
Het besloten-kring-criterium van artikel 3 Wte 1995 nu en na in werking treden van de Wet op het financieel toezicht

Inleiding

Onlangs is het laatste deel van het consultatie-wetsvoorstel Wet op het financieel toezicht (Wft) gepubliceerd. Ten gevolge van de Wft zal het aanbieden van effecten zoals thans geregeld in artikel 3 lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) op een aantal punten worden gewijzigd. Ingevolge artikel 3 lid 1 Wte 1995 is het verboden in of van

uit Nederland buiten een besloten kring bij uitgifte effecten aan te bieden dan wel zodanige aanbieding door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht te stellen. Bij het in werking treden van de Wft zal het besloten-kring-criterium worden verlaten en zal voor een kwantitatief criterium worden gekozen.

In dit artikel zal eerst het besloten-kring-criterium van artikel 3 Wte 1995 worden behandeld, waarbij onder meer wordt ingegaan op het Tjoeroeg-arrest en de besloten-kring-circulaire van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Ten slotte zullen de criteria, zoals voorgesteld in de Wft, nader worden toegelicht.

Besloten kring

Ingevolge artikel 3 Wte 1995 is het onder meer verboden buiten besloten kring effecten aan te bieden. Het verbod geldt zowel bij de uitgifte van nieuwe effecten als bij het buiten besloten kring voor de eerste keer ter verkoop aanbieden van uitgegeven effecten, indien deze effecten nog niet buiten de besloten kring verkrijgbaar zijn geweest. Niet duidelijk wordt in de wet aangegeven, wat met het weinig concrete begrip 'besloten kring' wordt bedoeld.

Het besloten-kring-criterium is geïntroduceerd in de Wet effectenhandel, de voorloper van de Wte 1995, en vervolgens onder meer overgenomen in de Wte 1995. Volgens de memorie van toelichting op de Wet effectenhandel¹ (hierna: de MvT) zijn bij de beantwoording van de vraag of men zich tot een besloten kring wendt, de volgende aspecten van belang.

Ten eerste dient de groep personen tot wie men zich wendt, beperkt van omvang te zijn, alsmede nauwkeurig omschreven dan wel bepaald. Deze personen dienen in de tweede plaats in een zekere relatie te staan tot degene die het aanbod doet. Ten slotte dient bij de presentatie van het aanbod duidelijk kenbaar te zijn gemaakt dat het ingaan op het aanbod of het deelnemen uitsluitend aan de groep personen is voorbehouden op wie de hiervoor genoemde overwegingen van toepassing zijn.

De regeling is afgestemd op de bescherming van de brede groep beleggers bij wie niet de deskundigheid mag worden verondersteld om zich zonder adequate voorlichting (door middel van een prospectus) een behoorlijk inzicht te kunnen vormen in de aard van de effecten en in de deugdelijkheid van het aanbod van de effecten dat hun wordt gedaan. De regeling is niet van toepassing indien de handelingen uitsluitend zijn gericht tot personen die zich in het kader van hun beroep of bedrijf met de uitgifte van of de handel of belegging in effecten bezighouden, zoals commissarissen, banken en institutionele beleggers.²

1. Kamerstukken II 1984/85, 18 750, nr. 1-3, p. 10.

2. Kamerstukken II 1984/85, 18 750, nr. 1-3, p. 11 en C.M. Grundmann-van de Krol & F.J.P. van den Ingh, *Parlementaire geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995*, Deventer: Kluwer 1996, p. 201.

Tjoeroeg-arrest

In het Tjoeroeg-arrest³ geeft de Hoge Raad een nadere invulling aan het begrip besloten kring van artikel 3 Wte 1995. De Hoge Raad geeft aan dat van een besloten kring slechts sprake kan zijn, voorzover tussen de effecten uitgevende instelling en de effecten nemende leden van die kring tevoren reeds een zodanige relatie bestond, dat die leden daardoor van de bijzonderheden van de uitgevende instelling en van de aangeboden effecten redelijkerwijze op de hoogte konden zijn. Bij de beoordeling van het bestaan van een zekere relatie gaat het derhalve om de beantwoording van de vraag, welke kennis men wordt geacht op grond van een dergelijke relatie te bezitten. C.M. Grundmann-van de Krol spreekt hier dan ook over het 'kenniscriterium'.⁴ Het enkele bestaan van een bijzondere relatie tussen de aanbieder en de acceptant is hier niet voldoende, maar niet duidelijk is aan de hand waarvan deze relatie beoordeeld moet worden om te kunnen concluderen dat de relatie zodanig is, dat daar de bedoelde beschermende werking vanuit gaat.

