

## Het conceptbesluit transparantie uitgevende instellingen

### Inleiding

Onlangs is een concept-Besluit transparantie uitgevende instellingen<sup>1</sup> (hierna: Conceptbesluit) ter consultatie gepubliceerd. Het Conceptbesluit implementeert een uitvoeringsrichtlijn tot vaststelling van concrete voorschriften uit hoofde van de Transparantierichtlijn<sup>2</sup> (hierna: Uitvoeringsrichtlijn).<sup>3</sup>

Zowel de Transparantierichtlijn als de Uitvoeringsrichtlijn moet worden geïmplementeerd in nationale wetgeving.<sup>4</sup> In Nederland gebeurt dit, met name, door aanpassing van de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft)<sup>5</sup> en twee algemene maatregelen van bestuur, waarvan het Conceptbesluit er een is en het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen (hierna: Besluit melding zeggenschap)<sup>6</sup> het andere.

Verschillende partijen hebben op het Conceptbesluit gereageerd. De reacties zijn te vinden op de website van het ministerie van Financiën.<sup>7</sup> De consultatieperiode is inmiddels afgelopen.

Deze bijdrage geeft een paar indrukken van het Conceptbesluit. Voor een beter begrip volgt eerst enige informatie over de Europeesrechtelijke achtergrond.

### *Transparantierichtlijn*

De Transparantierichtlijn maakt deel uit van de in het 'Actieplan financiële diensten'<sup>8</sup> genoemde maatregelen

1. Concept Besluit houdende bepalingen tot uitvoering van de Wet implementatie richtlijn transparantie (Besluit transparantie uitgevende instellingen), te raadplegen op <[www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)>.
2. 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 gereguleerde markt zijn toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG.
3. 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.
4. Zie voor een overzicht van de implementatie van de Transparantierichtlijn: M.C. Wurfain, Wetsvoorstel implementatie Transparantierichtlijn, TOP 2007, p. 301-304.
5. Wet van 28 september 2006, houdende regels met betrekking tot de financiële markten en het toezicht daarop (Wet op het financieel toezicht).
6. Besluit van 12 oktober 2006, 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.
7. Zie <[www.minfin.nl/Actueel/Consultaties/2008/08/Besluit\\_transparantie\\_uitgevende\\_instellingen](http://www.minfin.nl/Actueel/Consultaties/2008/08/Besluit_transparantie_uitgevende_instellingen)>.
8. Financial Services Action Plan van de Europese Commissie (COM (1999)232 van 11 mei 1999).

om de interne markt voor financiële diensten te vervolmaken.

De Transparantierichtlijn beoogt een efficiënte, transparante en geïntegreerde effectenmarkt in de Europese Unie te verwezenlijken. Door openbaarmaking van accurate, alomvattende en tijdige informatie door effecten uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een in een lidstaat gelegen of werkzame gereguleerde markt zijn toegelaten<sup>9</sup> (hierna: uitgevende instellingen) moet bij de beleggers een duurzaam vertrouwen worden gewekt en zouden zij een verantwoord oordeel kunnen vormen over de uitgevende instellingen.<sup>10</sup> Vanuit die optiek hangt de Transparantierichtlijn sterk samen met de Europese regels over de prospectusplicht bij het aanbieden van effecten en de toelating daarvan tot de handel en de plicht tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie.<sup>11</sup>

De Europese transparantieregels zijn tot stand gekomen volgens de zogenoemde 'Lamfalussy'-methode.<sup>12</sup> Dit betekent dat de Transparantierichtlijn een zogenoemde 'kaderrichtlijn' is waarin alleen de hoofdlijnen zijn uitgezet. Meer concrete maatregelen zijn in de Uitvoeringsrichtlijn uitgewerkt.

De Transparantierichtlijn maakt onderscheid in verschillende categorieën informatie die moet worden openbaar gemaakt: (1) periodieke financiële informatie, zoals jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslagen en kwartaalberichten; (2) verwerving en overdracht van belangrijke deelnemingen in uitgevende instellingen; (3) wijzigingen in aan effecten verbonden rechten; en (4) informatie aan houders van effecten met betrekking tot het uitoefenen van hun rechten.

Het onderdeel van de Transparantierichtlijn dat ziet op het melden van zeggenschap en kapitaal in uitgevende instellingen (zie 2), is reeds geïmplementeerd in hoofdstuk 5.3 Wft en in het Besluit melding zeggenschap.

