

FINANCIEEL RECHT

AAK20126931

Instituut voor Financieel Recht (IFR), Radboud Universiteit Nijmegen

Verzorgd door prof. mr. D. Busch, mr. J.H.L. Beckers, mr. P. Laaper, mr. G.V. Naber, mr. R.K. Pijpers, mr. A.W. van der Vegt, mr. J.W.P.M. van der Velden

PERIODE 1 JANUARI – 31 MAART 2012

ALGEMEEN

Regelgeving*Inwerkingtreding Wet geschiktheidseis*

De Wet van 22 december 2011 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet financiële markten BES en de Wet toezicht trustkantoren in verband met de introductie van de geschiktheidseis en de versterking van de samenwerking tussen de toezichthouders in het kader van de geschiktheidstoets en de betrouwbaarheidstoets (*Stb.* 2012, 7), een van de nog niet op 1 januari 2012 in werking getreden wetten uit het eerste pakket wet- en regelgeving op het gebied van de financiële markten ('eerste FM-pakket'), zal op 1 juli 2012 in werking treden (*Stb.* 2012, 23).

Parlementaire behandeling tweede pakket FM-wet- en regelgeving

Op 14 februari 2012 zijn de volgende wetsvoorstellen uit het 'tweede FM-pakket' door de Tweede Kamer aangenomen: (1) Wet implementatie Omnibus I-richtlijn (*Kamerstukken* 33 021), (2) Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet toezicht financiële verslaggeving in verband met de herziene richtlijn prospectus (*Kamerstukken* 33 023), (3) Wet op het accountantsberoep (*Kamerstukken* 33 025), (4) Wet bekostiging financieel toezicht (*Kamerstukken* 33 057), (5) Wet aansprakelijkheidsbeperking DNB en AFM en bonusverbod staatsgesteunde ondernemingen (*Kamerstukken* 33 058) (zie ook onder het kopje *Aansprakelijkheid van AFM en DNB*, hierna) en (6) Wet bijzondere maatregelen financiële ondernemingen (Interventiewet) (*Kamerstukken* 33 059). Deze wetsvoorstellen zijn nu in behandeling bij de Eerste Kamer.

Financiële transactiebelasting

Bij brief van 20 maart 2012 heeft de minister van Financiën de Tweede Kamer zijn reactie gestuurd op een studie van het Centraal Planbureau (CPB) naar de economische gevolgen van een financiële transactiebelasting ('FTT') voor Nederland en vooral voor het Nederlandse pensioenstelsel. In deze brief schrijft de minister dat het Nederlandse kabinet de doelen van een FTT – te weten een bijdrage van de financiële sector aan de publieke middelen en het verbeteren van de financiële stabiliteit – onderschrijft, maar dat een FTT niet een efficiënte manier is om een goede bijdrage van de financiële sector aan de publieke middelen te bewerkstelligen. Daarnaast draagt een FTT volgens zowel het CPB als DNB en AFM niet bij aan een stabielere financiële sector. Het kabinet is derhalve voornemens de Europese Commissie te verzoeken om minder marktversturende alternatieven voor een FTT te laten onderzoeken, zoals bijvoorbeeld een Financial Activity Tax, een (Europees gecoördineerde) bankenbelasting of een Stamp Duty naar Brits voorbeeld.

Het in het vorige *KwartaalSignaal* gememoreerde voorstel van wet houdende invoering van een bankenbelasting (Wet bankenbelasting, *Kamerstukken* 33 121) is nog in behandeling bij de Tweede Kamer.

Toezichtthema's 2012 van DNB en AFM

Op 3 februari 2012 heeft DNB de brochure 'Thema's DNB Toezicht 2012' gepubliceerd (www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2012/dnb267718.jsp). Deze brochure informeert de sector en het publiek over de onderwerpen waaraan DNB dit jaar extra aandacht geeft in haar toezicht. Belangrijke speerpunten zijn het herstel van financiële buffers en de duurzaamheid van bedrijfsmodellen van financiële ondernemingen. Zo zal DNB de voortgang van de implementatie van de richtlijnen CRD IV (voor banken en beleggingsondernemingen) en Solvency II (voor verzekeraars) bewaken en zo nodig bijsturen, om ervoor te zorgen dat de betrokken Nederlandse instellingen aan de nieuwe eisen voldoen. Voorts zal het toezicht

zich vooral richten op de omvang van hypotheekportefeuilles en de wijze waarop banken zich financieren. Bij verzekeraars gaat evenals in 2011 de aandacht uit naar de winstgevendheid van de levenproductie. Daarnaast gaat DNB in 2012 nader onderzoek doen naar de risico's van commercieel vastgoed voor banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

De AFM wil in 2012 vooral daar aanwezig zijn waar de risico's het grootst zijn. De AFM gebruikt de geïnventariseerde risico's om de prioriteiten in haar toezicht te bepalen (www.afm.nl/nl/over-afm/thema.aspx). Voor 2012 komt de AFM uit op negen thema's in drie clusters: (i) eerlijke financiële dienstverlening, welk cluster zich vooral richt op de bescherming van de belangen van consumenten waar zij producten en diensten afnemen van aanbieders, bemiddelaars en adviseurs, (ii) eerlijke en transparante kapitaalmarkten, in welk cluster de belangen van beleggers op kapitaalmarkten centraal staan en (iii) integere en stabiele infrastructuur.