De Hoge Raad vervolgt dat de wettelijke regeling niet van toepassing is in die gevallen waarin sprake is van aanbidding van effecten aan slechts één (rechts)persoon; van een 'kring' is dan immers geen sprake.

Besloten-kring-circulaire Wte 1995

Op 6 mei 1998 heeft de AFM (destijds genaamd: Stichting Toezicht Effectenverkeer) een circulaire⁵ vastgesteld waarin zij beleidsregels heeft aangegeven die zij zal volgen om te beoordelen of in een specifiek geval sprake is van een aanbidding van effecten buiten een besloten kring. De AFM volgt in haar circulaire de drie overwegingen uit de MvT die van belang zijn bij de beantwoording van de vraag of men zich tot een besloten kring wendt. Zij voegt daar het oordeel van de Hoge Raad in het Tjoeroeg-arrest aan toe dat een aanbidding aan één persoon niet valt onder de reikwijdte van het verbod van artikel 3 Wte 1995. De circulaire geeft op de eerste twee door de MvT gegeven voorwaarden een nadere toelichting. De AFM heeft de derde voorwaarde in haar circulaire niet nader uitgewerkt, aangezien deze voorwaarde in de praktijk geen aanleiding tot problemen lijkt te geven.

Voorwaarde 1: de groep personen tot wie men zich richt, is beperkt van omvang, alsmede nauwkeurig omschreven

De eis 'beperkt van omvang' wordt zo ingevuld, dat er een zekere begrenstheid moet zijn in de toetreding. Met deze begrenstheid wordt aangegeven, dat geen vrije toetreding tot de groep kan plaatsvinden zonder de besloten-

heid van de kring te doorbreken. Er wordt geen getalscriterium aangegeven om uiting te geven aan deze begrenstheid.

Voorwaarde 2: de persoon tot wie het aanbod is gericht, staat in 'een zekere relatie' tot degene die het aanbod doet

Deze 'zekere relatie' impliceert dat er naast de financiële relatie tussen de betrokken partijen nog andere relaties aanwezig moeten zijn, zodat degene tot wie het aanbod zich richt, zich door deze relatie voldoende kan informeren over de aangeboden effecten en de uitgevende instelling die deze effecten aanbiedt. Aangetoond moet worden dat er naast de financiële relatie een juridisch objectieerbare relatie aanwezig is, waar een zekere beschermende werking vanuit gaat.

Als voorbeelden van dergelijke beschermende relaties noemt de AFM relaties van arbeidsrechtelijke aard, relaties van familierechtelijke aard, relaties van vennootschappelijke aard (bijvoorbeeld een moeder-dochterrelatie) en relaties van rechtspersoonlijke aard (bijvoorbeeld lidmaatschap van een vereniging). Het beleid van de AFM bij een werknemers-werkgeversrelatie is, dat zowel de aanbidding van effecten aan werknemers van de uitgevende instelling als de aanbidding van effecten aan de werknemers van een (toekomstige) dochter- of groepsmaatschappij van de uitgevende instelling kan worden beschouwd als een aanbidding binnen een besloten kring. Hierbij wordt onder meer gekeken of de uitgevende instelling (in)direct een meerderheid van de stemrechten in de dochtervennootschap kan uitoefenen. Een zekere relatie ontbreekt wanneer het dienstverband met de betreffende werknemer ten tijde van het aanbod reeds was verbroken. Voor het bestaan van een zekere relatie is de duur van het arbeidscontract niet van belang en ook het aantal werknemers aan wie wordt aangeboden, doet niet terzake.

