

De ‘gereguleerde markt’ en het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling

*Mr. drs. H.J. Teerink en mr. drs. G. Koeman**

Inleiding

Het begrip ‘gereguleerde markt’ als gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) speelt een belangrijke rol in de Nederlandse regelgeving met betrekking tot openbare biedingen. Zo bevat artikel 5:74 Wft de verplichting om een biedingsbericht op te stellen bij een bod op effecten die zijn toegelaten tot de handel op een ‘gereguleerde markt’ in Nederland. Ook voor wat betreft het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling, opgenomen in artikel 5:70 Wft, wordt aangesloten bij het concept ‘gereguleerde markt’.

De regeling met betrekking tot het verplicht bod is op 28 oktober 2007 ingevoerd bij de implementatie van de Richtlijn 2004/25/EG (hierna: Overnamerichtlijn). Het begrip ‘gereguleerde markt’, zoals gebruikt in de Overnamerichtlijn, ziet op een gereguleerde markt binnen de Europese Economische Ruimte (EER). Kort na de invoering van de verplicht bod-regeling is met de implementatie van Richtlijn 2004/39/EG (Markets in Financial Instruments Directive; MiFID) in de Nederlandse wetgeving begin november 2007 de definitie van het begrip ‘gereguleerde markt’ gewijzigd, om deze overeen te laten komen met de begripsomschrijving die gebruikt is in de MiFID. Doordat de definitie in de Wft echter enigszins afwijkt van de definitie in de MiFID wordt, naar de letter van de wet, de territoriale werking van het begrip ‘gereguleerde markt’ verruimd. Hiermee lijkt ook het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling te zijn verruimd tot effectenbeurzen en andere markten die voldoen aan de materiële definitie van ‘gereguleerde markt’ in artikel 1:1 Wft *buiten* de EER.

Hoewel de Overnamerichtlijn een zogenoemde ‘minimum harmonisatie’-richtlijn is en het de lidstaten derhalve vrijstaat om aanvullende regels op te stellen, is het de vraag of de wetgever een dergelijke verruiming van het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling beoogd heeft. Los van de vraag of een dergelijke uitbreiding van de reikwijdte van de regeling wenselijk is – op welke vraag we in deze bijdrage niet verder in zullen gaan – zijn er aanwijzingen dat de wetgever een dergelijke verruiming niet bedoeld heeft. De onduidelijkheid over de reikwijdte van

het van toepassing zijn van de verplicht bod-regeling is in het licht van de verregaande implicaties van de regeling onwenselijk. Al in een vroeg stadium is in de literatuur gewezen op de problematiek bij het begrip ‘gereguleerde markt’ bij de implementatie van de MiFID,¹ maar de wetgever heeft – ondanks de recente reparatie van enkele andere bepalingen in de Wft – tot op heden niet de kans gegrepen om deze onduidelijkheid op dit punt weg te nemen.

In dit verband merken wij op dat de problematiek over de territoriale reikwijdte van het begrip ‘gereguleerde markt’ bijvoorbeeld ook een rol speelt bij de regeling ex artikel 2:359c BW (uitkoopregeling na openbaar bod). Binnen het bestek van deze bijdrage zullen wij ons echter beperken tot de consequenties voor de verplicht bod-regeling.

Hierna bespreken wij eerst kort de achtergrond en betekenis van het begrip ‘gereguleerde markt’ binnen de Europese en Nederlandse wet- en regelgeving, de verplicht bod-regeling en de consequenties van een letterlijke lezing van de huidige wettekst. Daarna geven we een overzicht van de belangrijkste argumenten en aanwijzingen dat de wetgever géén verruiming van het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling beoogd heeft, en concluderen wij dat het wenselijk, zo niet noodzakelijk, is dat deze kennelijke weeffout op korte termijn wordt gerepareerd.