Literatuur

- R. Barth & H. van Beusekom, 'Werken aan productieve spanning tussen toezichthouders en marktpartijen', *TvCo* (2012), p. 12-14;
- S.W. van den Berg, 'Beschouwing wetsvoorstel Interventiewet financiële ondernemingen', *FIP* (2012), p. 48 - 53;
- S.W. Bijl de Vroe & T.C. Valenbreder, 'Comply or else: gevolgen van FATCA voor Nederlandse financiële instellingen', *FR* (2012), p. 11-19;
- B.A. Boersma, 'Dodd-Frank Act hervormt meer dan het Amerikaanse financiële toezichtstelsel; corporate governance-regels opgenomen in Dodd-Frank in vogelvlucht', *Bb* (2012), p. 9-12;
- A.P.W. Duijkersloot & H.R.B.M. Kummeling, 'Onnodig en onwenselijk: de geheimzinnigheid van DNB', *NJB* (2012), p. 26-27;
- M. van Eersel, 'Mystery shopping: van tevredenheidsonderzoek naar financieel toezicht', *TvCo* (2012), p. 39-40;
- R.E. van Esch, 'Bezuinigingen en de kwaliteit van wetgeving', *FR* (2012), p. 3;
- C.M. Grundmann-van de Krol, m.m.v. J.B.S. Hijink, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: BJu 2012;
- C.M. Grundmann-van de Krol, 'Vertrouwen door of in regels?', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 53-54;
- C.M. Grundmann-van de Krol & C.W.M. Lieveerse, *Wetgeving toezicht financiële markten 2012*, Deventer: Kluwer 2012;
- R. van 't Hullenaar, 'De Britse Bribery Act 2010: relevant(ie) voor Nederlandse ondernemingen', *Bb* (2012), p. 31-34;
- B.J. de Jong, 'Voorstel Wet tot wijziging van de Wet collectieve afwikkeling massaschade', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 122-124;
- E.P.M. Joosen, 'De interventiewet nader beschouwd', *Bb* (2012), p. 15-20;
- N. Kost & L. Sasso, 'The new European financial markets legal framework: a real improvement? An analysis of financial law and governance in European capital markets from a micro- and macro-economic perspective', *CMLJ* (2012), p. 30-54;
- W.H.J.M. Nuijts, 'Hoe gaat dat eigenlijk: toezicht houden op gedrag en cultuur? Uitkomsten van het DNB themaonderzoek Besluitvorming', *TvCo* (2012), p. 41-47;
- E.J. van Praag, 'Grensoverschrijdend financieel toezicht zonder grenzen', *FR* (2012), p. 47-51;
- K. Raaijmakers & P. de Jonge, 'Wat is het probleem?' *TvCo* (2012), p. 8-11;
- V.P.G. de Serière, 'Als de (stille?) noodklok luidt... Overheidsingrijpen in privaatrechtelijke verhoudingen ten behoeve van stabiliteit in de financiële sector', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 5-14;
- A.J.P. Schild, 'De Interventiewet & het EVRM: een lastig huwelijk', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 15-23;
- O. Sueur, 'Samen het tij keren, of hoe de effectiviteit van het financiële toezicht te verhogen', *TvCo* (2012), p. 35-38;
- R.D. Vriesendorp, 'Schrikbeeld voor curatoren: een faillissementsrekening bij een bank die faillieert', *TvI* (2012), p. 1-4;
- N.G. Wijnstekers, 'Ik zie, ik zie wat jij niet ziet en het is...?', *FR* (2012), p. 71-79;
- P.R. Wood, 'Sovereign insolvency: the bankruptcy ladder of priorities and the pari passu clause', *FR* (2012), p. 60-70;
- J. van IJpenburg, 'De interventiewet: nieuwe instrumenten in het kader van crisismanagement bij financiële ondernemingen', *TvI* (2012), p. 18-21.