Bij de beoordeling van de vraag of de uitgifte van effecten aan leden van een vereniging kan worden beschouwd als gedaan binnen een besloten kring, beoordeelt de AFM onder meer de omvang van de betreffende vereniging en of de betreffende vereniging vrije toetreding van leden kent. De MvT spreekt van een kleinschalige vereniging. Een getalsmatig criterium voor het aantal leden van de vereniging om deze nog als kleinschalig te kunnen bestempelen wordt niet gegeven. Is de toetreding niet vrij doordat daar bijvoorbeeld kwaliteitseisen aan zijn gesteld, dan is de aanbidding van effecten aan leden van deze vereniging door de vereniging te kwalificeren als een uitgifte binnen een besloten kring. Verder mag de vereniging, zowel blijkens haar statuten als blijkens haar feitelijke werkzaamheden, niet zijn opgericht met als enig doel een besloten kring te creëren. De uitgifte van de effecten dient het doel van de betreffende vereniging te dienen, bijvoorbeeld ter financiering van de verenigingsactiviteiten, zoals het aanleggen van een hockeyveld door een hockeyvereniging. Hoe meer het doel van de vereniging en het doel van de uitgifte van de

3. HR 17 december 1996, NJ 1998, 21.

4. C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2004, p. 49.

5. Circulaire 98-001 van de Stichting Toezicht Effectenverkeer van 6 mei 1998, inzake het begrip 'besloten kring' in artikel 3, eerste lid van de Wet toezicht effectenverkeer 1995.

effecten van elkaar verwijderd zijn, hoe zwaarder de kwalitatieve toelatingscriteria dienen te zijn om nog te voldoen aan het besloten-kring-vereiste.⁶

De AFM heeft aangegeven, dat een relatie tussen een vennootschap en haar aandeelhouders niet aan het besloten-kring-criterium voldoet, tenzij sprake is van aandeelhouders van aandelen op naam in het kapitaal van een vennootschap waarvan de statuten een blokkeringsregeling bevatten. De groep van aandeelhouders dient in dit geval wel beperkt van omvang te zijn.⁷ Let wel, biedt een aandeelhouder aandelen in het kapitaal van een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid aan aan zijn mede-aandeelhouders, dan betreft dit een aanbieding buiten besloten kring. Dit is te verklaren indien men in aanmerking neemt, dat tussen de aandeelhouder die aanbiedt en zijn mede-aandeelhouders de juridisch objectiveerbare relatie ontbreekt. Dit is vreemd indien men bedenkt, dat tussen de besloten vennootschap en de aandeelhouder aan wie wordt aangeboden, wel de zekere relatie aanwezig wordt verondersteld.

De circulaire geeft aan dat bij dergelijke 'zekere' relaties mag worden verondersteld dat indien het aanbod tot deze partijen wordt gericht, het recht hun reeds voldoende bescherming biedt, wat bescherming uit hoofde van het effectenrecht overbodig maakt. De bescherming berust dan op de specifieke relatie tussen aanbieder en acceptant en is van een andere aard dan de bescherming die uit hoofde van de Wte 1995 geboden wordt. Ten slotte geeft de AFM aan, dat een relatie van vriendschap niet wordt beschouwd als een 'zekere relatie'.

Consultatie-wetsvoorstel Wet op het financieel toezicht

Eind april 2004 is het derde en laatste deel van het consultatie-wetsvoorstel Wet op het financieel toezicht gepubliceerd.⁸ In de Wft worden de huidige financiële toezichtwetten omgevormd tot één toezichtwet. In dit derde deel zijn toezichtregels opgenomen voor het gedrag van partijen die actief zijn op de financiële markten. Hiertoe is een aantal van de huidige financiële regelingen en wetsvoorstellen geïmplementeerd, zoals (het wetsvoorstel tot aanpassing van) de Wet toezicht beleggingsinstellingen, het wetsvoorstel Wet financiële dienstverlening, (het wetsvoorstel tot aanpassing van) de Wet melding zeggenschap 1996 en de Wte 1995. Ook worden enkele inhoudelijke vernieuwingen geïntroduceerd ten gevolge van de introductie van de Europese Prospectusrichtlijn (hierna: de Richtlijn).⁹

In de Wft komt het begrip 'besloten kring' in het geheel niet meer voor. In de Richtlijn wordt een uniform regime voorgesteld, waarbij aan de lidstaten geen vrijheid wordt gelaten

voor invulling zoals thans bij het begrip 'besloten kring' het geval was.