Een nieuw hoofdstuk 5.1a 'Regels voor informatievoorziening door uitgevende instellingen' moet de overige in de Wft te implementeren onderdelen van de Transparantierichtlijn huisvesten. De betreffende wijzigingswet<sup>13</sup> is onlangs door de Eerste Kamer aangenomen en zal naar verwachting per 1 januari 2009 in werking treden.

9. Zie voor deze begrippen art. 1 en 2 lid 1 van de Transparantierichtlijn.

10. Zie preambule (1) van de Transparantierichtlijn.

11. Zie o.a. Richtlijn 2003/71/EG en Richtlijn 2003/6/EG.

12. Zie voor meer informatie over de Lamfalussy-methode o.a. de institutionele brochure van de Autoriteit Financiële Markten, 'Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten' op <www.afm.nl>.

13. Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten ter implementatie van de Transparantierichtlijn, Kamerstukken I 2007/08, 31 093, A.

## Het Conceptbesluit

Het Conceptbesluit valt *grosso modo* in twee delen uiteen. Het eerste deel implementeert de bepalingen uit de Uitvoeringsrichtlijn ten aanzien van door uitgevende instellingen openbaar te maken periodieke financiële informatie. Het tweede deel ziet op uitvoeringsbepalingen met betrekking tot verwerving en overdracht van belangrijke deelnemingen in uitgevende instellingen. Dit laatste deel komt uiteindelijk terecht in het Besluit melding zeggenschap. Dit betekent dat het eigenlijke Besluit transparantie uitgevende instellingen voornamelijk zal zien op openbaarmaking van periodieke financiële informatie.

De wetgever neemt in het Conceptbesluit overigens niet alle artikelen uit de Uitvoeringsrichtlijn over: de artikelen 7 tot en met 9, 19 tot en met 21 en artikel 23 van de Uitvoeringsrichtlijn worden om uiteenlopende redenen niet of slechts gedeeltelijk geïmplementeerd. Een bespreking hiervan valt buiten het bestek van deze bijdrage.<sup>14</sup>

### Periodieke en incidentele informatieverplichtingen

#### *Halfjaarverslaggeving*

Artikel 2 van het Conceptbesluit implementeert (gedeeltelijk) artikel 3 van de Uitvoeringsrichtlijn en bevat nadere regels voor de inrichting van de halfjaarrekening van uitgevende instellingen die niet verplicht zijn om een geconsolideerde jaarrekening op te maken. Dit artikel geeft een nadere uitwerking van artikel 5:25d lid 5 en 6 Wft.

Uitgevende instellingen die een geconsolideerde jaarrekening moeten opmaken, zijn verplicht de internationale standaarden voor jaarrekeningen te volgen zoals goedgekeurd onder de 'IAS-verordening'.<sup>15</sup>

Deze regeling geldt alleen voor uitgevende instellingen die Nederland als lidstaat van herkomst hebben en die niet zijn vrijgesteld van de plicht om de halfjaarlijkse financiële verslaggeving algemeen verkrijgbaar te stellen. (In afwijking van art. 1:1 Wft geeft art. 5:25a Wft aan wat dient te worden verstaan onder het begrip 'lidstaat van herkomst'. Art. 5:25g Wft biedt de bepalingen voor de vrijstellingsmogelijkheden.)

Waar de internationale standaarden geen toepassing hebben, is het deze regeling die beoogt (1) te voorkomen dat de halfjaarverslaggeving een misleidend beeld geeft van de financiële positie van de uitgevende instelling, en (2) te waarborgen dat de halfjaarlijkse informatie eenvoudig kan worden vergeleken met die in het jaarverslag van het voorgaande boekjaar.

14. Verwezen wordt naar de toelichting bij het Conceptbesluit, p. 12-16.

15. Verordening (EG) nr. 1606/2002 van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 19 juli 2002 betreffende de toepassing van internationale standaarden voor jaarrekeningen.

Zo moet (1) de verkorte balans en de verkorte winst- en verliesrekening dezelfde posten, kopjes en subtotalen als de laatst algemeen verkrijgbaar gestelde jaarrekening hebben, (2) een vergelijkende balans en winst-en-verliesrekening worden opgenomen, en (3) de toelichting voldoende informatie bevatten om de halfjaarrekening met de jaarrekeningen te kunnen vergelijken en om de gebruiker een goed inzicht te kunnen verschaffen in wezenlijke veranderingen van bedragen en in de ontwikkelingen in de eerste zes maanden van het boekjaar. Posten mogen alleen worden toegevoegd indien anders de halfjaarlijkse financiële verslaggeving een misleidend beeld zou geven.

