
Mr. G.T.J. Hoff

Op naar een transparante(re) effectenmarkt

Mr. G.T.J. Hoff is advocaat en vennoot bij Loeff Claey's Verbeke te Amsterdam.

Met de op 1 februari 1992 in werking getreden Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen¹ ('WMZ') werd beoogd de transparantie van de (Nederlandse) effectenmarkt te bevorderen. De WMZ heeft ervoor gezorgd dat eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen binnen Nederlandse beursvennootschappen zichtbaar zijn geworden. Deze transparantie zou de efficiënte werking van de financiële markten alsook de bescherming van beleggers ter beurze ten goede kunnen komen.

De markttransparantie wordt bereikt door een meldingsplicht aan de belegger op te leggen en een openbaarmakingsplicht aan de beursvennootschap. Uitgangspunt van de WMZ is dat de belegger die stemrechten of een kapitaalbelang verkrijgt of overdraagt en die daardoor een percentage bereikt of passeert van 5, 10, 25, 50 of $66\frac{2}{3}$ van het totale aantal stemmen of het geplaatste kapitaal van de beursvennootschap dit onverwijld moet melden. De WMZ-melding dient te worden gedaan aan de beursvennootschap en aan de minister van Financiën. De beursvennootschap dient de melding na ontvangst onverwijld in een landelijk verspreid dagblad openbaar te maken door integrale publicatie van de meldingsgegevens of door publicatie van een mededeling dat deze gegevens verkrijgbaar zijn ten kantore van de beursvennootschap of een andere plaats. Overtreding van de meldingsplicht en van de openbaarmakingsplicht is als

economisch delict strafbaar gesteld. In dat geval kunnen tevens civielrechtelijke maatregelen worden getroffen.

Op grond van het Delegatiebesluit Wet melding zeggenschap² is de Stichting Toezicht Effectenverkeer ('STE') belast met de uitvoering van de WMZ. Dit betekent onder meer dat WMZ-meldingen in plaats van aan de minister van Financiën aan de STE moeten worden gedaan.

Het gevolg van de WMZ is een immer wassende stroom van WMZ-meldingen in de landelijke dagbladen. Ook verschijnen in de media onthullende berichten over nieuwe WMZ-meldingen, waardoor de financiële netwerken van beleggend Nederland worden blootgelegd. De rijke oogst van deze meldingen verschijnt ieder voorjaar in de inmiddels traditionele WMZ-bijlage van Het Financieele Dagblad. In deze bijlage wordt niet alleen een overzicht gegeven van de WMZ-meldingen per beursfonds, maar ook van de verschillende WMZ-meldingen die door een aantal meldingsplichtige beleggers (bijv. banken, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en particulieren) zijn gedaan.

WMZ 1996

Niet lang na het inwerkingtreden van de WMZ bleek dat deze wet enkele tekortkomingen kende. Ook leidde de WMZ tot complicaties en onduidelijkheden bij de uitvoering. De STE heeft in een evaluatienotitie van december 1992 de problemen in kaart gebracht en de notitie aangeboden aan de minister van Financiën. Uit de nadien tussen de minister en de STE gevoerde correspondentie blijkt dat principiële verschillen van inzicht bestaan met betrekking tot de wijze waarop met de WMZ de nagestreefde transparantie van de effectenmarkt dient te worden bereikt.

De minister van Financiën wenst niet verder te gaan dan een minimale uitvoering van de EG-richtlijn³ die

1. Wet van 18 december 1991, houdende regelen inzake de melding van de verkrijging of overdracht van zeggenschap of van een belang in ter beurze van de Europese Gemeenschappen genoteerde vennootschappen, Stb. 1991, 748.

2. Besluit van 18 december 1991, houdende overdracht van taken en bevoegdheden ingevolge artikel 15 van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen (Stb. 1991, 748) aan de Stichting Toezicht Effectenverkeer, Stb. 1991, 749.

3. Richtlijn van de Raad van 12 december 1988 betreffende de gegevens die moeten worden gepubliceerd bij verwerving en bij overdracht van een belangrijke deelneming in een ter beurze genoteerde vennootschap, (88/627/EEG), PB EG L348/62.

aan de WMZ ten grondslag ligt. In het voetspoor van die richtlijn is ervoor gekozen om slechts marktbewegingen zichtbaar te maken.⁴ Deze keuze leidt ertoe dat een meldingsplicht eerst ontstaat indien als gevolg van een aan- of verkoop van aandelen door een belegger één van de drempelwaarden wordt bereikt of gepasseerd. Geen meldingsplicht ontstaat indien een belegger uitsluitend door uitbreiding of vermindering van het geplaatste kapitaal een drempelwaarde bereikt of passeert.⁵ De minister acht het niet wenselijk in een dergelijk geval een meldingsplicht aan een belegger op te leggen, omdat de belegger op deze omstandigheden geen invloed kan uitoefenen. In het stelsel van de WMZ zal een meldingsplicht dus uitsluitend kunnen ontstaan door een eigen handeling van de belegger.