In artikel 3:5.3 Wft wordt aangegeven dat het verboden is om in Nederland effecten aan te bieden, tenzij voorafgaand aan dit aanbod een prospectus beschikbaar is gesteld. Het begrip 'aanbieden van effecten' wordt gedefinieerd in artikel 3:5.1 Wft. De Wft gaat dus in beginsel uit van een algemeen verbod tot het in Nederland aanbieden van effecten zonder prospectus.¹⁰

Voor bepaalde aanbiedingen aan het publiek geeft artikel 3:5.5 Wft een uitzondering op de prospectusplicht, te weten indien:

- de effecten worden aangeboden aan één of meer professionele marktpartijen;
- de effecten worden aangeboden aan minder dan honderd natuurlijke personen of rechtspersonen per lidstaat, professionele marktpartijen uitgezonderd;
- de aangeboden effecten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 50.000 per belegger;
- de nominale waarde van de aangeboden effecten per effect ten minste € 50.000 bedraagt; of
- de gezamenlijke tegenwaarde van alle aangeboden effecten lager is dan € 100.000.

De Wft kiest derhalve in plaats van voor een besloten-kring-criterium onder meer voor een vrijstelling bij een uitgifte aan het publiek waarbij aan minder dan honderd personen wordt aangeboden. Of er voorafgaand aan de aanbieding een zekere relatie bestond tussen de uitgevende instelling en de potentiële acceptanten op grond waarvan deze acceptanten van de kenmerken van de aanbieder en de effecten op de hoogte konden zijn, is derhalve irrelevant. Hiermee wordt het kenniscriterium dat is gebaseerd op het Tjoeroeg-arrest, verlaten.

Voordeel van een dergelijk getalsmatig criterium, waarbij het aantal acceptanten tot honderd wordt beperkt, is dat dit criterium in alle lidstaten kan worden toegepast. Het is een objectief en gemakkelijk toepasbaar vereiste: wordt aan minder dan honderd acceptanten aangeboden, dan is geen prospectus vereist. Het getalscriterium kan wel als enigszins arbitrair worden beschouwd. Niet geheel duidelijk is, waarom de grens bij honderd acceptanten is gelegd, en het is de vraag of vanuit het oogpunt van de bescherming van de belegger een dergelijk arbitrair getalscriterium de voorkeur verdient boven het kenniscriterium. Ook wordt niet aangegeven, wat er bij 'grensgevallen' gaat gebeuren. Worden bijvoorbeeld effecten aangeboden aan leden van de hiervoor genoemde kleinschalige vereniging, die 105 leden kent, dan leert strikte toepassing van het wetsvoorstel dat hier in

6. Zie website AFM, Interpretaties Wte 1995, 13 december 2002 en C.M. Grundmann-van de Krol, a.w., p. 55.

7. C.M. Grundmann-van de Krol, a.w., p. 57.

8. Wet financieel toezicht, Marktconsultatie 23 april 2004.

9. Richtlijn 2003/71/EG.

10. C.M. Grundmann-van de Krol, Consultatievoorstel deel 3 (Gedrags-toezicht) Wet financieel toezicht, Ondernemingsrecht 2004, p. 314 e.v.

beginsel een prospectus is vereist, terwijl deze aanbieding onder de huidige wetgeving als aanbieding binnen een besloten kring zou kunnen worden gekwalificeerd.

Het kwalitatieve besloten-kring-criterium dat tot op heden van kracht is, heeft als nadeel dat dit begrip in elke lidstaat en bij elk specifiek geval anders kan worden uitgelegd. Bij het in werking treden van de Wft speelt dit interpretatievraagstuk echter niet meer.

Conclusie

Het in de Wte 1995 opgenomen besloten-kring-criterium zal bij het in werking treden van de Wft worden verlaten en worden vervangen door een objectief en gemakkelijk toepasbaar getalsmatig vereiste. De beoordeling of in een specifiek geval bij uitgifte van effecten een prospectus beschikbaar zal moeten worden gesteld, is dan onder meer afhankelijk van de vraag of het een aanbieding van effecten betreft aan meer dan honderd personen. De vraag of er naast de financiële relatie tussen de aanbieder en de acceptant nog een 'zekere' andere relatie bestaat, waar een beschermende werking voor de betreffende acceptant vanuit gaat, is dan irrelevant. Een getalsmatig criterium zal voor de praktijk gemakkelijker hanteerbaar zijn dan het subjectieve besloten-kring-criterium. Het is echter de vraag of de bescherming van de belegger erbij gebaat is dat het kennis criterium wordt verlaten en wordt vervangen door een arbitrair getalscriterium.

*Mr. A.C. Spruijt
Stibbe*