bijzondere status van de financieringsdochter – gehouden is de verplichtingen van de financieringsmaatschappij te garanderen. Bovendien betekent de nieuwe regeling dat voorafgaand aan iedere benoeming van een commissaris, bestuurder of (mede)beleidsbepaler en aan iedere aandeelhouderswisseling die leidt tot een nieuwe houder van een gekwalificeerde deelneming de betrouwbaarheids-toets uitgevoerd moet worden.

Beperkingen met betrekking tot zowel het passief- als actiefbedrijf

De regeling voor financieringsdochters bevat de mogelijkheid dat minder dan 95% van het balanstotaal binnen het concern wordt uitgezet. In dat geval gelden niet alleen de hiervoor vermelde voorwaarden, maar worden ook eisen gesteld aan zowel de passief- als actiefzijde van de activiteiten van de financieringsmaatschappij. Voor de actiefzijde geldt dat de kredietuitzettingen of de beleggingen buiten het concern uitsluitend plaatsvinden bij professionele marktpartijen of dat belegd wordt in bepaalde effec-

ten.¹⁰ Voor de passiefzijde geldt dat de opvorderbare gelden uitsluitend ter beschikking worden verkregen van concernonderdelen of van professionele marktpartijen. Ook hier geldt dat rekening gehouden moet worden met het verbod van artikel 82 lid 1 Wtk 1992 en met artikel 3 Wte 1995. Hoewel het begrip 'publiek' in artikel 82 lid 1 Wtk 1992 op basis van de wetsgeschiedenis niet synoniem is met 'niet-professionele beleggers', maar met 'buiten besloten kring' is dat in de visie van DNB wèl het geval.¹¹ In de visie van DNB zal dan ook geen vrijstelling of ontheffing van artikel 82 lid 1 Wtk 1992 noodzakelijk zijn indien de gelden worden aangetrokken van professionele marktpartijen. Hoe dan ook, meestal zal ook hier een (al dan niet noodzakelijke) vrijstelling van het verbod van artikel 82 lid 1 Wtk 1992 van toepassing zijn omdat het aantrekken en dergelijke gepaard zal gaan met een emissie van effecten die moet voldoen aan de eisen gesteld bij of krachtens de Wte 1995. In dit kader is van belang dat een vrijstelling van de prospectusplicht ex artikel 3 Wte 1995 bestaat voor effecten die uitsluitend worden aangeboden aan professionele beleggers. Echter, de inhoud van het begrip 'professionele belegger' in de zin van de Wte 1995 komt niet overeen met de inhoud van dit begrip in de zin van de Uitvoeringsregeling Wtk 1992, zodat bij het opstellen van een *selling restriction* uitgegaan moet worden van die professionele geldgevers die zowel onder de Wte 1995 als onder de Wtk 1992 aangemerkt worden als professionele marktpartijen.

De voorwaarde dat uitsluitend opvorderbare gelden worden aangetrokken van concernonderdelen of van professionele marktpartijen in de zin van de Uitvoeringsregeling betekent, gelet op het Barings-arrest, dat de financieringsdochter ervoor moet zorgen dat ook na het aantrekken van de gelden aan deze voorwaarde blijvend wordt voldaan, evenals aan de overige hiervoor genoemde voorwaarden. Zo zal, indien de gelden worden aangetrokken door middel van een geldlening, bedongen kunnen dan wel moeten worden dat de professionele geldgever zijn vordering niet overdraagt aan een niet-professionele marktpartij, hoewel een dergelijke eis niet expliciet gesteld wordt. De enige eis die wel expliciet gesteld wordt is opname van een *selling restriction* indien de gelden worden aangetrokken door middel van uitgifte van toonderstukken,¹² opdat de uitgifte en verhandeling van deze stukken beperkt blijft tot de professionele marktpartijen. Het vereiste van een *selling restriction* geldt echter niet voor toonderstukken met een coupuregrootte van € 453.780 of meer of de tegenwaarde daarvan in vreemde valuta. De houders van dergelijke toonderstukken worden beschouwd als professionele marktpartijen.