De voorstellen die de STE heeft gedaan aan de minister van Financiën gaan veel verder. De STE is voorstander van een zo groot mogelijke transparantie van de effectenmarkt, en wenst bijvoorbeeld dat tenminste periodiek inzicht bestaat in de geldende eigendoms- en zeggenschapsverhoudingen binnen Nederlandse beursvennootschappen. Volgens de minister van Financiën staan de aan deze voorstellen verbonden maatschappelijke lasten niet in verhouding tot de te bereiken grotere transparantie.

Inmiddels is de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996⁶ ('WMZ 1996') vastgesteld. De WMZ 1996 heeft tot doel op basis van de ervaringen die met de wet zijn opgedaan de werking van de WMZ te verbeteren. Ten tijde van het schrijven van dit artikel was nog niet bekend wanneer de WMZ 1996 in werking zal treden.

Hierna zullen achtereenvolgens de belangrijkste wijzigingen van de WMZ 1996 worden besproken en van commentaar voorzien.

a. meldingsplicht bij beursintroducties

In het stelsel van de WMZ ontstaat een meldingsplicht van stemrechten of kapitaalbelang eerst wanneer na de toelating van aandelen tot de officiële notering aan een effectenbeurs één van de drempelwaarden wordt bereikt of gepasseerd. Dit betekent dat de ten tijde van een beursintroductie bestaande stemrechten en kapitaalbelangen niet behoeven te worden gemeld.⁷ Deze omissie van de wetgever wordt thans hersteld door aan een ieder die op het tijdstip van officiële notering beschikt over stemrechten of een kapitaalbelang van ten minste 5% een initiële meldingsplicht op te leggen (art. 3 WMZ 1996). Aan deze meldingsplicht dient binnen een wel zeer ruime termijn van vier weken na de toelating tot de officiële notering te worden voldaan.

Uiteraard is ook voorzien in een inhaalslag voor belangen in beursvennootschappen die in de periode tussen 31 januari 1992 en de datum van inwerkingtreding van de WMZ 1996 tot de officiële notering zijn toegelaten. Binnen vier weken na deze datum zullen beleggers met een meldingsplichtig belang in één van deze beursvennootschappen alsnog moeten melden, tenzij zij reeds eerder een (reguliere) melding overeenkomstig de WMZ hebben gedaan (art. 14 WMZ 1996).⁸

b. emissie- en herplaatsingsrestanten

In art. 7 WMZ worden professionele effectenbemiddelaars van de meldingsplicht vrijgesteld, voor zover zij aandelen in de regelmatige uitoefening van hun beroep of bedrijf verkrijgen of overdragen en deze aandelen niet aanwenden om zeggenschap in de beursvennootschap uit te oefenen. De STE heeft de reikwijdte van deze vrijstelling ten aanzien van onder meer emissie- en herplaatsingsrestanten schriftelijk aan de Amsterdamse Effectenbeurs bekend gemaakt.⁹ De STE is van oordeel dat de aandelen waarop door beleggers bij een emissie of herplaatsing niet zijn ingeschreven en die bij banken of commissiehuizen 'op de plank' blijven liggen terstond dienen te worden gemeld. Volgens de STE is de wettelijke vrijstelling van de meldingsplicht dus niet van toepassing op emissie- en herplaatsingsrestanten.¹⁰

Gelet op de in Nederland bestaande emissie-usance is de STE evenwel bereid om gedurende een periode van drie maanden na de stortingsdatum geen aangifte te doen bij de Economische Controledienst van een vermoeden van door onderwriters niet gemelde emissierestanten. Het principiële bezwaar tegen dit 'no action'-beleid van de STE is dat de toezegging geen aangifte te zullen doen het Openbaar Ministerie niet kan verhinderen desondanks een strafrechtelijke vervolging in te stellen.

