

Internetconsultatie Wet toetsing economie en nationale veiligheid

Reactie van DACSI, de vereniging van gebruikers en aanbieders in Nederland van de effecteninfrastructuur

Datum 7 oktober 2020
Versie 1.0

DACSI is the principal trade association in The Netherlands for the securities industry. Our aim is to promote and improve the smooth functioning of "securities post-trade": we strive for an efficient and effective infrastructure for the securities and derivatives markets. We do so by coordinating between providers and users of the securities infrastructure and by advocating the Dutch interests with relevant institutions, including the domestic and European legislators and supervisors.

Vogelstruys building
Hullenbergweg 278
1101 BV Amsterdam Zuidoost
The Netherlands

t : +31 20 763 0936
e : secretariat@dacsi.nl
w : <https://dacsi.nl>

KvK : 34318358
Transparency Register : 339617120019-31

1. Inleiding

Het doel van dit wetsvoorstel is volgens de memorie van toelichting het vastleggen van regels om risico's voor de nationale veiligheid als gevolg van bepaalde economische activiteiten zoals investeringen en fusies te beheersen. Dit soort economische activiteiten met betrekking op vitale infrastructuur of ondernemingen die sensitieve technologie ontwikkelen die raakt aan nationale veiligheid, kunnen leiden tot risico's voor de nationale veiligheid.

Het voorstel raakt banken en (centrale) effectenbewaarbedrijven in verschillende rollen. Allereerst kunnen zij zelf als onderdeel van vitale infrastructuur een doelonderneming van deze wet zijn. Hier gaan wij in deze reactie niet op in.

Daarnaast kent het voorstel bij de uitvoering van de maatregelen van de minister een belangrijke rol toe aan bewaarinstellingen en intermediairs in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (hierna "Bewaarders"¹). Die rol wordt in Nederland bij uitstek door leden van DACSI uitgeoefend; daarom gaan we in deze reactie in op de bepalingen die hierover gaan.

Deze beperking impliceert dat we ons richten op ondernemingen die girale ("Wge"-)effecten hebben uitgegeven; mogelijk omvat dat meer dan alleen "beursgenoteerde doelondernemingen".

2. Betrokkenheid van intermediairs c.q. bewaarders

De ruggengraat van de regeling is een meldplicht bij activiteiten in "doelondernemingen". Volgens Artikel 1 geldt die plicht voor de doelonderneming én de z.g. "verwerver"; voor Bewaarders is er geen meldplicht.

Het voorstel behelst medewerking door Bewaarders na initiatief van de doelonderneming in twee situaties:

1. schorsing in aandelhoudersrechten (zie 3.1),
2. terugbrengen/beëindigen van het aandelenbelang (zie 3.2).

Daarnaast is er sprake van medewerking aan schorsing zonder initiatief van de doelonderneming (zie 3.1.3)

3. Beoordeling van het voorstel

3.1. Schorsing in rechten

Als de meldplicht niet (tijdig) wordt nagekomen en de activiteit wordt toch uitgevoerd, wordt de "verwerver" geschorst in zijn rechten: een directe schorsing in alle rechten die de verwerver heeft verkregen door de activiteit, zoals stem- en informatierechten, zeggenschap, etc. Alleen het recht op de opbrengsten van een onderneming, dividend en de uitkeringen uit de reserves blijft intact.

Het initiatief ligt bij de onderneming; het voorstel verplicht de Bewaarder om aan die schorsing mee te werken, al is niet uitgewerkt waaruit die medewerking zou moeten bestaan.

Wij zijn van mening dat die medewerking door de achtereenvolgende schakels in de bewaarketen geheel onnodig is. Het betrekken van die successieve Bewaarders zou het proces compliceren (met daardoor een kans op fouten), en vermoedelijk ook minder effectief maken. Die medewerking steunt in het voorstel bovendien op de gekunstelde en controversiële constructie van Artikel 18²; die constructie zou vermeden moeten worden en is, zo betogen wij in 3.1.1, evenzo niet nodig.