Artikel 3 van het Conceptbesluit implementeert artikel 4 van de Uitvoeringsrichtlijn en verplicht uitgevende instellingen, die aandelen uitgeven die zijn toegelaten tot de handel op een Nederlandse gereguleerde markt, in het halfjaarverslag informatie op te nemen over de belangrijkste transacties met verbonden partijen. Dit artikel is een uitwerking van artikel 5:25d lid 9 Wft.

Uitgevende instellingen die een geconsolideerde jaarrekening moeten opmaken, zijn verplicht in hun halfjaarverslag dezelfde definitie van transacties met verbonden partijen te hanteren als in het jaarverslag. Uitgevende instellingen die geen geconsolideerde jaarrekening overeenkomstig de IAS Verordening opstellen, gebruiken de definitie zoals opgenomen in de richtlijn jaarrekeningen.<sup>16</sup>

#### *Uitgevende instellingen uit derde landen*

Uitgevende instellingen met zetel in een staat die geen lidstaat is en waarvan Nederland lidstaat van herkomst is, hebben de mogelijkheid om de algemeen verkrijgbaar te stellen (half)jaarlijkse financiële verslaggeving op te maken conform eigen nationale voorschriften indien die voorschriften voldoen aan de vereisten gesteld in een op grond van de Transparantierichtlijn genomen besluit van de Europese Commissie en gelijkwaardig zijn aan de voorschriften die voortvloeien uit de Transparantierichtlijn (art. 5:25v lid 1 Wft).

Op een uitgevende instelling die een beroep doet op de hiervoor genoemde regeling zijn de inhoudsvereisten ten aanzien van de (half)jaarlijkse financiële verslaggeving zoals neergelegd in de artikelen 5:25c en 5:25d Wft niet van toepassing. In plaats daarvan dient de financiële verslaggeving te voldoen aan de voorschriften van de artikelen 7 tot en met 11 van het Conceptbesluit. De artikelen 7 tot en met 11 van het Conceptbesluit implementeren de artikelen 13 tot en met 15, 17 en 18 van de Uitvoeringsrichtlijn. Gezien de achterliggende wens van gelijkwaardigheid met de voorschriften uit de Transparantierichtlijn, hebben deze artikelen een vrij voorspelbare inhoud.

16. Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 25 juli 1978 op de grondslag van art. 54, lid 3, sub g van het Verdrag betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen.

Vermeldenswaardig is dat de verklaring van binnen de uitgevende instelling voor de financiële verslaggeving verantwoordelijke personen niet alleen zien op de getrouwheid van de overzichten in het jaarverslag, maar ook op de conformiteit daarvan met de toepasselijke standaarden (art. 9 Conceptbesluit). Verder dienen uitgevende instellingen die op grond van hun nationale recht niet verplicht zijn enkelvoudige jaarrekeningen algemeen verkrijgbaar te stellen, rekening te houden met verzoeken van de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) tot aanvullende gecontroleerde informatie (art. 10 Conceptbesluit).

#### *Koersgevoelige informatie*

Tot de incidentele informatieverplichtingen van uitgevende instellingen behoort de plicht tot onverwijld algemeen verkrijgbaarstelling van koersgevoelige informatie. Koersgevoelige informatie (koersgevoelige informatie wordt omschreven in art. 5:25i lid 1 en 5:53 lid 1 Wft) dient op grond van artikel 5:25i Wft onverwijld algemeen verkrijgbaar te worden gesteld. Een uitgevende instelling heeft (uit hoofde van art. 5:25i lid 2 onderdeel a, b en c) echter de mogelijkheid de algemeen verkrijgbaarstelling van koersgevoelige informatie uit te stellen indien – en zolang – aan de volgende strikte voorwaarden wordt voldaan: (1) uitstel moet een rechtmatig belang van de uitgevende instelling dienen, (2) van het uitstel is geen misleiding van het publiek te duchten, en (3) de uitgevende instelling kan de vertrouwelijkheid van de informatie waarborgen.