Mede dankzij een actieve lobby van de Nederlandse Vereniging van Banken wordt in art. 5 WMZ 1996 een vrijstelling voor een periode van drie maanden aan professionele effectenbemiddelaars verleend. Een termijn van drie maanden wordt voldoende geacht om de emissie- en herplaatsingsrestanten alsnog te verkopen. Na het verstrijken van de termijn van drie maanden worden de stemrechten en kapitaalbelangen niet meer tot de handels- maar tot de beleggingsportefeuille gerekend en moet het belang onverwijld worden gemeld.

c. openbaarmaking door de STE

In de WMZ 1996 zal de STE worden belast met de openbaarmaking van de WMZ-meldingen. Een belangrijk voordeel hiervan is dat de kenbaarheid van de meldingen wordt vergroot. Een door de STE gestandaardiseerde procedure voorkomt dat beleggers – zoals

4. Zie TK 1989-1990, 21 492, nr. 3, blz. 7.

5. Ook is denkbaar dat door een statutenwijziging een drempelwaarde wordt bereikt of gepasseerd, bijvoorbeeld na het invoeren of opheffen van een statutaire stemrechtbeperking.

6. Wet van 29 november 1996, houdende het opnieuw vaststellen van de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen in verband met het verbeteren van de werking van deze wet, Stb. 1996, 629.

7. Wel dienen op grond van het Fondsenreglement van Amsterdam Exchanges N.V. in het prospectus dat ter gelegenheid van een beursintroductie moet worden gepubliceerd de aandeelhouders te worden vermeld die direct of indirect 5% of meer van het kapitaal bezitten en de door dezen gehouden aantallen aandelen (Schema A, onderdeel 3.2.7).

8. De STE verwacht dat deze inhaalslag zal leiden tot een aanzienlijk aantal nieuwe meldingen, omdat in bedoelde periode ca. 75 vennootschappen tot de officiële notering zijn toegelaten.

9. Zie Circulaire 92-70 van de Amsterdamse Effectenbeurs.

10. Dit standpunt lijkt in strijd te zijn met de volgende passage uit de memorie van toelichting (TK 1989-1990, 21 492, nr. 3, blz. 9): 'Deze bepaling houdt eveneens in dat een bank die, ingeval van doorplaatsing van aandelen bij een emissie (tijdelijk) de beschikking krijgt over aandelen zonder deze aan te wenden om zeggenschap uit te oefenen binnen de desbetreffende vennootschap, niet meldingsplichtig is.'

dit thans het geval is onder de WMZ – verschillende dagbladen moeten raadplegen of dat de WMZ-meldingen moeten worden ingezien ten kantore van de beursvennootschap. Naar ik aanneem, zal de STE in een vast katern in Het Financieele Dagblad de ontvangen WMZ-meldingen integraal publiceren.¹¹ Een eenvoudige wijze van openbaarmaking van WMZ-meldingen door de STE zal de transparantie van de effectenmarkt ten goede komen.

Een ander voordeel van openbaarmaking door de STE is dat de kans op foutieve openbaarmaking van de WMZ-melding geringer wordt. Onder de WMZ kan controle van de melding soms alleen achteraf plaatsvinden.¹² Op grond van de WMZ 1996 zal de STE de door haar ontvangen WMZ-melding eerst aan de betrokken beursvennootschap bekendmaken, onder vermelding van het voornemen de melding openbaar te maken (art. 7 lid 1 WMZ 1996). De beursvennootschap is aldus in staat om deze melding te vergelijken met de melding die zij rechtstreeks van de belegger heeft ontvangen (art. 2 en 3 lid 1 WMZ 1996).

De STE zal in beginsel¹³ niet eerder tot openbaarmaking van de WMZ-melding overgaan dan nadat er ten minste vijf kalenderdagen zijn verstreken na de verzending door de STE van de melding aan de beursvennootschap. Gedurende deze periode kan de beursvennootschap de STE verzoeken de openbaarmaking achterwege te laten.¹⁴ De STE dient de WMZ-melding uiterlijk binnen negen kalenderdagen na de verzending van de melding aan de beursvennootschap openbaar te maken.

Een bezwaar van de wachtermijn van vijf kalenderdagen is mijns inziens dat dit zal leiden tot een aanzienlijke vertraging in de openbaarmaking van de WMZ-meldingen door de STE. Uit het jaarverslag van de STE over 1995 blijkt namelijk dat 68,5% van de meldingen door de beursvennootschappen binnen vijf kalenderdagen na ontvangst van de melding openbaar wordt gemaakt.