Beperkingen met betrekking tot het passiefbedrijf

Voor financieringsdochters gelden geen beperkingen ten aanzien van het actiefbedrijf indien de opvorderbare gelden uitsluitend worden verkregen van concernonderdelen en deze aantrekking (uiteraard) niet geschiedt door uitgifte van toonderstukken. In de toelichting wordt gesteld dat bij *'intra-concern funding'* de crediteurenbescherming niet in het geding is, zodat er ook geen goede reden is om beperkingen aan het actiefbedrijf te stellen. De hiervoor vermelde voorwaarden genoemd onder 3 t/m 7 zijn echter wel op deze categorie financieringsdochters van toepassing, hetgeen betekent dat de financieringsdochter ervoor moet zorgen dat blijvend aan deze voorwaarden wordt voldaan. De problematiek van artikel 82 Wtk 1992 is hier niet aan de orde omdat de opvorderbare gelden niet van het publiek in de zin van 'buiten een besloten kring' worden aangetrokken.

Participatiemaatschappijen

Participatiemaatschappijen onderscheiden zich van financieringsmaatschappijen doordat zij hun kapitaal in beginsel niet aantrekken door middel van opvorderbare gelden (obligaties) maar door uitgifte van (certificaten van) aandelen en dit vermogen aanwenden om te participeren (door het nemen van een deelneming) in een vennootschap. Dat betekent evenwel niet dat participatiemaatschappijen niet onder een financiële toezichtswet (kunnen) vallen. De vraag die opkomt is of een participatiemaatschappij aangemerkt zou kunnen of moeten worden als een beleggingsmaatschappij in de zin van de Wtb, zodat op de participatiemaatschappij een vergunningplicht en onder toezichtstelling van (thans nog) DNB rust. Voor de beantwoording van deze vraag is uiteraard van belang wat onder een beleggingsmaatschappij in de zin van de Wtb verstaan moet worden. Een beleggingsmaatschappij is in artikel 1 sub a Wtb omschreven als

'de rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen ten einde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen'.

Over het begrip 'beleggen' geeft de omschrijving geen uitsluitsel. Het begrip maakt immers zelf deel uit van de omschrijving. De wetsgeschiedenis geeft in feite alleen negatieve indicaties: beleggen is niet ondernemen. Is nu het verschaffen van kapitaal aan een onderneming of instelling (een activiteit zoals die door participatiemaatschappijen wordt ontplooid) beleggen of is sprake van ondernemen? De scheidslijn tussen een participatie- en een beleggingsmaatschappij is dun. Beide hebben als activiteit het ver-

Regulatorische aspecten van de kapitaalmarkt

schaffen van vermogen en het aan hun aandeelhouders de mogelijkheid bieden om in de opbrengsten te delen. Het verschil is dat bij een participatiemaatschappij het accent ligt op het verschaffen van vermogen, terwijl bij een beleggingsmaatschappij het accent ligt op het aan de aandeelhouders (uit)delen van de opbrengsten.

DNB heeft met betrekking tot participatiemaatschappijen een aantal criteria geformuleerd waaraan een participatiemaatschappij getoetst wordt teneinde te bepalen of al dan niet sprake is van een beleggingsmaatschappij in de zin van de Wtb. De betrokkenheid van de participatiemaatschappij bij de participatie is de bepalende factor. Er gelden twee vereisten om niet als beleggingsmaatschappij in de zin van de Wtb te worden aangemerkt. Allereerst moeten de aandelen van de onderneming waarin wordt geparticipeerd moeilijk of in het geheel niet bij het publiek te plaatsen zijn. Ten tweede moet in de participatieovereenkomst zijn vastgelegd dat

- a de beëindiging van de participatie plaatsvindt in overleg met de onderneming in kwestie; en
- b de participatiemaatschappij invloed uitoefent op het management van en actief betrokken is bij de onderneming waarin geparticipeerd wordt.