Artikel 4 van het Conceptbesluit werkt de voorwaarden verder uit. Het eerste lid geeft aan wat in ieder geval onder een rechtmatig belang van de uitgevende instelling wordt verstaan. Het tweede lid geeft aan wat de uitgevende instelling moet doen teneinde de vertrouwelijkheid van de informatie voldoende te kunnen waarborgen.

Deze bepalingen zijn niet nieuw. Zij komen ook niet voort uit de Transparantierichtlijn. Het betreft hier slechts een wetsystematische verhangings van reeds in 2005 in de Wft geïmplementeerde Europese (anti)marktmissbruikregeling. Artikel 25i Wft vervangt grotendeels artikel 5:59 Wft en artikel 4 van het Conceptbesluit vervangt artikel 14 van het Besluit Marktmissbruik Wft.<sup>18</sup> Doel van de verhangings is om informatieverplichtingen van uitgevende instellingen in één hoofdstuk te zetten. Inhoudelijke wijzigingen zijn niet voorzien.

Men moet zich echter wel realiseren dat het toepassingsbereik van de plicht tot algemeen verkrijgbaarstelling van koersgevoelige informatie afwijkt van de overige in deze bijdrage besproken informatieverplichtingen. Niet alleen uitgevende instellingen van effecten die tot de handel op een in Nederland gelegen of werkzame gereguleerde

18. Besluit van 12 oktober 2006, houdende regels tot uitvoering van diverse bepalingen van hoofdstuk 5.4 van de Wft.

de markt zijn toegelaten, valt deze plicht ten deel. Ook uitgevers/aanbieders van andere financiële instrumenten en financiële instrumenten die tot de handel op in Nederland geautoriseerde multilaterale handelsfaciliteiten zijn toegelaten, ongeacht hun lidstaat van herkomst.

#### *Wijze van openbaarmaking*

De artikelen 5 en 6 van het Conceptbesluit implementeren artikel 12 van de Uitvoeringsrichtlijn en geven nadere voorschriften voor het algemeen verkrijgbaar stellen van 'gereguleerde informatie' en werken daarmee artikel 5:25m lid 1 en 2 Wft uit. (Gereguleerde informatie is een nieuw begrip in de Wft en behelst in het kort de periodieke en incidentele financiële informatie die de uitgevende instelling op grond van de Transparantierichtlijn en art. 6 van de Richtlijn Marktmissbruik ((koersgevoelige informatie)) algemeen verkrijgbaar stelt). Artikel 5:25m Wft schrijft voor dat gereguleerde informatie onverwijld algemeen verkrijgbaar moet worden gesteld via een persbericht.

Artikel 5 van het Conceptbesluit bevat een aantal minimumnormen waaraan de algemeen verkrijgbaarstelling van gereguleerde informatie moet voldoen. Deze minimumnormen zijn noodzakelijk om de belegger gelijkmatig toegang te kunnen verschaffen tot gereguleerde informatie van een uitgevende instelling, ook wanneer ze zich bevinden in een andere lidstaat dan waar de uitgevende instelling is gevestigd. De uitgevende instelling dient tevens de veiligheid en integriteit van elektronisch verspreide berichten te waarborgen. Daarnaast geeft artikel 5 nog enkele redactionele voorschriften.

Artikel 6 van het Conceptbesluit bepaalt dat de AFM ter uitoefening van haar toezichttaak uitgevende instellingen kan verzoeken nadere (technische) informatie aangaande details rond te algemeen verkrijgbaarstelling te overleggen.

#### **Wijzigingen in het Besluit melding zeggenschap**

Het Conceptbesluit bevat tevens een aantal wijzigingen van bepalingen in het bestaande Besluit melding zeggenschap. Zoals hiervoor aangegeven bevat het Besluit melding zeggenschap voorschriften ter uitvoering van de bepalingen over het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen als bedoeld in afdeling 5.3 van de Wft (vgl. art. 5:33 lid 1 onderdeel a voor een definitie van de relevante instellingen). Een wijziging betreft een uitbreiding van het begrip 'optie' in artikel 1a van het Besluit melding zeggenschap.