Een ander bezwaar van de wachtermijn is dat hierdoor een mogelijk conflict kan ontstaan met de verplichting van de beursvennootschap om op grond van art. 28 sub h van het Fondsenreglement koersgevoelige informatie terstond openbaar te maken. Is het niet merkwaardig dat aan de ene kant een wachtermijn in de WMZ 1996 wordt ingevoerd om een controle van de WMZ-melding door de STE mogelijk te maken en om de beursvennootschap de gelegenheid te bieden de STE te verzoeken openbaarmaking van de melding achterwege te laten, terwijl aan de andere kant de beursvennootschap op grond van het Fondsenreglement gehouden is de WMZ-melding meteen na ontvangst openbaar te maken omdat deze koersgevoelig is? Mij dunkt dat deze regelingen beter op elkaar zullen moeten worden afgestemd.

d. beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal

De meldingsplicht geldt ook voor beleggers in beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal (art. 2:76a BW).¹⁵ Omdat het geplaatste kapitaal van deze beleggingsmaatschappijen steeds verandert, zijn de percentages van de WMZ-meldingen volstrekt willekeurig. In de WMZ 1996 wordt daarom de laagste drempelwaarde voor beleggingsmaatschappijen met

veranderlijk kapitaal opgetrokken van 5 naar 25% (art. 1 lid 1 sub c WMZ 1996). Hierdoor wordt bereikt dat er inzicht blijft bestaan in de aanwezigheid van een grote belegger en ook in de opbouw van substantiële belangen, zonder dat er sprake is van een al te grote administratieve lastendruk.¹⁶

e. bandbreedtes

Een meldingsplicht ontstaat indien een belegger één van de drempelwaarden bereikt of passeert. Onduidelijkheid bestond over de uitleg van de woorden 'bereiken of passeren'. Gesteld is wel dat geen meldingsplicht zou ontstaan in het geval een belegger precies 5% van het geplaatste kapitaal houdt, en vervolgens één of meer aandelen aan een ander overdraagt. De belegger heeft eerst een percentage van 5 bereikt en dit ook gemeld, doch lijkt door de daaropvolgende overdracht van één of meer aandelen dit percentage niet meer te passeren. Om in dit geval een meldingsplicht aan te nemen, zou 'verlaten' aan de woorden 'bereiken of passeren' moeten worden toegevoegd. De wetgever lijkt niet onder de indruk te zijn van deze exegese, nu in de memorie van toelichting wordt gesteld dat 'men zich niet altijd realiseerde dat onder het 'bereiken en passeren' van een percentage mede het 'verlaten' van dat percentage dient te worden verstaan'.¹⁷

Om een einde aan deze onduidelijkheid te maken, wordt in de WMZ 1996 een andere methodiek gehanteerd die niet tot nieuwe meldingsplichten zal leiden. In art. 1 lid 1 sub c WMZ 1996 worden daartoe vooreerst verschillende bandbreedtes geformuleerd, en wel van 0 tot 5, 5 tot 10, 10 tot 25, 25 tot 50, 50 tot 66²/₃, en 66²/₃, procent of meer. Aldus kan ieder percentage stemrecht of kapitaalbelang in een bepaalde bandbreedte worden gerangschikt. Wijzigingen die leiden tot een percentage dat ligt in een andere bandbreedte dan voorheen, moeten worden gemeld (art. 2 WMZ

11. Tot de openbaar te maken meldingsgegevens zal ook de datum waarop de meldingsplicht is ontstaan gaan behoren. Dit gegeven behoefde onder de WMZ nog niet te worden gepubliceerd, terwijl deze datum voor de interpretatie van een WMZ-melding onmisbaar is. Het percentage stemrechten of kapitaalbelang wordt immers mede bepaald door de noemergegevens (het totale aantal stemmen dat op een aandeelhoudersvergadering zou kunnen worden uitgebracht onderscheidenlijk het totale nominale bedrag van het geplaatste kapitaal). Dit zijn de noemergegevens van de datum waarop de meldingsplicht is ontstaan.

12. Dit houdt verband met de omstandigheid dat de belegger kan hebben nagelaten een melding aan de STE te doen, terwijl de beursvennootschap eerst gelijktijdig met de openbaarmaking van de WMZ-melding een afschrift daarvan naar de STE stuurt.

13. Dit beginsel lijdt uitzondering indien de beursvennootschap reeds vóór het verstrijken van de termijn van vijf kalenderdagen schriftelijk aan de STE heeft medegedeeld geen gebruik te zullen maken van de mogelijkheid te verzoeken de openbaarmaking achterwege te laten.