Gereguleerde markt

Achtergrond

Ter uitvoering van het eind vorige eeuw door de Europese Commissie aangekondigde ‘Financial Services Action Plan’ zijn de afgelopen jaren verschillende Europese richtlijnen op het terrein van het effectenrecht in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd, zoals Richtlijn 2003/71/EG (Prospectusrichtlijn), Richtlijn 2003/6/EG (Richtlijn Marktmissbruik), Richtlijn 2004/109/EG (Transparantierichtlijn), de Overnamerichtlijn en de MiFID.

* Mr. drs. H.J. Teerink is advocaat bij Clifford Chance te Londen. Mr. drs. G. Koeman is advocaat bij Clifford Chance te Londen.

1. C.M. Grundmann-van de Krol, Verhouding Wft-MiFID, in: D. Busch e.a. (red.), *Onderneming en financieel toezicht*, Serie *Onderneming en Recht*, deel 40, Deventer: Kluwer 2007, p. 166.

Een van de centrale begrippen in de genoemde richtlijnen is het begrip 'gereguleerde markt', zoals geïntroduceerd in de Richtlijn 93/22/EEG (hierna: Richtlijn Beleggingsdiensten) en later in gewijzigde vorm overgenomen in de MiFID.² Door middel van deze richtlijnen is uitvoering gegeven aan de wens om de Europese effectenrechtelijke regels te harmoniseren. De introductie van een coherent en uniform begrippenkader werd hierbij noodzakelijk geacht (zie de preambule van de MiFID, onder (5)). Met het begrip 'gereguleerde markt' worden markten, waaronder effectenbeurzen, die als zodanig kwalificeren onderworpen aan specifieke, uit de Europese richtlijnen voortvloeiende wet- en regelgeving.

Het begrip 'gereguleerde markt' is op basis van de hiervoor genoemde Richtlijn Beleggingsdiensten in de Wft opgenomen bij de Vierde nota van wijziging van 20 oktober 2005³ en is later gewijzigd bij de implementatie van de MiFID. Tot aan de implementatie van de MiFID op 1 november 2007 bevatte de definitie een verwijzing naar artikel 1 onderdeel 13 Richtlijn Beleggingsdiensten. Uit de tekst van dit artikel blijkt dat een van de voorwaarden om als 'gereguleerde markt' aangemerkt te worden, was dat het lichaam dat de markt exploiteert, zijn geregistreerde adres (of hoofdkantoor) heeft in een lidstaat van de EER (art. 1 onderdeel 13 jo. art. 16 jo. art. 1 onderdeel 6 sub c Richtlijn Beleggingsdiensten). Hiermee was de territoriale reikwijdte van het begrip 'gereguleerde markt' gegeven: het ging uitdrukkelijk slechts om markten *binnen* de EER.

Begripsomschrijving

Met de implementatie van de MiFID in november 2007 is het begrip 'gereguleerde markt' in artikel 1:1 Wft gedefinieerd als een:

'multilateraal systeem dat meerdere koop- en verkoopintenties van derden met betrekking tot financiële instrumenten (...) samenbrengt of het samenbrengen daarvan vergemakkelijkt op zodanige wijze dat er een overeenkomst voortvloeit met betrekking tot financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten, en dat regelmatig en overeenkomstig de geldende regels inzake de vergunningverlening en het doorlopende toezicht werkt'.

Met deze nieuwe definitie beoogde de wetgever aansluiting te zoeken bij de begripsomschrijving in de MiFID. Er wordt aldus een definitie gegeven die aangeeft wat functioneel gezien als 'gereguleerde markt' gekwalificeerd moet worden. De territoriale inperking die onder de oude begripsomschrijving was opgenomen door middel van de verwijzing naar de Richtlijn Beleggingsdiensten, ontbreekt echter. Dit komt doordat het laatste gedeelte van de definitie in de MiFID afwijkt van de definitie in de Wft, nu in de Wft slechts verwezen wordt naar 'de