#### *Nieuw artikel 1a en de betekenis 'optie'*

Artikel 5:33 Wft bepaalt wat voor de toepassing van afdeling 5.3 van de Wft moet worden verstaan onder het begrip 'aandeel'. Op grond van artikel 5:38 Wft dient eenieder die de beschikking krijgt of verliest over aandelen waardoor, naar hij weet of behoort te weten, het percentage van het kapitaal in een uitgevende instelling waarover hij beschikt

een drempelwaarde bereikt, overschrijdt dan wel onderschrijdt, dat onverwijld aan de AFM te melden. Voor de toepassing van deze regels wordt het begrip 'aandeel' in artikel 5:33 Wft als volgt gedefinieerd:

1. een verhandelbaar aandeel als bedoeld in artikel 79 lid 1, van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek;
2. een certificaat van een aandeel of een ander met een certificaat van een aandeel gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs;
3. elk ander verhandelbaar waardebewijs, niet zijnde een optie als bedoeld onder 4, ter verwerving van een onder 1 bedoeld aandeel of van een onder 2 bedoeld waardebewijs; en
4. een optie ter verwerving van een onder 1 bedoeld aandeel of van een onder 2 bedoeld waardebewijs.

Bij onderdeel 4 wordt vermeld dat bij algemene maatregel van bestuur kan worden bepaald wat onder optie wordt verstaan. Deze nadere duiding van het begrip optie wordt nu in het Conceptbesluit gegeven, en wel door een voorgestelde aanpassing van het Besluit melding zeggenschap. Het voorgestelde nieuwe artikel 1a van het Besluit melding zeggenschap stelt in dit verband dat:

'(...) onder optie als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, onder 4, eerste volzin, van de wet, (...) ook (worden) verstaan de volgende instrumenten als bedoeld in de onderdelen d tot en met g van de definitie van financieel instrument als bedoeld in artikel 1:1 Wft, indien deze de houder het recht geven op verwerving van een aandeel als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, onder 1, Wft, of van een aandeelbewijs als bedoeld in artikel 5:33, eerste lid, onderdeel b, onder 2, Wft.'

Dit leidt ertoe dat voor de toepassing van afdeling 5.3 van de Wft in ieder geval de volgende instrumenten worden beschouwd als een 'optie', echter slechts indien deze de houder het recht geven op verwerving van een aandeel of certificaat van een aandeel:

1. optie, future, swap, rentetermijncontract of ander derivatencontract dat betrekking heeft op effecten, valuta, rentevoeten of rendementen, of andere afgeleide instrumenten, indexen of maatstaven en dat kan worden afgewikkeld door middel van materiële aflevering of in contanten (onderdeel d van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft);
2. optie, future, swap, rentetermijncontract of ander derivatencontract dat betrekking heeft op grondstoffen en in contanten moet of mag worden afgewikkeld naar keuze van een van de partijen, tenzij de reden het in gebreke blijven is of een andere gebeurtenis die beëindiging van het contract tot gevolg heeft (onderdeel e van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft);
3. optie, future, swap of ander derivatencontract dat betrekking heeft op grondstoffen, alleen kan worden afgewikkeld door middel van materiële levering en wordt verhandeld op een gereguleerde markt of



een multilaterale handelsfaciliteit (onderdeel f van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft);

- andere optie, future, swap of termijncontract dan bedoeld onder 3 of ander derivatencontract dat betrekking heeft op grondstoffen, kan worden afgewikkeld door middel van materiële levering en niet voor commerciële doeleinden bestemd is, en dat de kenmerken van andere afgeleide financiële instrumenten heeft (onderdeel g van de definitie van financieel instrument in art. 1:1 Wft).

De omschrijving van het begrip optie in het Conceptbesluit laat een aantal elementen weg die wel in de Uitvoeringsrichtlijn (en ook in de Transparantierichtlijn) worden genoemd. Artikel 13 van de Transparantierichtlijn stelt dat de meldingsverplichtingen bij het verkrijgen of het verliezen van de beschikking over aandelen of stemmen in relevante (beursgenoteerde) instellingen

‘ook van toepassing (zijn) op een natuurlijke persoon of juridische entiteit die, rechtstreeks of middellijk, financiële instrumenten houdt die het recht verlenen om, uitsluitend op eigener beweging, uit hoofde van een formele overeenkomst, reeds uitgegeven aandelen waaraan stemrechten zijn verbonden te verwerven van een uitgevende instelling waarvan de aandelen tot een gereguleerde markt zijn toegelaten’. Artikel 13 lid 2 van de Transparantierichtlijn bepaalt vervolgens dat de Commissie nader kan uitwerken welke financiële instrumenten hieronder met name kunnen worden verstaan.