2 AANSPRAKELIJKHEID AFM EN DNB

Regelgeving

Het vorige *KwartaalSignaal* bevatte een bespreking van het Wetsvoorstel aansprakelijkheidsbeperking DNB en AFM dat de Tweede Kamer op 26 oktober 2011 ontving. Volgens dit voorstel zou de aansprakelijkheidsbeperking alleen gelden voor het toezicht dat AFM en DNB uitoefenen op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en niet voor toezicht dat op grond van andere financiële toezichtwetgeving wordt uitgeoefend, zoals de Pensioenwet en de Wet toezicht trustkantoren. Volgens het voorstel dat de Tweede Kamer op 14 februari 2012 goedkeurde geldt de aansprakelijkheidsbeperking dankzij het amendement Irrgang evenwel voor *alle* wetgeving op basis waarvan AFM en DNB toezicht houden. Thans ligt het voorstel bij de Eerste Kamer (*Kamerstukken II*, 2011/12, 33 058, nr. 13, *Kamerstukken I*, 2011/12, 33 058, A).

Rechtspraak

- HR 8 april 2011, *Ars Aequi* 2012-4, p. 212-221 (AA20120212) m.nt. D. Busch (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten 'Befra' c.s. / Coöperatieve Rabobank Kromme Rijn UA e.a.*) (geen aansprakelijkheid AFM);
- HR 23 december 2011, *JOR* 2012/49 m.nt. B.P.M. van Ravels (*J.R. Voûte en M.J. van Wulfften Palthe / DNB en AFM*) (geen aansprakelijkheid AFM en DNB).

3 BELEGGINGSINSTELLINGEN

Europese regelgeving

Europese durfkapitaalfondsen

In vergelijking met de Verenigde Staten is de Europese durfkapitaalsector gefragmenteerd en divers. Als gevolg van de fragmentatie van de regelgeving vinden potentiële beleggers in 'durfkapitaal' (zoals vermogende particulieren, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen) het moeilijk en duur om voor een deel van hun beleggingen naar durfkapitaal over te stappen. Bovendien belet de fragmentatie van de regelgeving gespecialiseerde durfkapitaalfondsen om aanzienlijke kapitaalbedragen op te halen in het buitenland.

In het Voorstel van 7 december 2011 voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende Europese durfkapitaal fondsen worden deze problemen aangepakt. Met het voorstel worden uniforme vereisten ingevoerd voor beheerders van instellingen voor collectieve belegging die onder de benaming 'Europees durfkapitaalfonds' actief zijn. Bij de onderhavige verordening worden tevens vereisten ingevoerd met betrekking tot de beleggingsportefeuille, de beleggingstechnieken en de doelondernemingen van een in aanmerking komend durfkapitaalfonds. Ook worden er uniforme voorschriften vastgesteld ten aanzien van de categorieën beleggers waarop een in aanmerking komend durfkapitaalfonds zich kan richten, alsook ten aanzien van de interne organisatie van de beheerders die dergelijke in aanmerking komende fondsen op de markt brengen. Aangezien beheerders van instellingen voor collectieve belegging die onder de benaming 'Europees durfkapitaalfonds' actief zijn, overal in de EU aan identieke bepalingen onderworpen zullen zijn, zullen voor hen uniforme registratievereisten gelden.

Europese sociaalondernemerschapsfondsen

Hoofddoel van het Voorstel van 7 december 2011 voor een verordening van het Europees Parlement en de Raad inzake Europese sociaalondernemerschapsfondsen is de markt voor sociale ondernemingen te ondersteunen door de doeltreffendheid van de fondsenwerving te verbeteren middels beleggingsfondsen die zich op deze ondernemingen richten. Sociale ondernemingen zijn een opkomende sector binnen de EU. Sociale ondernemingen zijn onderne-

mingen met als hoofddoel de realisatie van sociale effecten en niet de creatie van winst voor aandeelhouders of andere belanghebbenden.

Ondanks de grote interesse van beleggers in sociale-beleggingsstrategieën vormen deze regelgevinglasten een hinderpaal voor de creatie van sociaal-ondernemerschapsfondsen met een efficiënte omvang (de gemiddelde activa onder beheer van sociaal-ondernemerschapsfondsen overschrijden zelden de 20 miljoen EUR).

Dit voorstel is een aanvulling op voorgestelde verordening inzake durfkapitaalfondsen. De voorgestelde regels bevatten speciale afdelingen die zich toespitsen op informatie met betrekking tot sociale effecten, het meten ervan en de strategieën die worden gehanteerd om de verwezenlijking ervan te bevorderen.

Literatuur

- J. Broekhuizen & J. den Hamer, 'Voortgang implementatie toezicht op alternative investment fund managers', *VGR* (2012), p. 9-12;
- C.J. Groffen, 'Verhoging vrijstellingsgrens voor beleggingsinstellingen naar € 100.000', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 32-35;
- J. Kerkvliet, 'Het voorstel voor een verordening inzake Europese Venture capital-fondsen', *V&O* (2012), p. 16 e.v.;
- J. Kerkvliet, 'Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn', *O&F* (2012), p. 31-42;
- F. Nagelkerke, 'Overgangsregime aangepast', *JutD* (2012), p. 6-9;
- R. Schulten & C. Niggenbrugge, 'Praktische gevolgen van de AIFM-richtlijn voor beheerders en uitgevende instellingen', *TvCo* (2012), p. 23-27;
- N.B. Spoor, M. Tausk, J.B. Huizink & R.P. Raas, *De implementatie van de AIFM Richtlijn* (ZIFO-reeks deel 5), Deventer: Kluwer 2012.