Het voorstel lijkt uit te gaan van een onjuiste, althans achterhaalde voorstelling van het proces van uitoefening van stemrechten. Daarbij gaat het om twee aspecten:

¹ Centraal instituut, aangesloten instelling, intermediair, instelling in het buitenland

² Het voorstel luidt in artikel 18 (lid 4 en 5) dat, wanneer de medewerking uitblijft, de doelonderneming dit meldt aan de Minister; die kan bepalen dat de schorsing betrekking krijgt op alle effecten die bij de betrokken Bewaarder "liggen". Op die manier zouden de rechten van andere aandeelhouders die in dit proces geen enkele rol vervullen worden aangetast. Elders, bij voorbeeld in de reactie van de NVB is uiteengezet dat dit in strijd zou zijn met Europees recht. Daarnaast zou alleen al de mogelijkheid van zo'n uitbreiding van de schorsing van rechten tot derden veel effecten tot een aanzienlijk minder aantrekkelijke belegging maken; dat zou evident schadelijk zijn voor de Nederlandse kapitaalmarkt.

1. Inmiddels is de *Shareholders Rights Directive II* (SRD2) geïmplementeerd in de Nederlandse wet (en in overige EU-jurisdicties);
2. Het stemmen (al dan niet bij volmacht) gaat veelal buiten de bewaarketen om.

3.1.1. De SRD2-implementatie

De Uitvoeringsverordening van de Richtlijn Aandeelhoudersbetrokkenheid³ – die sinds 3 september 2020 van kracht is – brengt met zich mee dat de doelonderneming als uitgevende instelling alle informatie ontvangt die nodig is om zelf te beoordelen welke uitgebrachte stemmen door de schorsing (moeten) worden getroffen. Dat is onafhankelijk van de vraag of er in persoon, elektronisch of bij volmacht wordt gestemd; en eveneens onafhankelijk van (de lengte van) de bewaarketen.

Hierdoor kan de schorsing van het stemrecht volledig door de doelonderneming zelf geëffectueerd worden.

3.1.2. Het proces van stemmen

Het uitbrengen van stemmen verloopt vaak niet via de bewaarketen, maar via gemachtigden. Als men inderdaad – zoals het voorstel het beschrijft - de “filtering” wil laten plaatsvinden voordat de stem de doelonderneming bereikt, dan zou de plicht tot medewerking uitgebreid moeten tot dergelijke gemachtigden in de “stemketen”.

3.1.3. Kennis over het toetsingsproces

Artikelen 17 en 18 gaan over meewerkplicht en onthouding van “gedragingen” in situaties waarin er (nog) geen toetsingsbesluit is genomen. In het algemeen zijn dat omstandigheden die een Bewaarder niet kent of kan kennen. Dan gaat het niet aan om een Bewaarder (niet omschreven) onthoudingen en verplichtingen op te leggen.

Bovendien, mocht een Bewaarder al door een onderneming (informeel of voorlopig) op de hoogte zijn gesteld van een lopende toetsingsprocedure – waarvan de uitkomst per definitie onzeker is – dan zou (medewerking aan) schorsing de belangen van de betrokken aandeelhouders schaden en aldus licht tot schadevergoedingsclaims in de gehele bewaarketen leiden. Voor zover en zo lang de Minister niet heeft besloten moeten een Bewaarder geen plichten of beperkingen worden opgelegd die kunnen leiden tot schadeclaims.

3.1.4. De onderneming beschikt over de informatie

Tijdens het stemproces, onderdeel van de aandeelhoudersvergadering, beschikt de onderneming over de informatie die nodig is om de schorsing effectief te maken. Uitgebrachte stemmen worden volgens *SRD2* niet geaggregeerd en daarmee geanonimiseerd, maar op detailniveau aan de doelonderneming meegedeeld. Op welke wijze er ook wordt gestemd – in persoon, elektronisch of bij volmacht –, in alle gevallen vermeldt de documentatie die nodig is om een uitgebrachte stem te valideren de identiteit van de uiteindelijke aandeelhouder.

3.2. Terugbrengen belang

In het algemeen wijzen wij erop, dat een gedwongen verkoop een prijsdrukkend effect heeft op de betrokken instrumenten, die de overige (aandeel)houders kan benadelen. Om het effect daarvan te mitigeren suggereren wij:

- Voorwaarden te beschrijven met betrekking tot de publiciteit over het besluit;
- De prijsdruk in de tijd te spreiden door een vorm van “inbeslagname” gevolgd door een geleidelijke verkoop.