14. Dit kan indien openbaarmaking van de WMZ-melding in strijd zou zijn met het algemeen belang dan wel indien de vennootschap daardoor ernstig nadeel zou kunnen ondervinden en het achterwege blijven van de openbaarmaking niet kan leiden tot misleiding van het publiek met betrekking tot feiten en omstandigheden die voor de beoordeling van de door de vennootschap uitgegeven aandelen van wezenlijk belang zijn (art. 7 lid 4 WMZ 1996).

15. De EG-richtlijn is niet van toepassing op instellingen voor collectieve belegging (art. 1 lid 3). Vgl. voor de ommezwaai van de wetgever op dit punt het Nader rapport naar aanleiding van het advies van de Raad van State, TK 1989-1990, 21 492, B, blz. 4.

16. Deze lastendruk wordt mede veroorzaakt doordat blijkens het jaarverslag van de STE over 1995 ca 25% van de vennootschappen die onder de WMZ ressorteren beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal zijn.

17. TK 1995-1996, 24 626, nr. 3, blz. 5.

1996). Wijzigingen die binnen dezelfde bandbreedte blijven, behoeven niet te worden gemeld.

f. dubbele meldingen

Teneinde te voorkomen dat door de bomen het bos niet meer kan worden gezien, dienen dubbele WMZ-meldingen zoveel als mogelijk te worden vermeden. In art. 8 lid 2 WMZ is daarom bepaald dat een groepsmaatschappij als bedoeld in art. 2:24b BW van de meldingsplicht is ontslagen, indien de melding wordt gedaan door de rechtspersoon die aan het hoofd van de groep staat. In de WMZ-melding van de (leidende) rechtspersoon komt alsdan tot uitdrukking dat stemrechten en kapitaalbelang middellijk worden gehouden.

Bij nader inzien blijkt deze vrijstelling te ruim te zijn opgezet, omdat stemrechten en kapitaalbelang van groepsmaatschappijen die geen dochtermaatschappij als bedoeld in art. 2:24a BW zijn niet aan de moedermaatschappij worden toegerekend.¹⁸ Om deze reden is de vrijstelling beperkt tot stemrechten en kapitaalbelang van dochtermaatschappijen (art. 6 lid 2 WMZ 1996).

Nieuw is dat op grond van art. 6 lid 2 WMZ 1996 ook een dochtermaatschappij van een natuurlijk persoon geen melding hoeft te doen, indien die natuurlijke persoon de melding voor haar verricht.¹⁹ De aanleiding voor deze uitbreiding is dat de bestaande regeling heeft geleid tot vele dubbele meldingen van natuurlijke personen en van dochtermaatschappijen van die natuurlijke personen.

g. pandrecht en vruchtgebruik

Bij de berekening van het percentage stemrecht tellen de stemmen mee die de pandhouder of vruchtgebruiker kan uitoefenen. Ongelukkig is de beperking dat het stemrecht uitsluitend meetelt indien het stemrecht bij de vestiging van het beperkte recht is verkregen of bij de beëindiging van het beperkte recht eindigt. Stemrecht kan namelijk ook na de vestiging van het beperkte recht overgaan en ook voor de beëindiging daarvan terugkeren. In art. 4 lid 1 WMZ 1996 wordt thans algemeen gesproken van stemmen waarover als pandhouder of vruchtgebruiker kan worden beschikt.

h. herstel van de WMZ-meldingen

De laatste in het oog springende vernieuwing betreft de bevoegdheid van de STE in voorkomend geval een WMZ-melding openbaar te maken zoals deze behoort te luiden (art. 8 lid 5 WMZ 1996). Deze bevoegdheid heeft de STE indien zij heeft vastgesteld dat een bepaalde melding onjuist is en degene die de melding heeft gedaan geen gebruik maakt van de gelegenheid deze te herstellen (art. 8 lid 4 WMZ 1996). Naar mag worden aangenomen, heeft de STE deze bevoegdheid niet alleen bij een onjuiste maar ook bij een onvolledige WMZ-melding. Ook dient deze bevoegdheid de STE toe te komen indien een melding is gedaan zonder dat een meldingsplicht bestond. De STE zal deze bevoegdheid mijns inziens niet hebben indien een belegger ten onrechte geen WMZ-melding heeft gedaan.

Deze bevoegdheid van de STE voorkomt dat onjuiste WMZ-meldingen uitsluitend kunnen worden hersteld door inschakeling van de Economische Controledienst.

Bij de openbaarmaking van de juiste gegevens zal de STE wel tot uitdrukking dienen te brengen dat het een herstelde melding betreft.