4 BELEGGINGSONDERNEMINGEN

Regelgeving

Het vorige *KwartaalSignaal* bevatte een bespreking van het concept van MiFID II en MiFIR dat de Europese Commissie op 20 oktober 2011 publiceerde. Op 16 maart 2012 heeft Markus Ferber, rapporteur van de *Committee on Economic and Monetary Affairs* van het Europees Parlement, een *draft report* uitgebracht met een flink aantal amendementen op het MiFID II voorstel van de Commissie (www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPART&reference=PE-485.882&format=PDF&language=EN&secondRef=01). Zie over MiFIR onder het kopje *Giraal effectenverkeer en aanverwante onderwerpen*, hierna.

Rechtspraak

- HR 5 juni 2009 *NJ* 2012, 182-184 m.nt. J.B.M. Vranken (effectenlease);
- HR 8 april 2011, *Ars Aequi* 2012-3, p. 212-221 (AA20120212) m.nt. D. Busch (*Vereniging Belangenbehartiging Commandieten 'Befra' c.s./Coöperatieve Rabobank Kromme Rijn UA e.a.*) (geen zorgplicht bank tegenover particuliere derden);
- Kifid 8 november 2011, *JOR* 2012/14 (effectendienstverlening);
- Kifid 15 november 2011, *JOR* 2012/15 (effectendienstverlening);
- HR 23 december 2011, *JOR* 2012/48 m.nt. C.W.M. Lieverse (effectenlease);
- HR 3 februari 2012, LJN: BU4914 (*Rabobank / X*) (zorgplicht bank tegenover particuliere klant);
- HR 17 februari 2012, *JOR* 2012/84 (*X en Y / Dexia*) (effectenlease, buitengerechterlijke vernietiging);
- HR 17 februari 2012, LJN: BU6508 (*X / Dexia*) (effectenlease, buitengerechterlijke vernietiging).

Literatuur

- D. Busch, *De zaak OPG/State Street: Hoe de ondergang van Lehman Brothers kon leiden tot pensioenschade* (CPO Extra Serie nr. 6), Nijmegen: CPO 2012;
- D. Busch, 'Het "civiel effect" van MiFID: Europese invloed op aansprakelijkheid van vermogensbeheerders', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 67-78;
- D. Busch & D.A. DeMott (Eds.), *Liability of Asset Managers*, Oxford: Oxford University Press 2012;
- D. Busch, 'Waarom moeilijk doen als het makkelijk kan?', *FR* (2012), p. 59;
- M.E.A. Hiskes-Willemsse, 'Toezichthouders en de kleinere beleggingsonderneming', *TvCo* (2012), p. 15-17;
- M.R. Hosemann, 'Transactierapportage – van non issue naar issue in Nederland', *FR* (2012), p. 4-10;
- L.J. Silverentand, 'Know-your-customer: recente ontwikkelingen', *FR* (2012), p. 85-86;
- F.P.C. Strijbos, 'De civielrechtelijke afwikkeling van een Ponzi-scheme', *Bb* (2012), p. 35-37;
- W.J.M. van Tongeren, 'Reactie' (op prof.mr. A.J.M. Nuytinck, 'Een pleidooi voor aanpassing van art. 1:89 BW, mede gelet op een recent Dexia-arrest', *NTBR* 2011-56, p. 389-393), *NTBR* 2012-6, p. 26-27 en A.J.M. Nuytinck, 'Naschrift' (bij reactie van W.J.M. van Tongeren, *NTBR* 2012-6), *NTBR* 2012-6, p. 28-30.

5 KREDIETINSTELLINGEN

Europese regelgeving

High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector

Op 22 februari 2012 heeft Eurocommissaris Barnier het mandaat en de samenstelling van een High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector bekend gemaakt. Deze groep moet tegen het einde van de zomer aanbevelingen doen met betrekking tot het veiliger, stabielere en efficiëntere maken van het bancaire systeem. Voor Nederland heeft Herman Wijffels zitting in deze groep.