In de eis dat de participatiemaatschappij invloed uitoefent op het management en actief betrokken is bij de onderneming waarin geparticipeerd wordt, komt het onderscheid tussen beleggen en ondernemen naar voren. DNB geeft echter niet aan waaruit en in welke mate de invloed en actieve betrokkenheid moeten bestaan, hoewel nu juist die elementen van doorslaggevende betekenis zijn om geen beleggingsmaatschappij in de zin van de Wtb te zijn. De eis van actieve betrokkenheid betekent naar mijn mening dat slechts één, niet onder de Wtb vallende, participatiemaatschappij bij één en dezelfde onderneming betrokken zal kunnen zijn, mede met het oog op de mogelijke 'tegenstrijdige' betrokkenheid van meerdere 'actieve' participatiemaatschappijen. Daarnaast is het de vraag of de door DNB van de aandeelhouder (participatiemaatschappij) verlangde actieve betrokkenheid en invloed bij de onderneming zich verdraagt met het Nederlandse vennootschapsrecht waar ieder orgaan zijn eigen zelfstandige bevoegdheden heeft en voor de aandeelhouder leidt tot een aansprakelijkheidsrisico als medebeleidsbepaler. In de nieuwe voorgestane opzet van de toezichtstructuur op de financiële sector (zie hiervoor), zal, zo is de verwachting, het toezicht dat nu op beleggingsinstellingen wordt uitgeoefend door DNB, overgedragen worden aan de Autoriteit-FM met dien verstande dat

het prudentiële toezicht (toezicht op vermogens-eisen en het daarbij behorende deel van de administratieve organisatie) bij DNB zal blijven. Of de Autoriteit-FM het door DNB geformuleerde beleid ten aanzien van participatiemaatschappijen zal voortzetten is moeilijk te voorspellen, maar het lijkt mij niet aannemelijk dat de wijziging in de toezichtstructuur tevens zal leiden tot een, althans op korte termijn, ingrijpende wijziging in het door DNB thans gevoerde beleid.

Wanneer een participatiemaatschappij zich niet actief bezighoudt met de onderneming waarin geparticipeerd wordt, zal een vergunning op grond van de Wtb verplicht zijn. Zonder nu op alle vergunningvereisten en regels voor vergunninghouders ex de Wtb in te (kunnen) gaan, verdient een specifieke bepaling de aandacht: de betrouwbaarheidseis ten aanzien van aandeelhouders in een vergunningaanvragende beleggingsinstelling.

Betrouwbaarheidstoetsing aandeelhouders

Alle hiervoor genoemde financiële toezichtswetten, dus ook de Wtb, schrijven voor dat bij de vergunningverlening diegenen die de bestuurders kunnen ontslaan of benoemen moeten voldoen aan de betrouwbaarheidseis. Daarnaast kennen de financiële toezichtswetten, met uitzondering van de Wtb, een zogenaamd 'verklaring van geen bezwaar (hierna: vvgb)-systeem'. Dit systeem houdt in dat geen gekwalificeerde deelneming genomen of uitgebreid mag worden in een onder toezicht staande instelling zonder voorafgaande verklaring van geen bezwaar van de relevante toezichthouder. Een gekwalificeerde deelneming is, kort gezegd, een (in)direct belang van meer dan 5% in het geplaatste kapitaal of het (in)direct kunnen uitoefenen van meer dan 5% van de stemrechten of een daarmee vergelijkbare zeggenschap. Het doel van het vvgb-systeem is te voorkomen dat na de vergunningverlening een persoon aandeelhouder wordt in een vergunninghoudende instelling wiens gedragingen of antecedenten zodanig zijn dat hij een 'met een gezonde of prudentiële bedrijfsvoering strijdige' invloed kan hebben op de onder toezicht staande instelling. Hoewel dit systeem ten tijde van het opstellen van de Wtb (die uit 1990 dateert) al bestond voor aandeelhouders in vergunninghoudende kredietinstellingen, heeft de wetgever het toen kennelijk niet nodig gevonden om een dergelijk systeem ook op te nemen met betrekking tot potentiële aandeelhouders in een vergunninghoudende beleggingsmaatschappij. In 1996 is het vvgb-systeem wel van toepassing geworden op (potentiële) aandeelhouders in vergunninghoudende effectenin-

Regulatorische aspecten van de kapitaalmarkt

stellingen, omdat de EU-richtlijn beleggingsdiensten opname van een dergelijk systeem in de nationale wetgeving van de lidstaten voorschreef. Het vvgb-systeem is in zoverre een 'vreemde eend in de bijt' dat de normadressant de potentiële aandeelhouder is, terwijl de overige bepalingen in de financiële toezichtswetten (met uitzondering van een bepaling waar de controlerende accountant de normadressant is) gericht zijn tot de vergunningaanvragende of -houdende instelling.