Ontstaan van de meldingsplicht

Over de datum van het ontstaan van de meldingsplicht heeft lange tijd onduidelijkheid bestaan. Stel, partijen sluiten een koopovereenkomst met betrekking tot een 5%-belang in een beursvennootschap. Over één jaar zal dit pakket aan de koper door de verkoper worden geleverd. Hier dient ten eerste het relevante moment voor het ontstaan van de meldingsplicht te worden bepaald. Is dit het verbintenisrechtelijke of het goederenrechtelijke moment? Wanneer zou worden gekozen voor het verbintenisrechtelijke moment zal nog de vraag moeten worden beantwoord of voor verkoper en koper een zelfde datum van ontstaan van de meldingsplicht geldt. De verkoper kan immers nog tot aan de levering van het pakket aan de koper zijn aandeelhoudersrechten uitoefenen.

De wetgever heeft aan een langlopende discussie hierover een einde gemaakt. De meldingsplicht ontstaat op het moment dat het eerst in tijd ligt, en dit moment geldt zowel voor verkoper als koper.²⁰ In het voorbeeld leidt dit ertoe dat reeds na het sluiten van de koopovereenkomst de koper een belang van 5% moet aannemen. Hoewel de verkoper nog gedurende één jaar eigenaar van het pakket blijft, moet ook deze zijn (reële) belang meteen na het sluiten van de koopovereenkomst afmelden. Met het oog op de gewenste transparantie acht ik dit een weinig gelukkige gang van zaken.²¹ Niet duidelijk is of de koper na het sluiten van de koopovereenkomst een reëel of een potentieel belang van 5% moet melden. Gesteld zou kunnen worden dat de koper vóór de levering van het pakket aandelen een recht heeft ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van aandelen en stemmen (art. 1 lid 3 WMZ 1996), zodat de koper een potentieel belang zou dienen te melden. De STE stelt zich echter op het standpunt dat de koper aan wie de aandelen nog niet geleverd zijn een reëel belang moet melden. Volgens de STE worden met rechten ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van aandelen en stemmen uitsluitend effecten als warrants, call opties en converteerbare obligaties bedoeld.

Omzetting van potentieel in reëel belang

Stel, een belegger houdt een potentieel belang van 20% in een beursvennootschap bestaande uit converteerbare obligaties. Dient deze belegger na uitoefening van de converteerbare obligaties opnieuw te melden, omdat zijn potentieel belang wordt omgezet in een reëel belang? Het lijkt mij nauwelijks voor betwisting

18. Vgl. art. 4 lid 2 WMZ 1996.

19. Onder de WMZ gold al dat voor de toepassing van de WMZ ook natuurlijke personen dochtermaatschappijen kunnen hebben (vgl. art. 1 lid 1 sub d WMZ 1996).

20. Zie TK 1995-1996, 24 626, nr. 6, blz. 11. Vgl. ook TK 1989-1990, 21 492, nr. 3, blz. 7.

21. De STE heeft voorgesteld dit probleem te ondervangen door haar regelgevende bevoegdheid uit te breiden. Zo zou de STE aan de belegger specifieke aanwijzingen kunnen geven met betrekking tot aanvullende gegevens die in de openbaarmaking van de WMZ-melding moeten worden opgenomen, bijv. de datum van levering indien sprake is van een uitgestelde levering of een gefaseerde levering.

vatbaar dat een dergelijke meldingsplicht wenselijk is. In het stelsel van de WMZ zou immers zichtbaar moeten zijn dat de belegger thans aandeelhoudersrechten kan uitoefenen.

Zo ver lijkt de wetgever echter niet te willen gaan. Volgens de wetgever is onomstreden dat een meldingsplicht slechts geldt indien omzetting van een potentieel in een reëel belang leidt tot een percentage dat in een andere bandbreedte valt dan het percentage waarover vóór omzetting werd beschikt.²² In het voorbeeld houdt de belegger na uitoefening van de converteerbare obligaties een belang van ca. 17%, zodat geen nieuwe meldingsplicht zal ontstaan.

Hoewel ik er met het oog op de gewenste transparantie een voorstander van ben dat onder alle omstandigheden omzetting van een potentieel belang in een reëel belang moet worden gemeld, volgt een dergelijke meldingsplicht mijns inziens niet dwingend uit het stelsel van de WMZ, óók niet in het door de wetgever genoemde geval waarin het percentage in een andere bandbreedte valt. Bij omzetting in een reëel belang verandert namelijk niet de teller van de breuk, maar uitsluitend de samenstelling van de teller. De belegger beschikt thans niet over converteerbare obligaties maar over aandelen. In de terminologie van art. 2 WMZ 1996 'krijgt' de belegger niet de beschikking over aandelen, omdat hij over die aandelen voordien al beschikte door de gelijkstelling in art. 1 lid 3 WMZ 1996 van aandelen met een recht ingevolge een overeenkomst tot verkrijging van aandelen en stemmen.