Nederlandse regelgeving

Nuts- en zakenbankactiviteiten

Op 6 maart 2012 zond de minister van Financiën aan zowel de Tweede als Eerste Kamer een vervolgnota op de nota over nuts- en zakenbankactiviteiten van 8 juli 2011 (*Kamerstukken II* 2011/12, 31 980, nr. 59 resp. *Kamerstukken I* 2011/12, 32 036, I). In deze vervolgnota besteedt de minister – mede naar aanleiding van het eerder dit jaar gehouden rondetafelgesprek met bankiers en wetenschappers – bijzondere aandacht aan de zogenaamde Volcker-rule (die in beginsel een verbod op handel voor eigen rekening voorschrijft) en aan de optie van additionele kapitaaleisen. De minister concludeert dat een Volcker-rule onder bepaalde voorwaarden in Nederland een nuttig instrument is om banken te beperken in eventuele toekomstige uitbreiding van risicovolle handel voor eigen rekening. Hij kondigt aan samen met DNB en AFM nader onderzoek te zullen doen naar toepassing van een Volcker-rule in Nederland. Voor wat betreft eventuele additionele kapitaaleisen blijkt dat Nederland tot de groep van OESO-landen behoort waar de zwaarste eisen worden gesteld aan het kapitaal van banken. Deze eisen komen in grote mate overeen met de eisen die Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk stellen aan hun systeemrelevante banken, en op sommige aspecten kunnen ze verder gaan.

Op voorstel van het CDA zal de minister van Financiën een breed samengestelde onafhankelijke commissie instellen die zich zal buigen over de toekomst van de financiële sector. Tevens zal de minister een verbod voorbereiden op speculatieve investeringen van banken in *hedge funds* en *private equity*.

Rechtspraak

- HR 27 september 2011, *RF* 2012, 7 (aantrekken opvoerbare gelden);
- HR 13 januari 2012, LJN: BV0774 (*X/Royal Bank of Scotland N.V., voorheen ABN AMRO Bank N.V.*) (bonus-aanspraken);

- CBB 31 januari 2012, LJN: BV3704 (openbaarmaking solvabiliteitsgegevens);
- HvJ EU 2 maart 2012, T-29/10 (staatssteun ING).

Literatuur

- J. Barneveld, ‘Survival of the fattest. Over financiering van systeembanken met risicodragend vermogen’, *NJB* (2012), p. 654-661;
- C.M. Grundmann-van de Krol, ‘Crowdfunding: een reguleringszoekplaatje?’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 141-142;
- E.L.M. van Kranenburg, ‘Depositogarantiestelsel(s) in Nederland en Europa herzien; van ex post naar ex ante en meer’, *FR* (2012), p. 20-28;
- M. Meijßen & A.W. Jongbloed, ‘Voorstel Europees bankbeslag te eenzijdig’, *NJB* (2012), p. 102-108;
- F.P.C. Strijbos, ‘De civielrechtelijke afwikkeling van een Ponzi-scheme’, *Bb* (2012), p. 35-37;
- R. Tomasic, ‘Corporate governance and the protection of stakeholder interests in British banks’, *ECL* (2012), p. 26 e.v.

6 PENSIOENFONDSEN

Regelgeving

Europees Witboek voor adequate, veilige en duurzame pensioenen

Op 16 februari 2012 presenteerde de Europese Commissie een Witboek waarin zij aanbevelingen geeft voor pensioenhervormingen binnen de EU. De aanbevelingen zien op een koppeling van de pensioenleeftijd aan de toename van de levensverwachting, beperking van de toegang tot vervroegde pensionering, ondersteuning van een langer arbeidsleven, het dichten van de pensioenkloven tussen mannen en vrouwen en de ontwikkeling van aanvullende particuliere pensioenspaarregelingen.

Aanpassing rentetermijnstructuur en maximering pensioenkorting

DNB heeft de rentetermijnstructuur aangepast. Pensioenfondsen mogen daardoor met een iets hogere rentevoet rekenen bij het ‘contant maken’ van hun pensioenverplichtingen. Een eventueel dekkingstekort bij een pensioenfonds (het fonds heeft niet genoeg middelen om alle toekomstige pensioenverplichtingen te betalen) komt daardoor iets lager uit. Wanneer pensioenfondsen, vanwege het dekkingstekort, genoodzaakt zijn tot korting van de pensioenen, dan mogen zij van DNB in eerste instantie volstaan met een korting van maximaal 7% (voor de meeste fondsen: rond april 2013). Bestaat aan het eind van de hersteltermijn (meestal eind 2013) nog steeds een dekkingstekort, dan zal alsnog het restant gekort moeten worden.

Literatuur

- D. Busch, *De zaak OPG/State Street: Hoe de ondergang van Lehman Brothers kon leiden tot pensioenschade* (CPO Extra Serie nr. 6), Nijmegen: CPO 2012;
- Th. Kocken & B. Oldenkamp, ‘Generatiebestendig waarden verplichtingen in het nieuwe Pensioenakkoord’, *TPV* 2012/3;
- W. Koeleman, M. Esser & E. Janssen, ‘Ingrijpende gevolgen Pensioenakkoord voor governance en uitvoeringspraktijk’, *TPV* 2012/8;
- R.K.Th.J. Smits, ‘Vermogensscheiding bij premiepensioeninstellingen’, *V&O* (2012), p. 1-4;
- E. Nass, ‘Verslag Symposium Onderneming en Pensioen’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 117-122.