geldende regels omtrent vergunningverlening en het doorlopend toezicht'. In de MiFID daarentegen is bepaald dat een 'gereguleerde markt' een vergunning moet hebben op grond van, en regelmatig moet functioneren overeenkomstig de bepalingen in titel III van de MiFID. Door deze verwijzing naar titel III van de MiFID is het toepassingsbereik van de definitie 'gereguleerde markt' in de MiFID beperkt tot gereguleerde markten in de EER.⁴ Nu deze beperking in de tekst van de Wft ontbreekt, lijkt het begrip 'gereguleerde markt' aanzienlijk te worden verruimd; een letterlijke lezing van artikel 1:1 Wft leidt immers tot de conclusie dat een dergelijke markt ook *buiten* de EER kan liggen.⁵

Verplicht bod-regeling

Implicaties van de regeling

Het verplicht bod is in de Nederlandse wet opgenomen bij de invoering van de Wet openbaar overnamebod in oktober 2007. Op basis van artikel 5:70 Wft is:

'(...) eenieder die alleen of tezamen met personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld, rechtstreeks of middellijk, overwegende zeggenschap verkrijgt in een N.V. met zetel in Nederland waarvan aandelen of met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, verplicht om een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen en met medewerking van de vennootschap uitgegeven certificaten van aandelen.'

Kort gezegd betekent dit voor een NV met zetel in Nederland waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt, dat aandeelhouders, tenzij een vrijstelling van toepassing is, verplicht zijn een openbaar bod uit te brengen wanneer zij beschikken over ten minste 30% van de stemrechten in de algemene vergadering van deze NV. Een dergelijk openbaar bod dient onvoorwaardelijk en tegen een redelijke prijs te zijn. De redelijke prijs is in principe gelijk aan de hoogste prijs die de bieder de afgelopen twaalf maanden heeft betaald voor een aandeel.

Ook de vennootschap zelf dient rekening te houden met de implicaties van de verplicht bod-regeling. De biedplicht geldt namelijk ook wanneer de vennootschap samen met één of meer aandeelhouders een aangekondigd bod dwarsboomt. Dit betekent dat de regeling van invloed is op de wijze waarop de vennootschap haar beschermingsconstructies kan inrichten, en de vereiste transparantie in bijvoorbeeld het jaarverslag of een prospectus van de vennootschap. Vanwege deze verregaande consequenties is het belangrijk voor aandeelhouders en de vennoot-

2. J.B.S. Hijink, Waar is de beurs? Over het belang van de locatie van een gereguleerde markt voor het toezicht op het effectenverkeer, *Ondernemingsrecht* 2006, p. 151.
3. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 6.

4. A. Doorman, Het verplicht bod, in: M.P. Nieuwe Weme, G. van Solinge, R.P. ten Have & L.J. Hijmans van den Bergh (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 489.
5. Aldus ook A.P.H. Klein & C.W.M. Lieverse, *Handelsplatformen onder de MiFID: gereguleerde markten en multilaterale handelsfaciliteiten*, FR 2008, nr. 1-2, p. 23-31.

schap zelf om te weten of de verplicht bod-regeling wel of niet op hen van toepassing is.

Relevantie van het begrip 'gereguleerde markt'

Op grond van artikel 1 lid 1 Overnamerichtlijn is Nederland slechts verplicht om de verplicht bod-regeling van toepassing te laten zijn op Nederlandse vennootschappen waarvan de effecten in één of meer lidstaten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van de Richtlijn Beleggingsdiensten c.q. de MiFID. Bij de invoering van het verplicht bod in de Wft was de omschrijving van het begrip 'gereguleerde markt' in artikel 5:70 jo. artikel 1:1 Wft nog in lijn met deze verplichting. De eerdergenoemde wijziging van de definitie bij de implementatie van de MiFID betekent concreet dat bijvoorbeeld ook Nederlandse NV's waarvan de aandelen enkel zijn toegelaten tot de handel op een effectenbeurs buiten de EER (zoals de beurzen van New York, Hong Kong, Moskou, Shanghai of São Paulo), onder het toepassingsbereik van de Nederlandse verplicht bod-regeling vallen wanneer deze voldoen aan de materiële definitie van 'gereguleerde markt' in artikel 1:1 Wft.