Artikel 11 van de Uitvoeringsrichtlijn bepaalt in dit verband dat de in dat artikel genoemde derivaten relevant zijn bij het aannemen van een meldingsplicht:

‘(...) als zij de houder ervan het recht verlenen om, uitsluitend op eigener beweging, uit hoofde van een formele overeenkomst reeds uitgegeven aandelen waaraan stemrechten zijn verbonden, te verwerven’.

Bovendien moet op grond van dit artikel 11:

‘(...) de houder van het instrument (...) op de vervaldag hetzij het onvoorwaardelijke recht hebben om de onderliggende aandelen te verwerven hetzij naar eigen goeddunken kunnen gebruikmaken van zijn recht om dergelijke aandelen al dan niet te verwerven’.

In het Conceptbesluit wordt nu (slechts) voorgesteld de hiervoor onder 1 tot en met 4 genoemde derivaten relevant te achten voor de meldingsplicht van hoofdstuk 5.3 Wft ‘indien deze de houder het recht geven op verwerving van een aandeel of van een aandeelbewijs’.

Gesteld kan worden dat de elementen die de Transparantierichtlijn en de Uitvoeringsrichtlijn noemen voor de relevan-

tie van de daar genoemde derivaten (voor het kunnen aannemen van een meldingsplicht), in het Conceptbesluit correct zijn samengevat als ‘indien deze de houder het recht geven op verwerving van een aandeel of van een aandeelbewijs’. In de reacties op het Conceptbesluit is echter wel opgemerkt dat het verschil in omschrijving tot onduidelijkheid bij beleggers kan leiden.<sup>19</sup>

Terecht is gesignaleerd dat onder de voorgestelde omschrijving van ‘optie’ in het Conceptbesluit derivaten als *contracts for differences* (hierna: CFD’s) *de facto* zijn vrijgesteld van de meldingsplicht.<sup>20</sup> CFD’s kunnen worden omschreven als een overeenkomst tussen twee partijen, meestal *buyer* en *seller* genoemd, waarin wordt bepaald dat de *seller* aan de *buyer* het (positieve) verschil tussen de actuele waarde van bepaalde effecten (bijvoorbeeld aandelen) en de waarde van deze effecten ten tijde van het afsluiten van het contract zal uitbetalen. Wanneer het verschil negatief uitvalt, betaalt de *buyer* het verschil aan de *seller*. Door middel van een CFD kan een belegger of financiële instelling speculeren op prijsstijgingen of prijsdalingen van effecten zonder deze in bezit te hebben.

CFD’s worden dikwijls cash afgewikkeld en beogen dan niet dat de onderliggende aandelen worden geleverd. CFD’s lijken echter in die zin op call-opties, dat beleggers een long of short positie in het aandeel verkrijgen, althans zij krijgen een economisch belang bij koersstijgingen en koersdalingen. Beleggers kunnen zich bijvoorbeeld indekken tegen koersstijgingen als zij een CFD aangaan die inhoudt dat zij profiteren van de koersstijging en deze bij de afwikkeling van de CFD krijgen uitbetaald. Ingeval de *buyer* na het afwickelen van het contract (en het uitbetaald krijgen van de koerswinst) zou besluiten de onderliggende aandelen te kopen tegen de dan geldende marktprijs, is zijn economische positie gelijk aan de houder van een (gelijkwaardige) call-optie die de optie uitoefent en fysieke levering van onderliggende aandelen verlangt. Het enige verschil met een call-optie die in aandelen wordt afgewikkeld, is dat de *buyer* in de CFD-transactie in beginsel geen ‘recht’ op aandelen heeft (hetzelfde is overigens het geval bij een call-optie die uitsluitend cash kan worden afgewikkeld). (In een bilateraal contract kan een dergelijke optie worden aangeduid als een CFD). Zijn economisch belang bij de aandelen is echter vergelijkbaar met het economisch belang van de houder van een call-optie die recht geeft op dezelfde aandelen. Zo kan de *buyer* bij de CFD besluiten om na afwikkeling van het contract alsnog de onderliggende aandelen te kopen. Nu CFD’s die in contanten worden afgewikkeld niet onder de meldingsplicht vallen, bestaat de kans dat andere marktpartijen worden verrast doordat een partij bij een CFD besluit om