Naar aanleiding van een recent door de Ondernemingskamer gedane uitspraak in de enquêteprocedure Westfield/Rodamco rijst de vraag of, nu het vvgb-systeem in de Wtb ontbreekt, in of krachtens de Wtb een bepaling is opgenomen die hetzelfde bewerkstelligt, namelijk dat ook na de vergunningverlening een voorafgaande toetsing door de toezichthouder moet plaatsvinden bij voorgenomen wisselingen in de identiteit van een aandeelhouder in een vergunninghoudende beleggingsmaatschappij. Een van de stellingen die door Rodamco werd aangevoerd, was dat de overdracht van aandelen in Rodamco door ABP aan Westfield vooraf door DNB goedgekeurd had moeten worden op straffe van nietigheid van de overdracht.¹³ Deze stelling was gebaseerd op artikel 11 lid 1 jo. artikel 2 lid 2 Besluit toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Btb). Artikel 11 lid 1 Btb bepaalt:

'Een voorgenomen benoeming van personen als bedoeld in artikel 2 dient aan de toezichthoudende autoriteit te worden gemeld. Deze benoeming kan niet rechtsgeldig geschieden dan nadat de toezichthoudende autoriteit zijn instemming heeft verleend.'

De personen als bedoeld in artikel 2 Btb zijn zowel de bestuurders (inclusief de medebeleidsbepalers) als de aandeelhouders die (on)middellijk bevoegd zijn de bestuurders te benoemen of te ontslaan. Hoewel in artikel 11 lid 1 Btb geen onderscheid wordt gemaakt tussen enerzijds bestuurders en medebeleidsbepalers en anderzijds aandeelhouders, lijkt het goedkeuringsvereiste, gelet op de woorden 'voorgenomen benoeming' geen betrekking te hebben op aandeelhouders, die immers niet worden benoemd. Artikel 11 lid 1 Btb schept mijns inziens dan ook geen basis voor DNB om na de vergunningverlening voorgenomen wijzigingen in de identiteit van de aandeelhouders in de beleggingsmaatschappij goed te keuren. Dat die basis ontbreekt, blijkt ook uit de door de Minister van Financiën opgestelde notitie over de samenhang en verschillen tussen de financiële toezichtswetten. In die notitie wordt aangegeven dat in de evaluatie van de Wtb bezien wordt of het wenselijk is om een voorafgaande toetsing van aandeel-

houders met een gekwalificeerde deelneming in beleggingsinstellingen mogelijk te maken, zodat zij op hun geschiktheid getoetst worden.¹⁴ In dat licht moet mijns inziens ook het door DNB in Wtb actueel (januari 2001) met betrekking tot artikel 2 lid 2 Btb neergelegde beleid gezien worden, waarin getracht is de bij een vergunningaanvraag bestaande aandeelhouders in te delen in degenen die wel voldoende stemmen hebben om bestuurders te benoemen of te ontslaan en degenen die dat niet hebben. Aan op zijn minst enige duidelijkheid was in de praktijk behoefte, omdat volgens de toelichting bij artikel 2 Btb het (uiteraard) niet de bedoeling is dat bij een vergunningaanvraag alle aandeelhouders met een benoemingsrecht getoetst worden en het kennelijk onduidelijk was welke aandeelhouders nu wel en welke niet getoetst moeten worden.

Het oordeel van de ondernemingskamer ten aanzien van de stelling van Rodamco ondersteunt de opvatting dat artikel 11 lid 1 Btb slechts ziet op voorgenomen benoemingen van bestuurders en medebeleidsbepalers en niet op aandeelhouderswisselingen. De ondernemingskamer overweegt:

'[...] in de eerste plaats heeft te gelden dat niet reeds de enkele verkrijging van aandelen in een vennootschap waarom het hier gaat die de facto leidt tot een beslissende zeggenschap in de Algemene Vergadering van Aandeelhouders aan instemming van DNB is onderworpen. In de tweede plaats brengt de onderhavige enkele verkrijging van aandelen met de facto beslissende zeggenschap ook niet althans niet zonder meer mee dat reeds daardoor het voorschrift aan de orde is dat DNB haar instemming moet betuigen met de benoeming van bestuurders van de vennootschap [...] nog voordat van een benoemingsbesluit sprake is [...].'