Beoogde verruiming?

Op het moment van de implementatie van de Overnamerichtlijn op 28 oktober 2007 had het begrip 'gereguleerde markt' nog de oorspronkelijke omschrijving waarin de verwijzing naar de Richtlijn Beleggingsdiensten was opgenomen. Enkele dagen later werd met de implementatie van de MiFID de definitie van 'gereguleerde markt' gewijzigd. Het lijkt dat hierbij onbedoeld de definitie is verruimd, met de eerdergenoemde gevolgen voor de verplicht bod-regeling. Dit vermoeden wordt zowel in de Europese regelgeving, alsook in de parlementaire geschiedenis van de implementatie van genoemde richtlijnen en aanverwante wet- en regelgeving ondersteund. Hieruit blijkt niet dat de wetgever een verruiming van het toepassingsbereik heeft beoogd. Gelet op de letterlijke tekst van de wet rijst daarmee de vraag hoe de Ondernemingskamer, in principe de bevoegde instantie voor procedures en geschillen met betrekking tot de verplicht bod-regeling,⁶ desgevraagd zal oordelen over het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling, nu zij op grond van de jurisprudentie gehouden zal zijn de wettekst richtlijnconform en mede in het licht van de wetgeschiedenis te interpreteren.⁷ Hierna gaan wij kort nader op deze punten in.

MiFID

Zoals we hiervoor al bespraken, is de MiFID duidelijk over de territoriale reikwijdte van het begrip 'gereguleerde markt'. Met de verwijzing naar titel III van de MiFID is gegeven dat een 'gereguleerde markt' haar statutaire zetel of hoofdkantoor heeft in een lidstaat van de EER.⁸

Implementatie in de Wft

Uit de memorie van toelichting bij de implementatiewet van de MiFID⁹ blijkt niet dat de wetgever enige wijziging beoogde met de aanpassing van de begripsomschrijving van de 'gereguleerde markt', althans niet een zodanige wijziging dat ook markten buiten de EER als gereguleerde markt zouden kunnen kwalificeren. Het ligt voor de hand dat de wetgever, indien hij een verruiming van de territoriale reikwijdte van de verplicht bod-regeling voor ogen had gehad, hierbij expliciet had stilgestaan in de toelichting op de wijzigingswet. Daar komt bij dat een dergelijke verruiming van de reikwijdte zo kort na de invoering van de verplicht bod-regeling niet (te) snel dient te worden aangenomen.

Sterker, de wetgever heeft in de toelichting op de gewijzigde definitie van 'gereguleerde markt' duidelijk gemaakt dat de definitie in artikel 1:1 Wft strekt tot implementatie van artikel 4 lid 1 onderdeel 14 MiFID. Zoals wij hiervoor al uiteen hebben gezet, richt de MiFID zich enkel op 'gereguleerde markten' binnen de EER. Bovendien wordt in de memorie van toelichting bij de implementatie van de MiFID¹⁰ een, naar het lijkt, uitputtend bedoeld overzicht gegeven van de verschillende vormen van handelsplatformen. Hierbij wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen een gereguleerde markt in Nederland of een andere lidstaat van de EER enerzijds en een handelsplatform van buiten de EER met functies die vergelijkbaar zijn met een gereguleerde markt anderzijds. Ook dit is een duidelijke indicatie dat de wetgever geen uitgebreidere territoriale werking van het begrip 'gereguleerde markt' voor ogen had.