Ingrijpende wijzigingen

In haar advisering over de verbetering van de werking van de WMZ heeft de STE enkele voorstellen gedaan, die niet door de wetgever zijn overgenomen. Ik meen dat deze voorstellen onmisbaar zijn om de nagestreefde transparantie van de effectenmarkt daadwerkelijk handen en voeten te geven. De administratieve lasten die aan deze voorstellen zijn verbonden, lijken mij niet prohibitief.

a. wettelijk register

De WMZ legt aan de STE niet een verplichting op om een openbaar register van WMZ-meldingen aan te leggen. De STE verzamelt wel de door middel van de WMZ-meldingen verkregen meldingsgegevens en slaat deze op in een geautomatiseerd bestand. Dit bestand is een persoonsregistratie als bedoeld in art. 1 van de Wet persoonsregistraties ('Wpr') en is door de STE aangemeld bij de Registratiekamer. Het doel van de WMZ-persoonsregistratie is '(...) het bevorderen van de doorzichtigheid van de (Nederlandse) effectenmarkt door (periodieke) publicatie van de openbare gegevens en door het ter inzage leggen van deze gegevens ten kantore van de STE.' Tegen betaling verstrekt de STE aan een ieder een afschrift van de WMZ-meldingen.

De Stichting Waakzaamheid WMZ-persoonsregistratie, die de groepsbelangen behartigde van al diegenen wier persoonsgegevens zijn opgenomen in de WMZ-persoonsregistratie, heeft in kort geding getracht de verstrekking van de WMZ-meldingen door de STE te verbieden. De stichting voerde daartoe aan dat de handelwijze van de STE in strijd is met de Wpr, omdat de

taak van de STE in de WMZ uitdrukkelijk beperkt is gehouden tot controle van de WMZ-meldingen. In het stelsel van de WMZ is de beursvennootschap belast met openbaarmaking en niet de STE. De WMZ-persoonsregistratie zou alleen dit beperkte doel mogen dienen, met als gevolg dat verstrekking van gegevens uit deze persoonsregistratie aan derden daarmee in strijd is.

In zijn vonnis van 15 september 1994 heeft de President van de Arrondissementsrechtbank te Amsterdam de gevraagde voorziening toegewezen.²³ Daardoor werd het de STE verboden WMZ-meldingen aan derden te verstrekken. Na een spoedappel heeft het Gerechtshof te Amsterdam bij arrest van 26 januari 1995 het vonnis vernietigd, waarna de STE de verstrekking van WMZ-meldingen aan derden heeft hervat.²⁴

Het Hof is van oordeel dat de STE een met de Kamer van Koophandel vergelijkbare positie heeft voor wat betreft het ter beschikking stellen van gegevens aan derden. Dit oordeel baseerde het Hof op een passage uit de wetsgeschiedenis waarin staat dat de STE als een 'centrale instantie' zou fungeren. Dit lijkt mij voor het publicatiebeleid van de STE wel een erg magere basis vergeleken met de Handelsregisterwet waarin de taken en bevoegdheden van de Kamers van Koophandel gedetailleerd zijn vastgelegd. De STE acht het dan ook wenselijk dat een wettelijke basis wordt gegeven aan het door haar gehouden (openbare) register.²⁵ Dit heeft tot gevolg dat de Wpr op de WMZ-persoonsregistratie niet meer van toepassing zal zijn.

b. periodieke meldingsplicht

Met de introductie van een wettelijk register hangt ten nauwste samen de actualiteit van een dergelijk register. In het huidige stelsel van de WMZ vermindert de bruikbaarheid van de in het register opgenomen gegevens op langere termijn. Op grond van de WMZ worden namelijk uitsluitend marktbevingen zichtbaar. Hierdoor treedt een ernstige vervuiling op van het door de STE aangelegde bestand van de WMZ-meldingen. Sommige meldingen zullen nimmer worden afgemeld. Ook wordt het onderscheid niet zichtbaar tussen meldingen van voor en na een wijziging van het geplaatste kapitaal van de beursvennootschap. Het lijkt de STE wenselijk dat een periodieke meldingsplicht wordt ingevoerd, zodat de kwaliteit van de meldingsgegevens wordt gewaarborgd.