Of dit oordeel mede ingegeven is door een door Rodamco uitgegeven persbericht inhoudend dat DNB zich (aanvankelijk) op het standpunt stelde dat aandelenoverdrachten na vergunningverlening niet onder de betrouwbaarheidstoets van artikel 11 Btb vallen,¹⁵ is niet met zekerheid te zeggen. Overigens oordeelde de ondernemingskamer dat tekst noch ratio van artikel 11 jo. artikel 2 Btb

'rechtvaardigt dat reeds het enkele niet in acht genomen zijn van hetgeen in voormelde wet en voormeld besluit is bepaald leidt tot nietigheid van een overdracht die naar burgerlijk recht rechtsgeldig heeft plaatsgevonden.'

Hoewel het, met uitzondering van enkele bepalingen, geenszins duidelijk is welke bepalingen uit de financiële toezichtswetten de strekking hebben daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten, acht ik

Inleidende onderwerpen

het niet uitgesloten dat de ondernemingskamer mede gekeken heeft naar de civielrechtelijke gevolgen die bijvoorbeeld de Wte 1995 expliciet verbindt aan overtreding van het vvgb-systeem. Daaruit valt af te leiden dat overtreding van het verbod een gekwalificeerde deelneming te nemen of te vergroten zonder voorafgaande goedkeuring van de relevante toezichthouder niet leidt tot nietigheid of vernietigbaarheid van de rechtshandeling waarbij die deelneming wordt verworven of vergroot.¹⁶

Blijft over de vraag of DNB – nu voor een preventieve toetsing mijns inziens geen basis bestaat – de mogelijkheid heeft om, nadat een aandeelhouderswisseling heeft plaatsgevonden, op te treden tegen een aandeelhouder die haars inziens niet betrouwbaar is dan wel tegen de beleggingsmaatschappij zelf. Naar mijn mening is de enige administratieve sanctie die eventueel in aanmerking komt intrekking van de Wtb-vergunning. DNB kan op grond van artikel 15 sub c Wtb een vergunning intrekken indien

‘zich omstandigheden voordoen of feiten bekend worden op grond waarvan zo zij voor het tijdstip waarop de vergunning verleend werd zich hadden voorgedaan, of bekend waren geweest, de vergunning zou zijn geweigerd’.

De vraag is echter of deze sanctie jegens de beleggingsmaatschappij een redelijke en billijke sanctie is. De beleggingsmaatschappij heeft immers geen eigen wettelijke of rechtsmiddelen om ‘onbetrouwbare’ aandeelhouders te weren. Dat geldt in ieder geval voor een ter beurze genoteerde beleggingsmaatschappij waar opname in de statuten van een blokkeringsregeling in die zin dat een aandelenoverdracht uitsluitend mag plaatsvinden nadat de potentiële nemer de betrouwbaarheidstoets heeft doorstaan, niet tot de mogelijkheden behoort. Daar komt bij dat de Wtb geen bepaling bevat die een bestaande grootaandeelhouder verplicht alleen dan aandelen over te dragen nadat hij zich vergewist heeft van de betrouwbaarheid van de nemer van de aandelen.

Conclusie

In het voorgaande zijn slechts enkele aspecten van de relevante toezichtwetgeving aan de orde gekomen. De activiteiten van een vennootschap bepalen of de vennootschap voor die activiteiten een vergunning nodig heeft en, zo ja, vervolgens onder permanent toezicht valt. Bij financieringsmaatschappijen is het duidelijk dat zij het bancaire bedrijf uitoefenen, ook al worden de gelden binnen het concern waartoe zij behoren uitgezet. Bij andere vennootschappen is het niet altijd even duidelijk. Een factormaatschappij

kan onder de omschrijving van kredietinstelling vallen indien het benodigde kapitaal aangetrokken wordt door middel van uitgifte van obligaties en/of door het aangaan van geldleningen. Datzelfde geldt voor leasemaatschappijen. Meestal zijn deze maatschappijen dochters van vergunninghoudende kredietinstellingen die hun dochter voorzien van de benodigde gelden zodat een vrijstelling van toepassing is (zie hiervoor). De vrijstellingsvoorwaarden zijn echter sinds kort van dien aard dat een van de vergunningplicht ‘vrijgestelde’ vennootschap voortdurend ‘op haar tellen moet passen’ om niet alsnog vergunningplichtig te worden. Daarbij is vooral de betrouwbaarheidseis van belang die zich uitstrekt tot commissarissen, bestuurders en aandeelhouders (meer dan 5%).