7 VERZEKERAARS

Code Verzekeraars

De Monitoring Commissie Governance Principes Verzekeraars heeft een leidraad ontwikkeld om verzekeraars behulpzaam te zijn bij hun verantwoording over de toepassing van de Code Verzekeraars (www.mcverzekeraars.nl/activiteiten-2012/). Tevens beoogt deze leidraad enige *guidance* te bieden aan verzekeraars hoe zij de implementatie van deze code kunnen realiseren. In de leidraad wordt speciale aandacht besteed aan de mogelijkheid van proportionele toepassing door kleine (onderlinge) verzekeraars.

8 FINANCIËLE MARKTEN

Europese regelgeving

Prospectus

De Europese Commissie heeft op 30 maart 2012 een conceptverordening gepubliceerd tot wijziging van Verordening nr. 809/2004 van 29 april 2004 inzake de uitvoering van de Prospectusrichtlijn (richtlijn 2003/71/EG). Omdat de Prospectusrichtlijn in 2010 gewijzigd is (richtlijn 2010/73/EU, zie daarover *KwartaalSignaal* 119), moest ook de uitvoeringsverordening worden aangepast.

Short selling

Op 14 maart 2012 is de Europese verordening inzake *short selling* aangenomen (zie eerder *KwartaalSignaal* 120). Verordening nr. 236/2012 van het Europees Parlement de Raad betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps strekt ertoe een gemeenschappelijk reguleringskader te bepalen voor de vereisten en bevoegdheden die met short selling en kredietverzuimswaps (*credit default swaps*) verband houden, en tevens voor een grotere mate van coördinatie en consistentie tussen de lidstaten te zorgen voor het geval dat er in uitzonderlijke omstandigheden maatregelen moeten worden genomen.

Kernelementen zijn een meldingsplicht voor bepaalde soorten shorttransacties (hoofdstuk II) en beperkingen aan zogenaamde ongedekte shorttransacties in aandelen en overheidsschulden (hoofdstuk III).

Nederlandse regelgeving

Aanpassing biedingsregels

Op 9 maart 2012 is het besluit tot aanpassing van het Besluit Openbare Biedingen (Bob) Wft vastgesteld. Conform artikel 5:82 Wft wordt dit 'nagehangen' bij beide kamers der Staten-Generaal. Op het moment van schrijven van deze bijdragen is de termijn hiervoor nog niet verstreken.

Een belangrijke wijziging betreft de zogenaamde *put up or shut up*-regeling, als gevolg waarvan een potentiële bidder gedwongen kan worden ofwel een bod uit te brengen of daarvan af te zien gedurende een bepaalde periode (art. 2a Bob-voorstel). Naast een groot aantal procedurele en terminologische verbeteringen worden enkele wijzigingen in de regels voor het verplicht bod doorgevoerd (zie art. 2a lid 8 en 9, art. 5a en 5b van het voorstel). Ten slotte wijzen wij nog op het schrappen van het vereiste dat een bod slechts eenmaal kan worden verhoogd (art. 15 lid 4 Bob-voorstel).

Een ander voorstel met betrekking tot de biedingsregels, het voorstel tot aanpassing van het Vrijstellingsbesluit Overnamebiedingen Wft, is in november 2011 reeds vastgesteld en 'voorgehangen' op de voet van art. 5:81 lid 1 Wft (zie eerder *KwartaalSignaal* 122). De Minister van Financiën wil dit dossier tegelijk met de wijzigingen in het Bob op 1 juli 2012 in werking laten treden.

Prospectus

Het eerder besproken (*KwartaalSignaal* 122) wetsvoorstel tot implementatie van de gewijzigde Prospectusrichtlijn (richtlijn 2010/73/EU) is aangenomen door de Tweede Kamer en thans aanhangig bij de Eerste Kamer (*Kamerstukken I*, 2011/12, 33023, A).

De meer technische aanpassing van de prospectusregels in het kader van het nieuwe Europese toezichtkader bevindt zich in hetzelfde stadium (*Kamerstukken I*, 2011/12, 33 021, A).

Rechtspraak

Wel of geen intentie ongerechtvaardigd gebruik te maken van voorwetenschap?

Sinds het wijzen van het in *KwartaalSignaal* 119 genoemde Spector Photo Group arrest van het Europese Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen (HvJ EG 23 december 2009, *JOR* 2010/70, m.nt. M. Nelemans) hoort deze vraag een grote rol te spelen in zaken waar de verdachte overtreding van het transactieverbod verweten wordt. Uit

genoemd arrest vloeit voort dat een primaire insider die een transactie in financiële instrumenten verricht en over voorwetenschap beschikt die op de financiële instrumenten betrekking heeft, gebruik maakt van voorwetenschap, onder voorbehoud van het recht om dat vermoeden te weerleggen. Volgens het Hof houdt dat echter niet in dat het verbod ook daadwerkelijk is overtreden. Dat is alleen het geval wanneer er in strijd met de doelstelling van de Richtlijn Marktmissbruik gebruik wordt gemaakt van voorwetenschap.