19. Reactie op het Conceptbesluit van Eumedion d.d. 4 september 2008.

20. T. Stevens, *Beursoverval* ook bij ons mogelijk, *Het Financieele Dagblad* 8 september 2008.

haar uitbetaling onder het contract aan te wenden om een substantieel belang in de betreffende uitgevende instelling te nemen. Beleggers worden minder verrast als een houder van een call-optie hetzelfde zou doen (een houder van een call-optie moet immers wel melden als hij een recht op aandelen heeft), hoewel er economisch tussen de beide contracten weinig verschil bestaat; het doel is meestal het afdekken van toekomstige koersstijgingen.<sup>21</sup>

Naar aanleiding van de signalering in de media met betrekking tot CFD's zijn Kamervragen gesteld aan de minister van Financiën.<sup>22</sup> Het Kamerlid Irrgang heeft in dit verband gevraagd aan de minister of er naar huidig Nederlands recht enige meldingsplicht bestaat voor derivatenposities, zowel met als zonder formeel recht op verwerving van de onderliggende aandelen. Hij doelt daarbij met name op het gebruikmaken van derivaten zoals equity swaps en CFD's, waarmee beleggers posities kunnen opbouwen die formeel alleen financieel van aard zijn. De minister antwoordt op deze vragen dat hij het omzeilen van vennootschapsrechtelijke en financieelrechtelijke regels, bijvoorbeeld in de vorm van een sluipoverval, onwenselijk acht. Hij stelt in dit verband dat onder de huidige Wft er een meldingsplicht bestaat voor derivaten indien en voor zover deze de houder een recht geven om aandelen en het daaraan verbonden stemrecht te verwerven in een uitgevende instelling, en ertoe leiden dat het (totale) belang van de houder een in (art. 5:38, lid 3, van) de Wft opgenomen drempelwaarde bereikt, overschrijdt of onderschrijdt. In dergelijke gevallen kan er volgens de minister ook een meldingsplicht zijn met betrekking tot CFD's, indien deze mogelijk leiden tot een afwikkeling in aandelen. De minister vervolgt in zijn antwoord met de mededeling dat in Engeland de financiële toezichthouder FSA (Financial Services Authority) heeft aangekondigd vanaf september 2009 CFD's te laten meetellen in het berekenen van de drempel voor de meldingsplicht ter zake van het beschikken over substantiële belangen in uitgevende instellingen. Dit voornemen, alsmede de reacties op het Conceptbesluit wil de minister meewegen in het kader van de verdere voorbereiding van het Conceptbesluit.<sup>23</sup>

#### Tot slot

Het Conceptbesluit is bij het inleveren van de kopij van deze bijdrage nog niet vastgesteld.

Een aantal punten behoeft evenwel nog verduidelijking. Zo is bijvoorbeeld de vraag hoe de reacties, die zijn binnengekomen tijdens de consultatieperiode, op de invulling

van de term 'optie' zullen worden verwerkt. Belangstellend zal tevens worden uitgekeken naar de verwerking van de Kamervragen en de antwoorden van de minister over CFD's.

Enige haast is inmiddels wel geboden. De Transparantierichtlijn had vóór 20 januari 2007 in de nationale wetgeving geïmplementeerd moeten zijn. Volgens het ministerie is de vertraging veroorzaakt door de totstandkoming van de Wft. Volgens het wetgevingsprogramma voor 2008 van de directie Financiële Markten van het ministerie van Justitie was 1 oktober 2008 de streefdatum van de inwerkingtreding.<sup>24</sup> De wijzigingswet Wft is inmiddels wel aangenomen door de Eerste Kamer en zal naar verwachting per 1 januari 2009 in werking treden. Teneinde rechtsonzekerheid bij de uitvoering van de wet te voorkomen, zou de inwerkingtreding van het Conceptbesluit per gelijke datum moeten geschieden.

*Mr. J.L.J.M. van der Meer*  
*Mr. E. Koh*  
*Clifford Chance*

21. Vgl. o.a. de reactie op het Conceptbesluit van Eumedion d.d. 4 september 2008.

22. Vragen van Kamerlid Irrgang (SP) d.d. 11 september 2008. Zie website ministerie van Financiën: <[www.minfin.nl/content.jsp?objectid=59159](http://www.minfin.nl/content.jsp?objectid=59159)>.

23. Zie website van de FSA en de 'policy update' met betrekking tot CFD's: <[www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07\\_20\\_update.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp07_20_update.pdf)>.

24. Kamerstukken II 2007/08, 31 200, IXB, nr. 12.