Bij participatiemaatschappijen is het niet van meet af aan duidelijk of zij wel of niet een vergunning als beleggingsinstelling nodig hebben. Gekeken moet worden of en zo ja in welke mate zij zich ‘bemoeien’ met hun deelnemingen. Een passief beleid leidt al gauw tot toepasselijkheid van de Wtb, hetgeen betekent een vergunningplicht en permanent toezicht door DNB of, indien de nieuwe toezichtstructuur doorgang vindt, binnen afzienbare tijd door de STE (Autoriteit-FM). De betrouwbaarheidseis strekt zich na de vergunningverlening niet expliciet uit tot aandeelhouders, dat wil zeggen dat er geen basis in de Wtb lijkt te zijn voor voorafgaande goedkeuring van nieuwe aandeelhouders door de relevante toezichthouder. Toch is het belang voor zowel financieringsmaatschappijen als vergunninghoudende beleggingsinstellingen van het hebben van betrouwbare (groot)-aandeelhouders groot. Voor financieringsmaatschappijen betekent het hebben van een of meer onbetrouwbare aandeelhouders (houders van meer dan 5% van het geplaatste kapitaal) dat de vergunningplicht op grond van de Wtk 1992 op dat moment ingaat, terwijl voor vergunninghoudende beleggingsmaatschappijen het hebben van een of meer onbetrouwbare aandeelhouders wellicht intrekking van de vergunning tot gevolg zou kunnen hebben. De vraag is alleen hoe een ‘onbetrouwbare’ aandeelhouder op basis van het huidige vennootschapsrecht door de bestuurders of commissarissen van een financierings- of beleggingsmaatschappij geweerd kan worden.

Mw. prof.mr.dr.s. C.M. Grundmann-van de Krol is partner bij NautaDutilh, banking & finance te Amsterdam en bijzonder hoogleraar effectenrecht aan de KUB.

-
- 1 TK 2001–2002, 28 122, nr. 2.
 - 2 De nieuwe regeling heeft het karakter van een ‘vrijstelling’ min of meer verloren en lijkt nu meer op een – ten opzichte van vergunninghoudende kredietinstellingen – verlicht of gemitigeerd toezichtregiem.
 - 3 Nota Integriteit Financiële sector en terrorismebestrijding (TK 2001–2002, 28 106, nr. 2, p. 8) en de toelichting bij de Wijziging van de Ministeriële Regeling ter uitvoering van artikel 1 lid 3 Wtk 1992 d.d. 18 december 2001 (*Staatscourant* 21 december 2001).
 - 4 Artikel 2 jo. artikelen 5 t/m 7 Uitvoeringsregeling. De artikelen 6 en 7 treden pas op 1 april 2002 in werking.
 - 5 *Staatscourant* 19 april 2000.
 - 6 Op grond daarvan valt de financieringsmaatschappij ook onder de Wet identificatie dienstverlening (Wid) voorzover de financieringsmaatschappij een dienst verricht in de zin van de Wid.
 - 7 Zie voor de uitleg van dit criterium: C.M. Grundmann–van de Krol, *Koersen door het effectenrecht*, Boom Juridische uitgevers, 4e druk, 2002, p. 49 e.v.
 - 8 COM (2001) 280, def. d.d. 30 mei 2001, besproken in *TvE* 2001, p. 125–130.
 - 9 Hoge Raad 15 december 1995, JOR 1996/6 en NJ 1996/653.
 - 10 Het gaat om effecten die genoteerd zijn op een erkende effectenbeurs in een EU/EER–staat of in de VS, Japan, Canada of Zwitserland of die geregistreerd zijn bij de SEC.
 - 11 Zie C.M. Grundmann–van de Krol, t.a.p., p. 6 e.v.
 - 12 Op grond van de hiervoor beschreven voorwaarden is het uitgeven van toonderstukken die niet genoteerd worden op de aldaar genoemde effectenbeurzen zonder ontheffing van DNB niet toegestaan.
 - 13 Ondernemingskamer 16 oktober 2001, JOR 2001/251.
 - 14 TK 1995–1996, 24 843, nr. 1, p. 9.
 - 15 Zie A. Doorman, in: *Ondernemingsrecht* 2001, p. 429.
 - 16 Vergelijk W.C.L. van der Grinten en S.C.J.J. Kortmann, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Kluwer, 1996, p. 19–20.