De Rechtbank Amsterdam heeft in de Qurius zaak (Rb. Amsterdam 31 maart 2010, *JOR* 2010/232 m.nt. J. Italianer) het bestanddeel 'gebruik maken van' voor de eerste keer uitgelegd op basis van voornoemd arrest van het Hof. In deze zaak oordeelde de rechtbank dat verdachte niet de intentie had gehad middels de gewraakte transacties gebruik te maken van voorwetenschap. Verdachte, bestuurder van Qurius NV, had aandelen Qurius gekocht terwijl hij wist dat een andere vennootschap – die als een belangrijke speler op de financiële markt werd gezien – aandelen Qurius wilde aankopen. Gelijkijdig fuseerde Qurius met een andere vennootschap. De rechtbank kwam tot genoemd oordeel omdat verdachte zowel interne als externe openheid over de (voorgenomen) transacties had betracht, de transacties op zijn eigen naam uitvoerde en middels de aankoop het signaal wilde afgeven dat het management ook na de fusie vertrouwen in het aandeel Qurius had.

Onlangs heeft het Hof Amsterdam (Hof Amsterdam 21 maart 2012, LJN: BV9945) zich over deze zaak uitgelaten en in tegenstelling tot de rechtbank geoordeeld dat allerminst aannemelijk is geworden dat verdachte de transacties slechts heeft verricht om het positieve signaal af te geven. Hierbij wijst het hof onder andere op pogingen van verdachte ontheffing te verkrijgen van de interne lock-up regeling die verbodt om binnen zes maanden tegengestelde transacties te verrichten en dat, ondanks dat deze ontheffing niet is gegeven, aandelen Qurius binnen deze periode zijn verkocht. De stelling dat verdachte vanwege de lock-up regeling geen economisch voordeel kon behalen ten nadele van derden en dus in feite niet in strijd met de doelstelling van de Richtlijn kon handelen, wijst het hof van de hand; positief nieuws over een vennootschap kan ook na zes maanden nog een positieve invloed op de koers hebben. In de visie van het hof heeft de verdachte middels de gewraakte transacties dus wél de intentie gehad ongerechtvaardigd gebruik te maken van voorwetenschap.

Overige rechtspraak

- Hof Amsterdam 17 januari 2012, *JOR* 2012/51 m.nt. B.J. de Jong (Wcam; waardedaling van Converium-aandelen);
- Rb. Utrecht 15 februari 2012, LJN: BV 3753 (aansprakelijkheid Fortis en leidinggevendend);
- CBB 22 februari 2012, LJN: BV 6713 (marktmanipulatie);

- HvJ EG 22 maart 2012, zaak C-248/11 (uitleg begrip ‘gereguleerde markt’ art. 4 lid 1 sub 14 MiFID).

Literatuur

- T.M.C. Arons, ‘WCAM: het “netto”-resultaat telt, of niet!’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 177-179;
- I. Jalink, ‘Introductie van een meldingsplicht voor synthetische kapitaalbelangen in uitgevende instellingen per 1 januari 2012’, *V&O* (2012), p. 8-15;
- B. van der Klip, ‘Rapport “10 jaar AFM toezicht op openbare biedingen”’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 127-130;
- B. van der Klip, ‘Wijziging Vrijstellingsbesluit overnamebiedingen Wft’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 124-127;
- P.J. van der Korst, R. Abma & G.T.M.J. Raaijmakers, *Handboek Onderneming en Aandeelhouder* (Serie Onderneming & Recht, deel 69), Deventer: Kluwer 2012;
- W. Kuijpers & S. Hijink, ‘Voorstel wijziging Europese Transparantierichtlijn’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 167-170;
- C.W.M. Lieverse, ‘De Converium-uitspraak’, *FR* (2012), p. 43-46;
- M. van Luyn, ‘De stand van zaken rond publicatie van koersgevoelige informatie: publish or perish?’, *TvCo* (2012), p. 18-22;
- M.H. Muller, ‘Wijziging van de UK Takeover Code’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 94-96;
- M. Peeters, ‘Over short selling’, *Ars Aequi* 2012-3, p. 189-197 (AA20120189);
- B.M. Winters, ‘REMIT’, *Ondernemingsrecht* (2012), p. 173-176;
- C.A.J. van Yperen, ‘Converium deel II: zesde verbindendverklaring van een collectieve schadeovereenkomst met toepassing van de Wca’, *V&O* (2012), p.11 e.v.