c. potentiële rechten

Een ander manco van het huidige stelsel is dat potentiële rechten (bijv. call opties, warrants en converteerbare obligaties) wèl meetellen in de teller, maar niet in de noemer. Deze rekenregel kan leiden tot onbegrijpe-

22. TK 1995-1996, 24 626, nr. 6, blz. 9-10.

23. KG 1994, 354.

24. KG 1995, 358.

25. Zo heeft de STE ook een openbaar register moeten instellen op grond van art. 21 van de Wet toezicht effectenverkeer 1995. In dit register worden gegevens opgenomen van bepaalde categorieën effecteninstellingen. De openbaarheid van het register wordt verder gereguleerd door de voorziening dat het register door de STE voor een ieder kosteloos ter inzage wordt gehouden en dat in de maand januari van elk jaar een lijst van de ingeschreven effecteninstellingen naar de stand van 31 december van het voorgaande jaar in de Staatscourant moet worden geplaatst.

lijke percentages. Zo is het mogelijk dat WMZ-meldingen voorkomen met een percentage stemrecht en kapitaalbelang van meer dan 100%.

Deze rekenregel leidt ook tot onduidelijkheid in het geval potentiële rechten op nog uit te geven aandelen worden uitgeoefend. Hierdoor zal de noemer in omvang veelal aanzienlijk toenemen, terwijl het percentage van de belegger zal afnemen. Hiervoor is gebleken dat in dit geval geen meldingsplicht zal ontstaan, omdat de teller van de belegger niet is veranderd.

De STE heeft voorgesteld om de rekenregel aldus te wijzigen dat potentiële rechten op nog uit te geven aandelen bij de berekening van de percentages zowel in de teller als in de noemer worden meegeteld. Mijns inziens is hier terecht tegen in gebracht dat deze wijziging zou betekenen dat individueel bepaalde noemers ontstaan die afhankelijk zijn van de hoeveelheid potentiële rechten die een belegger bezit. Hierdoor zijn de gemelde percentages onderling niet meer vergelijkbaar.

Ook indien de bestaande rekenregel wordt gehanteerd, bieden de WMZ-meldingen van potentiële rechten mijns inziens voldoende inzicht, omdat uit de melding de samenstelling van het percentage zal blijken (art. 6 lid 1 sub d WMZ 1996) en de noemergegevens van de melding kunnen worden achterhaald. Zoals aangegeven, hecht ik er zelf meer waarde aan dat bij omzetting van een potentieel belang in een reëel belang onder alle omstandigheden een meldingsplicht zal ontstaan.

d. stemovereenkomst

Bij de berekening van het percentage stemrecht dienen de stemrechten van een derde met wie een stem-

overeenkomst is gesloten mede in aanmerking te worden genomen. In art. 4 lid 3 WMZ 1996 wordt een stemovereenkomst omschreven als een overeenkomst die voorziet in een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake de uitoefening van het stemrecht. In deze omschrijving is de duurzaamheid uitsluitend gericht op de wijze waarop partijen bij de stemovereenkomst het stemrecht beogen uit te oefenen. Het lijkt mij wenselijk dat voor de toepassing van de WMZ reeds van een stemovereenkomst wordt gesproken wanneer partijen het beleid van de beursvennootschap duurzaam beogen te beïnvloeden.²⁶ De duurzaamheid is dan gericht op de door partijen bij de stemovereenkomst beoogde invloed op het beleid van de beursvennootschap. Het gevolg hiervan is dat reeds het aangaan van een enkele stemovereenkomst zal leiden tot een meldingsplicht.

Conclusie

Het blijkt niet eenvoudig te zijn de nagestreefde transparantie van de effectenmarkt te vertalen in hanteerbare en begrijpelijke rekenregels. Ik benadruk dat de uitkomsten van de rekenregels slechts momentopnames zijn, waaraan een beperkte betekenis toekomt. Hoewel de besproken wijzigingen van de WMZ 1996 ongetwijfeld zullen leiden tot een meer transparante effectenmarkt, blijft er voor de 'beurswatchers' nog veel te wensen over.

26. Vgl. art. 7 van de EG-Richtlijn waarin de stemovereenkomst als volgt wordt omschreven: 'een overeenkomst die hen verplicht om, door een onderling afgestemde uitoefening van hun stemrechten, een duurzaam gemeenschappelijk beleid inzake het beheer van de betrokken vennootschap te voeren.'