Andere bepalingen uit de Wft waarin het begrip 'gereguleerde markt' voorkomt, lijken aan dit begrip ook geen ruimer territoriaal toepassingsbereik toe te kennen dan de EER. Zo staat bij de regels die zien op marktmisbruik, in artikel 5:56 lid 1 onderdeel b Wft de zinsnede '(...)' of die zijn toegelaten tot de handel op een met een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit vergelijkbaar systeem in een staat die geen lidstaat is.' Hieruit valt af te leiden dat een gereguleerde markt zelf kennelijk altijd in een lidstaat is gesitueerd.

Rechtsonzekerheid

Er zijn, kortom, voldoende aanwijzingen om te veronderstellen dat het begrip 'gereguleerde markt' ook in het kader van de verplicht bod-regeling slechts ziet op markten binnen de EER. De definitie van 'gereguleerde markt' in artikel 1:1 Wft sluit hier echter niet bij aan.

Dat hier sprake is van rechtsonzekerheid, blijkt ook in de literatuur. Sommige auteurs zien op grond van de wettekst een mogelijk ruimer toepassingsbereik van de verplicht bod-

6. Zie M.W. Josephus Jitta, *Gat in de regeling van het verplichte bod*, *Ondernemingsrecht* 2008, p. 140.

7. Zie Rb. Rotterdam 15 mei 2008, LJN BD2857 en HR 10 augustus 2007, LJN AZ3758.

8. Aldus ook Doorman 2008, p. 489.

9. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3.

10. Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 8.

regeling.¹¹ Andere zijn van mening dat de territoriale reikwijdte van het begrip 'gereguleerde markt', en daarmee het toepassingsbereik van de verplicht bod-regeling, beperkt is tot de EER.¹² Ook kan verwarring ontstaan doordat enkele andere regelingen in het Nederlandse vennootschaps- en effectenrecht (zoals de Nederlandse Corporate Governance Code) expliciet (ook) van toepassing zijn op NV's waarvan de aandelen slechts zijn toegelaten tot de handel op een effectenbeurs buiten de EER. Mede omdat er geen mogelijkheid bestaat om de rechtsvraag, buiten een formele procedure, voor te leggen aan de Ondernemingskamer, kan deze onzekerheid niet eenvoudig worden weggenomen.

Conclusies en aanbevelingen

Het is niet duidelijk of de verplicht bod-regeling van toepassing is op Nederlandse NV's waarvan de aandelen slechts zijn toegelaten tot de handel op een markt die aan de materiële omschrijving van 'gereguleerde markt' in artikel 1:1 Wft voldoet, maar buiten de EER ligt. Gezien de verregaande gevolgen van het van toepassing zijn van de verplicht bod-regeling voor aandeelhouders en de vennootschap zelf, is het wenselijk om deze rechtsonzekerheid weg te nemen. Het verdient dan ook aanbeveling om in de eerstvolgende wijzigings- of reparatiewet van de Wft de definitie van 'gereguleerde markt' in artikel 1:1 Wft zodanig aan te passen dat hier ondubbelzinnig uit blijkt wat het toepassingsbereik is. Een alternatief zou zijn om artikel 5:70 Wft te verduidelijken, waarbij met het oog op de in deze bijdrage genoemde argumenten de toevoeging van de woorden 'in een lidstaat' achter het begrip 'gereguleerde markt' reeds volstaat om de tekst van de regeling in lijn te brengen met de beoogde strekking ervan.

11. O.a. Asser/Macijer/Van Solinge & Nieuwe Weme 2-II*2009, nr. 625; M.P. Nieuwe Weme & G. van Solinge, Inleiding, in: M.P. Nieuwe Weme e.a. (red.), *Handboek openbaar bod*, Serie Onderneming en Recht, deel 46, Deventer: Kluwer 2008, p. 63.

12. J.M. van Dijk e.a. (red.), *Tekst & Commentaar ondernemingsrecht en effectenrecht*, Deventer: Kluwer 2007, p. 1808; Josephus Jitta 2008, p. 140.