9 GIRAAL EFFECTENVERKEER EN AANVERWANTE ONDERWERPEN

Europese regelgeving

Afwikkeling van effectentransacties

Op 7 maart 2012 heeft de Europese Commissie een voorstel gepubliceerd voor een verordening ter verbetering van de effectenafwikkeling in de Europese Unie (COM(2012) 73 final). Transacties in effecten bestaan grofweg uit drie stappen. Ten eerste het aangaan van de transactie, daarna de clearing van de transactie en tot slot de afwikkeling. De voorgestelde en hier te bespreken verordening richt zich op effectenafwikkeling (ook wel *settlement*), de laatste stap in deze procedure, die bestaat uit levering van de effecten aan de koper tegen betaling van de koopsom aan de verkoper. Deze afwikkeling gebeurt doorgaans via de systemen van een effectenbewaarinstelling (*central securities depository*, hierna *csd*). Op nationaal niveau levert deze afwikkeling doorgaans weinig problemen op. Anders ligt dat bij grensoverschrijdende transacties. De Commissie heeft geconstateerd dat de grensoverschrijdende afwikke-

ling regelmatig mislukt, terwijl daarnaast de kosten bij een dergelijke afwikkeling vele malen hoger liggen dan bij een nationale afwikkeling het geval is. Vanwege de almaar groeiende omvang van het aantal grensoverschrijdende transacties leidt dat in toenemende mate tot problemen. De Commissie komt daarom nu met dit voorstel, waarmee zij beoogt de geschetste problemen aan te pakken door de veiligheid, efficiëntie en concurrentie in de afwikkelingsmarkten binnen de Europese Unie te verbeteren. Om deze doelen te bereiken wordt ten eerste een aantal verplichtingen voor alle marktdeelnemers voorgesteld, waaronder de verplichting om aandelen in girale vorm in afwikkelingsystemen op te nemen. Ten tweede wordt een groot aantal (prudentiële) regels voorgesteld voor *csd*'s, waaronder materiële vereisten voor vergunningverlening en de invoering van een EU-wijd ‘paspoort’.

EMIR

Het voorstel van de Europese Commissie tot een Verordening betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters (EMIR) is op 24 januari door de Raad (ECOFIN) aangenomen (Raad 5795/2012). Vervolgens is het voorstel in eerste lezing door het Europees Parlement vastgesteld (P7_TA(2012)0106). Nu deze belangrijke stappen zijn genomen ligt invoering van de EMIR-Verordening binnen handbereik. Doel van deze Verordening is om het gebruik van derivaten binnen Europa transparanter en veiliger te maken. Daartoe introduceert EMIR onder meer een clearingplicht voor gestandaardiseerde derivatencontracten en transactieregisters waarbij elke derivaten-transactie moet worden gemeld. Bij de implementatie van EMIR is een taak weggelegd voor ESMA (Europese toezichthouder op de financiële markten), die een groot aantal (technische) regels in lagere regelgeving uit zal werken. Ter voorbereiding op deze taak heeft ESMA in februari 2012 een marktconsultatie uitgeschreven (zie www.esma.europa.eu/system/files/2012-95.pdf).

EMIR volgt op afspraken die zijn gemaakt op wereldniveau door de G20 medio september 2009, in de nasleep van de financiële crisis van 2008. Ter invulling van deze afspraken heeft IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) in februari 2012 een rapport opgesteld met aanbevelingen voor de verschillende autoriteiten over de wijze waarop zij de overeengekomen clearingplicht vorm kunnen geven (te raadplegen via www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf).

Rechtspraak

- HR 10 februari 2012, LJN: BU5615 (effectendepot).

Literatuur

- E.H. Cadmus, ‘An Altered Derivatives Marketplace; Clearing Swaps Under Dodd-Frank’, 17 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 189 (2012).

10 VARIA

Literatuur

- J.J. Atema, 'Wijzigingen en voorgestelde wijzigingen in Europese regelgeving ten aanzien van credit rating agencies', *Bb* (2012), p. 25-27;
- R.E. van Esch, 'De nieuwe wettelijke regeling voor elektronischgeldinstellingen', *FR* (2012), p. 29-35;
- J.B.S. Hijink, 'Naar een Europees jaarrekeningenrecht', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 143-152;
- J.C. Jaakke, 'De regulering van en het toezicht op rating-bureaus in de Europese Unie', *O&F* (2012), p. 43 e.v.;
- A.F.N. van de Laar & J.M. van Poelgeest, 'Nieuwe provisieregels financiële dienstverleners sinds 1 januari 2012 en per 1 januari 2013', *Bb* (2012), p. 21-23;
- J.M. van Poelgeest, *Kredietverstrekking aan consumenten* (Serie Recht en Praktijk Financieel Recht, deel 8), Deventer: Kluwer 2012;
- A.J.P. Tillema, 'Een overzicht van de ontwikkelingen met betrekking tot toezicht op accountancy: *An appetite for change?*', *Ondernemingsrecht* (2012), p. 55-66;
- M. van Vliet, 'Het einde van flitskredieten?', *O&F* (2012), p. 15 e.v.