In de situatie van Artikel 11 legt de Minister een last op aan de “verwerver”; die moet zijn belang terugbrengen of beëindigen. De doelonderneming moet volgens lid 7 de Bewaarders in de keten hierover informeren, maar hieraan verbindt het voorstel geen gevolgen. Wij zien geen doel voor die informatieplicht, omdat de Bewaarders in deze situatie geen bijzondere taak hebben: als de verwerver een verkooptransactie doet, c.q. laat doen, dan resulteert een gewone transactie met de daarbij horende afwikkelinstructies. Het delen van de bedoelde informatie zou bovendien het risico op oneigenlijk gebruik ervan vergroten en moet daarom vermeden worden.

Na verlopen van de termijn in Artikel 11 is de onderneming volgens Artikel 13 gemachtigd en verplicht om het belang namens en voor rekening van de “verwerver” te verkopen. Lid 2 van dit artikel noemt expliciet een meewerkplicht voor de Bewaarder, maar ook deze meewerkplicht is niet uitgewerkt.

³ *Commission Implementing Regulation (EU) 2018/1212 van 3 september 2018, Tabellen 3 en 4 in de Annex*

Bij een eventuele (gedwongen) verkoop kan de (vergunningplichtige) rol van de in het voorstel bedoelde Bewaarders niet verder gaan dan de afwikkeling van de verkooptransactie. Bij het tot stand brengen van een (gedwongen) transactie kan van bewaarders geen medewerking worden gevraagd; immers, daarvoor zou een andere (“broker-”) vergunning nodig zijn, die er lang niet altijd is.

Een “broker” die de verkoop opdracht van de gemachtigde doelonderneming aanvaardt moet (ook) verzekerd zijn van de medewerking van de laatste bewaarder in de keten (de z.g. *last intermediary*, die de verwerver rechtstreeks als klant heeft). Immers, zonder zekerheid over de levering van de effecten zal een broker niet de verplichting willen aangaan om effecten te leveren ter uitvoering van de verkooptransactie onder de machtiging.

O.i. zou de medewerking van de *last intermediary* rechtstreeks (verplicht en) afgedwongen moeten worden. Om vast te stellen wie op enig moment die *last intermediary* is, kan de doelonderneming (al dan niet verplicht) gebruik maken van een aandeelhoudersidentificatieverzoek onder de *SRD2*⁴. Wij zien niet in hoe de “bovenliggende” Bewaarders daarin een rol zouden moeten spelen. De doelonderneming heeft dat recht nu (al) onder de *SRD2*; doordat daarvoor STP-processen zijn ingericht werkt zo’n identificatie sneller en daarmee effectiever dan dat Bewaarders in de keten dit op grond van een specifieke verplichting onder het wetsvoorstel zouden kunnen. Overigens moet worden opgemerkt dat een dergelijke identificatie – door wie dan ook - altijd een momentopname is; de verwerver kan er op ieder moment voor kiezen zijn stukken elders te gaan bewaren.

4. Conclusie

De meewerkplicht voor Bewaarders bij schorsing van (stem)rechten is niet effectief én onnodig: in het stemproces beschikt de doelonderneming over alle benodigde informatie om zelf de schorsing te realiseren.

Door de verantwoordelijkheid voor het “onthouden van stemrecht” geheel bij de doelonderneming te leggen wordt (ook) voorkomen dat een Bewaarder zou handelen in strijd met de “faciliteerplicht” die de Wge (artikel 15) hem oplegt.

De meewerkplicht voor Bewaarders bij het terugbrengen van een aandelenbelang kan alleen betrekking hebben op de afwikkeling van een verkooptransactie en behoeft geen afzonderlijke regeling in dit wetsvoorstel.

⁴ Overwogen kan worden om in (uitzonderings)gevallen als de onderhavige drempelwaarde voor een identificatieverzoek in Artikel 49b lid 3 van de Wge – die normaliter 0,5% bedraagt – op nul te stellen.